

TG-MAF  
658.15  
G 939  
EJ-3

UNIVERSIDAD DE EL SALVADOR  
FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS  
MAESTRIA EN ADMINISTRACION FINANCIERA



LA TITULARIZACION Y SU CONTRIBUCION AL DESARROLLO DEL  
MERCADO DE CAPITALES

Trabajo de Graduación  
Presentado por:

*Francisco Antonio Guevara*

Para optar al Grado de:

**MAESTRIA EN ADMINISTRACIÓN FINANCIERA**



18030048

Febrero de 1999

San Salvador . El Salvador . Centro América

# UNIVERSIDAD DE EL SALVADOR

## FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS



---

SAN SALVADOR

EL SALVADOR

CENTROAMERICA

### AUTORIDADES UNIVERSITARIAS

RECTOR : Dr. José Benjamín López Guillén

Secretario General : Lic. Ennio Arturo Luna

Decano Facultad de  
Ciencias Económicas : Lic. José Adolfo Orellana Siguenza

Secretaria Facultad de  
Ciencias Económicas : Lic. Alba Bertiz Martínez Ríos

Asesor : MEP. Luisa Evelyn Chávez Villalobos

Tribunal Examinador : MEE. René Cuéllar Marengo

MEE. Mario Arias Villareal

MEP. Luisa Evelyn Chávez Villalobos

Febrero de 1999

San Salvador - El Salvador

## C O N T E N I D O

	PAG. N°
□ INTRODUCCION	i
□ CONCEPTOS Y ANTECEDENTES	1
□ TITULARIZACION Y MERCADO DE CAPITALES	11
□ TIPOS DE ACTIVOS A TITULARIZAR	13
□ FORMAS DE TITULARIZACION	15
□ PARTICIPANTES EN UN PROCESO DE TITULARIZACION	18
□ VENTAJAS Y DESVENTAJAS	20
□ LA TITULARIZACION EN EL SALVADOR	23
□ CONCLUSIONES	29
□ ANEXOS	
1. VOLUMEN DE OPERACIONES EN LA BOLSA DE VALORES DE EL SALVADOR. PERIODO 1992/1998.	
2. PROYECCION DEL NUMERO DE EMPLEADOS Y MONTO DE COTIZACIONES QUE MANEJARAN LAS ADMINISTRADORAS DE FONDOS DE PENSIONES.	
3. RENTABILIDAD DE PRINCIPALES BANCOS A SEPTIEMBRE DE 1998.	
□ BIBLIOGRAFIA	
□ NOTAS	



## LA TITULARIZACION Y SU CONTRIBUCION AL DESARROLLO DEL MERCADO DE CAPITALS

Por: FRANCISCO ANTONIO GUEVARA

### INTRODUCCION

La titularización es un tema que está adquiriendo connotación en el país en vista de la profundización que se está tratando de imprimir, tanto al incipiente Mercado de Valores nacional como al nuevo Sistema de Ahorro para Pensiones, que inició operaciones formalmente, el 15 de Abril de 1998. El Sistema de Pensiones requiere, especialmente en su inicio, de la existencia de una amplia oferta de títulos valores de rentabilidad y maduraciones acordes a la naturaleza de los recursos que administran los fondos de pensiones públicos y privados, a fin de evitar lo acontecido en otros países donde se ha establecido un Sistema de Pensiones Privado, de capitalización individual, donde generalmente solo han existido títulos gubernamentales y se ha experimentado una carencia de instrumentos privados para invertir<sup>1</sup>.

La titularización es una técnica financiera<sup>2</sup> ampliamente desarrollada en Estados Unidos, Canadá, Inglaterra, Francia, España, Japón y en menor escala en algunos países de América Latina como Colombia, Chile, México, Brasil, Argentina, Ecuador y Perú; y ha empezado a ser debatida y analizada su aplicación en nuestro medio, al considerarse que es uno de los mecanismos que puede contribuir al desarrollo del mercado de valores<sup>3</sup> de nuestro país, que aún no ha podido alcanzar los niveles deseados, tanto en volumen de transacciones como en la profundidad de dicho mercado, al no existir las condiciones para poder establecer un mercado secundario de títulos valores que se traduciría consecuentemente en el desarrollo del mercado de capitales.

Las cifras registradas por la sociedad Mercado de Valores de El Salvador, S.A., única Bolsa de Valores existente en el País, indican que desde su creación en 1992 hasta Septiembre de 1998, del total del volumen transado por 189 mil millones, el 79% fueron reportos, el 19% correspondió a emisiones en mercado Primario, y el mercado secundario apenas alcanzo el 2% (Anexo No. 1). Esta estructura, obviamente denota el estrecho desarrollo del mercado de valores tanto por su reducido tamaño como por la falta de liquidez que tienen los títulos cuando se requieren transar en mercado secundario; deteriorándose más esta situación por la desconfianza que se generó en el mercado desde 1997 y que aún persiste, con la quiebra de la financiera Finsepro, la crisis experimentada por la Financiera Fincomer y más recientemente con la quiebra del Banco Credisa en enero de 1999.

La superación de la problemática señalada del Mercado de Valores nacional es crucial para que el nuevo sistema de pensiones tenga éxito, ya que el volumen de recursos que estos manejarán será cuantioso y de exigibilidad de largo plazo. De tal forma que de no existir un mercado de valores con suficiente oferta de títulos para invertir, provocará que recursos de largo plazo idóneos para inversiones productivas se vayan a colocar en operaciones de corto plazo dentro del sistema financiero que se utilizará ineludiblemente para financiar consumo, que si bien es un rubro importante para la economía, no lo es en prioridad en relación con actividades económicas productivas.

Los emisores usan este tipo de financiación como una fuente de fondos alternativa o porque puede ser menos caro. Esto puede ser especialmente cierto en mercados emergentes, como América Latina y el Sur Este de Asia. En estas regiones la titularización puede proporcionar valiosos fondos cuando otras fuentes son escasas.<sup>1</sup>

Actualmente, las empresas e instituciones que por ejemplo, canalizan créditos para Adquisición de vivienda, Compra de vehículos, Tarjetas de Crédito, etc., tienen que recuperar esas inversiones muy lentamente dado los plazos a que han sido concedidos, afectando sus flujos de efectivo y limitando sus niveles de inversión; sin embargo,

---

<sup>1</sup> Standard & Poor's, Structure Finance Ratings, Securitization in Latin America. Abril de 1997, Pág. 8.

con la titularización de dichos activos, tales entidades podrían volver liquidas sus carteras de préstamos y cuentas por cobrar, y acelerar el ciclo de recuperación de tales inversiones para continuar proveyendo de mas financiamiento a sus clientes en la medida en que el mercado de valores se vaya desarrollando y beneficiarse al mejorar su nivel de apalancamiento.

Coyunturalmente en el país, el financiamiento Bancario ha resultado inclusive de menor costo al que se obtiene a través de la Bolsa de Valores; sin embargo, si se analiza en perspectiva, la globalización de los mercados financieros, a mediano y largo plazo, indica un proceso de desintermediación<sup>4</sup>, es decir, que se irá experimentando una tendencia por el financiamiento a través de Bolsa, el cual tenderá a acrecentarse y a obtenerse a costos menores o similares al financiamiento bancario tradicional.

En Estados Unidos de Norteamérica, el número de Bancos se ha reducido en aproximadamente un tercio en la última década y el porcentaje de participación de mercado de los bancos comerciales tradicionales y de las instituciones de ahorro y préstamo combinadas, se redujo de un 53% en 1980 a un 32% en 1995<sup>ii</sup>

Sobre este mismo aspecto, continua el autor antes mencionado, que " Los Bancos de inversión están aprovechando las enormes oportunidades evidenciadas por la creciente demanda de financiamiento y los amplios márgenes de intermediación de la banca tradicional. El fenómeno de Titularización (Securitización), en la cual se emiten títulos como un respaldo de activos o contratos financieros ha sido especialmente popular en los Estados Unidos donde un 60% de las hipotecas respaldan algún título valor en el mercado. Esta experiencia, esta siendo reproducida en todo el mundo y activos tan diversos como barcos, flotillas de vehículos, cuentas por cobrar de tarjetas de crédito y contratos de exportación son respaldados con títulos emitidos <sup>iii</sup>

La titularización de activos es entonces un mecanismo financiero utilizado en países desarrollados y emergentes,

---

<sup>ii</sup> Montiel, Eduardo Luis, El Fin de la Banca: Crónica de una muerte anunciada, Revista INCAE, Vol. IX No. 2, 1996, Pág. 6

<sup>iii</sup> Montiel, Eduardo Luis. Op. Cit. , Pág 7

que en nuestra región aún constituye una modalidad relativamente nueva que puede convertirse en una herramienta para dotar de liquidez a las empresas, especialmente de las entidades financieras, sin afectar los niveles de endeudamiento ni comprometer su solvencia, permitiendo el acceso a recursos de largo plazo, especialmente de los fondos previsionales y compañías aseguradoras.



## CONCEPTOS Y ANTECEDENTES

La titularización es una traducción de securitization (securitización) que es el término utilizado en Estados Unidos de Norteamérica y es conocido también como: titulización, bursatilización y valorización.

En el presente artículo, se utiliza el término titularización, por ser el más aceptado y difundido en Latinoamérica, especialmente en Colombia y México; sin embargo, se tratará de proporcionar varios conceptos surgidos de diversos autores y nacionalidades, que permita comprender el fenómeno.

La titularización, se define como el mecanismo mediante el cual, un conjunto de activos, con flujos de caja predecibles y verificables, se transforman en valores negociables a ser colocados en los mercados de valores, a través de oferta pública o privada<sup>iv</sup>

En forma más sencilla, la titularización consiste en mancomunar o, reunir un conjunto de activos, reagrupándolos para que sirvan de respaldo a la emisión de títulos valores o participaciones que son colocadas entre inversores. Es una fuente alternativa de financiación que permite la movilización de activos de los balances.<sup>v</sup>

En Chile se ha tenido una importante experiencia en la titularización de mutuos hipotecarios endosable y esta es conocida como securitización. La Securitización consiste en un proceso que persigue la transformación de una serie de títulos de inversión o de deuda, diversos en sus características individuales y de baja liquidez en un instrumento único de oferta pública que puede ser comprado por inversionistas institucionales (compañías de seguros de vida, AFP's, fondos de inversión, etc.) por estar regulados por una normativa específica.<sup>vi</sup>

James C. Van Horne, la define como valorización que implica tomar un activo no líquido, como una hipoteca residencial, integrarlo en un grupo de activos similares, y

---

<sup>iv</sup> Bazan Nuñez Liliana, Revista Valores, Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores, Colombia, N. 19, Sep. 1995, Pág. 60

<sup>v</sup> Lisoprawski Silvio V y Kiper, Claudio M.; Fideicomiso, Dominio Fiduciario. Securitización. 2ª. Edición 1996, Pág. 1

<sup>vi</sup> Etchegaray A., Alberto <http://www.iusanet.cl/contemporaria/noticias.html#seguridad>. 28/05/98.

luego emitir valores apoyados en el grupo de activos, mientras que originalmente la valorización de activos se refería a las hipotecas residenciales hacia la mitad y finales de los ochenta se extendió a los financiamientos de automóviles, a los documentos por cobro de tarjetas de crédito, a las hipotecas comerciales y a los contratos de arrendamiento. Además, se han hecho intentos por valorizar el crédito comercial y los prestamos comerciales. La razón de su difusión es que el costo total de transacciones de crédito son, con frecuencia, menores con la valorización de lo que son cuando una institución de depósito actúa como intermediario entre prestamistas y ahorradores. <sup>vii</sup>

En abril de 1998, la Bolsa de Valores de El Salvador, en noticia publicada en periódico El Diario de Hoy, la definió como: el proceso de transformación de activos financieros en emisiones de títulos valores. Los activos financieros consisten en carteras de créditos, hipotecas, flujos de recursos, pagos que se reciben periódicamente durante largos plazos. Los títulos valores, respectivamente, están garantizados con dichos activos, siendo estos valores negociables en los mercados bursátiles.

La securitización no debe verse como algo muy simple como por ejemplo equivalente al factoraje<sup>v</sup>. Esta es mucho más compleja y de una connotación financiera más importante. Así, se afirma que la securitización es un avance de tecnología financiera... ya que adoptando el marco conceptual de la ciencia económica, en el que todo cambio tecnológico es aquel en el cual el proceso en cuestión produce mejores resultados con menores recursos que antes, o un mejor servicio con los mismos insumos, concluimos que si bien la securitización es altamente sensitiva a definiciones regulatorias, tiene su esencia no en arbitrar regulaciones sino en la forma que redistribuye los riesgos entre los agentes económicos, por tanto es un neto avance en la disciplina financiera. y es de ahí que basa su mejor eficiencia que otras formas de la intermediación tradicional<sup>viii</sup>

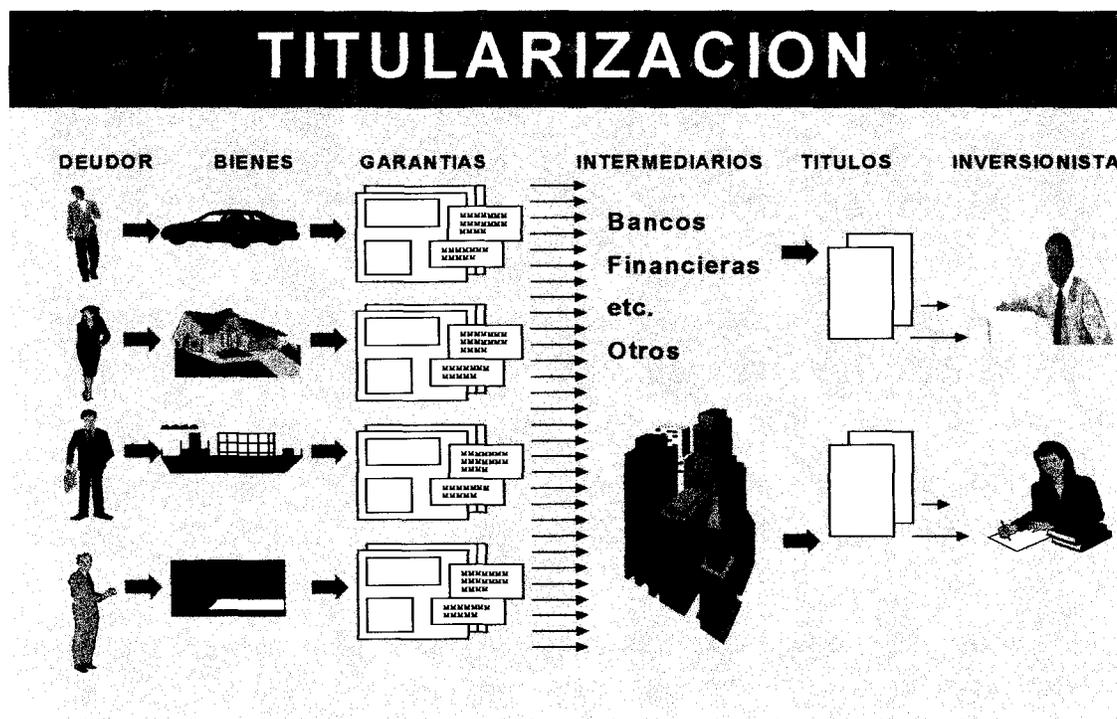
---

<sup>vii</sup> James C. Van Horner; Administración Financiera 9ª. Edición 1993, Pág. 563.

<sup>viii</sup> Corti, Carlos A.; La Securitización en los mercados emergentes, 9ª. Reunión Latinoamericana de Financiamiento de la Vivienda en Infraestructura, Montevideo, Uruguay, Noviembre de 1996 Pág. 2.

En forma gráfica y simplificada puede ilustrarse la securitización de la siguiente manera.

Gráfica No. 1



Fuente: Securitization: La Inversión del Futuro, Revista Aporte, Lima, Superintendencia de Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones, No.2 Octubre 1994. Página 31 (modificado).

Como puede observarse, en la Titularización intervienen deudores que han adquirido bienes de diversa índole a través de préstamos para lo cual se han emitido diferentes tipos de garantías, como hipotecas, pagarés, letras de cambio, etc., los cuales los intermediarios como los Bancos, Financieras u otros tipos de acreedores pueden vender a otro tipo de entidades denominados vehículos de propósito especial para que emitan títulos respaldados en ese tipo de garantías, los que son adquiridos por inversionistas de diversos tipos. La forma detallada en que opera la titularización se tratará mas adelante.

Para poder abordar con responsabilidad un tema financiero como la titularización en el país, y poder debatir sobre su aplicación, es necesario conocer las experiencias que diferentes economías tanto desarrolladas como emergentes han tenido.

El concepto de titularización o securitización de carteras hipotecarias, nació y se desarrolló en los Estados Unidos a partir de 1970, cuando la Government National Mortgage Association (GMNA o Ginni Mae) desarrolló el Pass Through Securities, un título garantizado por préstamos hipotecarios de viviendas unifamiliares. Las hipotecas que respaldaban estos títulos valores estaban garantizadas por el Gobierno Norte Americano. Posteriormente comenzaron a operar con estos instrumentos bancos y sociedades de distinta índole. Actualmente, el mercado de securitización de hipotecas en los Estados Unidos maneja un monto de 4 trillones de dólares y es el más grande con la excepción de los treasuries gubernamentales.<sup>ix</sup>

La referida GMNA es un organismo del Gobierno Federal que garantiza el pago puntual del capital y renta debidos a los tenedores de certificados de participación en activos hipotecarios. La liquidez de dichos títulos se la da un aceitado mecanismo secundario por medio de la cotización de esos papeles. En 1971, la Federal Home Loans Mortgage Court (FHLMC o Freddie Mac), una entidad oficial o agencia del Gobierno Federal, desarrolló los mencionados certificados de participación (PC). En 1981, con el objeto de crear un mercado secundario que diera liquidez a los créditos hipotecarios, la Federal National Mortgage Association (FNMA o Fannie Mae), emitió los Mortgage Baked Securities (MBS). Los certificados tuvieron en todos los casos el respaldo de carteras de préstamos garantizados por hipotecas

El desarrollo de la titularización en Europa ha sido utilizado como un mecanismo para transferir riesgos, mientras que en Estados Unidos, se ha desarrollado como un instrumento de captación adicional, porque los bancos estaban preparados para reestructurar sus balances (o sea buscando incrementar su leverage fuera de balance)<sup>6</sup>. Mientras que la titularización en Estados Unidos que comenzara con los préstamos para vivienda, se baso

---

<sup>ix</sup> La Nación Line, Proponen incentivar la securitización de hipotecas, Argentina.  
<http://www.lanacion.com.ar>.



principalmente en modelos matemáticos de manejo de cartera fuera de balance, en Europa por el contrario el énfasis fue puesto no en los modelos de manejo de estas carteras, sino en los aspectos legales y reglamentarios. El gran crecimiento de la securitización en países europeos se ha explicado ya sea por las fusiones y adquisiciones, donde la securitización ha reemplazado la deuda bancaria tradicional o en la solución de problemas complejos de finanzas corporativas por el cual se desagregan la variedad de cashflows, transformando un negocio complejo por más difícil que sea de comprender en algo más manejable.<sup>x</sup>

En cuanto a la experiencia que se ha tenido en Europa, Asia y Latinoamérica se puede presentar el siguiente resumen:

Inglaterra. Es tal vez, el país de mayores desarrollos de titularización en Europa. Las hipotecas se han titularizado con mucho éxito desde el año 1977, lo mismo que otros tipos de préstamos. La titularización de hipotecas en Inglaterra se ha hecho a través de la figura de las sociedades especializadas de objeto social único (las "bankruptcy-remote companies"), o sea que toma la forma de estructura de flujo de caja bajo la modalidad de "pay through" de los Estados Unidos. La administración de la cartera titularizada y sus flujos de caja la contratan con la misma entidad originadora; sin embargo, introducen la figura del "trustee", o agente del fideicomiso, quien hace las veces de representante de los inversionistas ante el ente originador y emisor, y a quien se le entrega la cartera titularizada para su protección en beneficio de los inversionistas.<sup>xi</sup>

Francia. En Francia se legisló para darle un marco legal a la titularización. La Ley 88-1201 de diciembre 23 de 1988, creó los "Fonds Commun de Creances" o sea fondos comunes contra los cuales se emiten títulos de propiedad. En consecuencia, la titularización toma la forma de la estructura de flujo de caja bajo la modalidad "Pass through" de los estados Unidos. La primera emisión estructurada en Francia, combinó las modalidades de pass

---

<sup>x</sup> Corti, Carlos A. Op. Cit. Pag.6

<sup>xi</sup> Aristizabal Tobón, Gustavo, Introducción a la Titularización de Activos, Bolsa de Medellín, Ediciones Bancarias y Financieras Ltda., 1ª. Edición Pág. 29.

through, con una emisión dividida en cuatro series o sea similar a una "CMO" de los Estados Unidos la cual se estructura bajo la modalidad "pay through". La Ley Francesa estipula la intervención de una sociedad evaluadora de riesgo y consagra los siguientes apoyos crediticios: a) la emisión prioritaria/subordinada; b) el exceso de colateralización de cartera y c) la garantía de una entidad crediticia independiente.<sup>xii</sup>

Japón. A pesar que internamente no se ha desarrollado tanto como en Estados Unidos o como en Europa, el mercado Japonés con uno de los mayores potenciales del mundo se ha beneficiado ampliamente de la titularización. Los bancos nipones, a través de sus filiales en los Estados Unidos han originado este tipo de operaciones, e internamente urgen la necesidad de comenzar a originar transacciones de titularización, dadas las normas sobre activos de riesgo/patrimonio impuestas en épocas recientes. Las sociedades especializadas en titularización ("bankruptcy-remote"), filiales de bancos multinacionales, compran grandes volúmenes de cartera de empresas japonesas, las someten al proceso de transformación y luego venden la emisión en los principales mercados de capitales fuera de Japón.<sup>xiii</sup>

España. En 1992, se sanciona una ley que es la que permite efectuar securitizaciones, al establecer que las participaciones hipotecarias son los títulos mediante los cuales se hace participar a terceros de todo o parte de uno o varios créditos hipotecarios de las carteras de las entidades financieras, permitiendo eliminar del balance la parte del préstamo hipotecario que se cede. También se crearon los bonos de titularización hipotecaria, que son valores de renta fija caracterizados por tener una gran flexibilidad en cuanto a su emisión, tipo de interés, plazos y formas de amortización. Los bonos constituyen la parte pasiva de los fondos de titularización hipotecaria mientras que la parte activa está integrada por las participaciones hipotecarias. Por su parte, el Fondo se caracteriza por constituir un patrimonio separado y cerrado

---

<sup>xii</sup> Aristizabal Tobón, Gustavo, Op. Cit. Pág. 29

<sup>xiii</sup> Aristizabal Tobón, Gustavo, Op. Cit. Pág. 29

es decir que el conjunto de participaciones es igual al conjunto de bonos emitidos.<sup>xiv</sup>

El desarrollo de la Titularización en países Latinoamericano tuvo sus inicios en la década de los ochenta. Así se tiene que muchas compañías en diferentes países están emitiendo instrumentos de deuda respaldados por activos financieros diversos y colocándolos en los mercados de valores locales e internacionales, siendo una síntesis de su experiencia la siguiente:

Colombia. Es el país pionero y con mayor experiencia. Hasta el 31 de marzo de 1997, la Superintendencia de Valores ha autorizado procesos de titularización que suman US\$725,043 millones. Por tipo de título las de cartera hipotecaria lideran las autorizaciones con 41.9 % del total... sin duda alguna, en Colombia los procesos de titularización inmobiliaria han sido los de mayor popularidad, mientras que los de otros activos generadores de un flujo de caja están apareciendo en el mercado.

Es de resaltar que la cartera hipotecaria ha sido líder con US\$304,174 millones del total de las titularizaciones autorizadas y han tenido gran acogida en el mercado ya que han sido emisiones con la mejor calificación (AAA). En síntesis las titularizaciones han sido realizadas en los siguientes rubros: fondos inmobiliarios, inmuebles, proyectos inmobiliarios, cartera hipotecaria, cartera comercial, documentos de contenido crediticio, flujos futuros de caja, y otros.<sup>xv</sup>

Chile. La creación de la titularización en Chile, tiene su marco legal en la Ley de Valores No.19,301 de marzo de 1994 los capítulos relevantes que contiene dicha ley se refieren a las sociedades securitizadoras; a las emisiones de bonos de largo plazo y a la clasificación de riesgo. Además de la securitización se contempla el refuerzo de la Ley de Leasing habitacional (Ley 19,281 de 1993) dentro de la cual las sociedades securitizadoras emiten bonos respaldados con los activos que conforman las viviendas y sus respectivos contratos de arrendamiento.

---

<sup>xiv</sup> UNIAPRAVI, CELEH, Securitización de Carteras Hipotecarias, Iniciativas y experiencias Latinoamericanas y extraregionales. 1996 Pág. 18

<sup>xv</sup> Titularización. Herramienta para aumentar el ahorro, un producto en maduración, Revista Integración Financiera, Santa Fe de Bogotá, No.75, Abril 1997. Pág. 25.

Dentro de la operatoria de la securitización se ha definido que los instrumentos securitizables son: letras hipotecarias, mutuos hipotecarios, contratos de leasing habitacional y otros que determine la autoridad reguladora. Asimismo se requiere dos clasificaciones de riesgo y patrimonio separado libre de otras acreencias.<sup>xvi</sup>

A finales de 1998 operaban 6 empresas securitizadoras con autorización de funcionamiento, y solo una de ellas ha concretado sus operaciones de securitización por montos cercanos a los US\$40.0 millones con respaldo de mutuos hipotecarios endosables.

Argentina. La securitización encuentra su principal amparo legal en la Ley No. 24,441, Ley de Financiamiento de la Vivienda y la Construcción, promulgada en enero de 1995, que reforma el régimen de financiamiento y organización del sector vivienda. La puesta en marcha de este mecanismo en este país demanda, por un lado, contar con una serie de instrumentos jurídicos que no estaban regulados en el derecho argentino y, por otro lado, eliminar, por vía legal, algunos impedimentos en la cesión y ejecución de créditos hipotecarios. En este contexto, el Banco Hipotecario Nacional -hoy Banco Hipotecario S.A.- asumió el papel de liderazgo en el mercado secundario de hipotecas y en el proceso de securitización de éstas.

A Noviembre de 1998, el Banco Hipotecario ha concertado tres operaciones de securitización de hipotecas fuera de su balance (off balance sheet) en dólares, en octubre de 1996 y en mayo y octubre de 1997, por un monto combinado de US\$196 millones, sobre la base de 19,528 hipotecas originadas por el propio Banco en su antigua operatoria. Las tres emisiones en dólares fueron colocadas íntegramente en el mercado internacional de capitales, siendo así Argentina el primer país latinoamericano en colocar títulos-valores con respaldo de hipotecas en el mercado internacional; mientras que las dos emisiones en pesos estuvieron dirigidas a inversionistas institucionales nacionales. En las emisiones en dólares, la administración de los créditos esta a cargo de los bancos minoristas con administración general a cargo del Banco Hipotecario

---

<sup>xvi</sup> La Securitización en Chile, IX Reunión Latinoamericana del Financiamiento de la Vivienda y la Infraestructura. Banco Hipotecario del Uruguay. Montevideo, Uruguay, Noviembre de 1996.

(master servicing), mientras que en las emisiones en pesos queda a cargo del Banco.<sup>xvii</sup>

Brasil. Se viene impulsando la creación de un mercado secundario de hipotecas como parte del establecimiento de un nuevo Sistema de Financiamiento Inmobiliario, al amparo de la Ley No.9,514 de noviembre de 1997. Para este propósito, dicha legislación contempla la institución de un nuevo título de crédito -Certificado de Recebíveis Imobiliários (CRI), el establecimiento de reglas para la creación de compañías securitizadoras, el procedimiento para la securitización de créditos inmobiliarios, la implementación del régimen fiduciario sobre los créditos inmobiliarios y la introducción de la figura de la alienación fiduciaria de inmuebles, instrumento fundamental para la garantía efectiva de las operaciones de financiamiento inmobiliario.

El CRI es un título-valor que habrán de emitir las compañías securitizadoras con el respaldo de créditos inmobiliarios, creado para la captación de recursos de inversionistas institucionales, con plazos compatibles con los del financiamiento inmobiliario. La legislación establece que las compañías securitizadoras, siguiendo el exitoso modelo de empresas similares en Estados Unidos, serán organizadas en la forma de sociedades por acciones, de naturaleza no financiera, y tendrán como finalidad la adquisición y securitización de créditos inmobiliarios en general y la emisión y colocación del CRI en el mercado de capitales. Hasta el momento, un conjunto de 38 bancos agrupados en la Asociación Brasileña de Entidades de Crédito Inmobiliario y de Ahorro (ABECIP) ha establecido una empresa, una suerte de *Fannie Mae* brasileña denominada CIBRASEC (companhia Brasileira de Securitizacao), que será responsable de la adquisición de créditos inmobiliarios y la venta de títulos valores con respaldo de hipotecas a inversionistas. Esta empresa ha realizado, a la fecha, una operación de adquisición de créditos.<sup>xviii</sup>

---

<sup>xvii</sup> Lozano Vicente y González M. Gerardo, *Financiamiento de Vivienda y Securitización de Hipotecas en América Latina, The Development of Mortgage Securitization in Latin America and the Caribbean*, Conferencia del BID, Washington, D.C. Estados Unidos, Noviembre de 1998  
Pág.14 y 15.

<sup>xviii</sup> Lozano Vicente y González M. Gerardo, *Op.Cit.* Pág. 16 y 17.



México. Aunque en México no existe un proceso de titularización a gran escala, ha habido un número de diferentes transacciones que caen dentro de la definición general de titularización. Estas transacciones se han dirigido típicamente hacia los mercados internacionales de capital.

La mayoría de las transacciones de titularización que han ocurrido en México hasta la fecha son transacciones a cobrar a futuro, generalmente flujos de efectivo en dólares viajando fuera de las fronteras del país originante, que son financiamientos asegurados garantizados por cuentas por cobrar en dólar que pueden ser aisladas fuera de México... La forma típica de las transacciones fuera del país originante, por cobrar a futuro en dólares son las titularizaciones de las tarjetas de crédito hechas por varios bancos ... otro tipo de transacción de titularización en México es el negocio en paquete de varios tipos de valores gubernamentales mejicanos... un ejemplo de transacciones que han involucrado un mecanismo de emisión mejicano ha sido la titularización de peaje de carreteras hechos por Tribasa y el Gobierno Mejicano. Las titularizaciones de peaje de carreteras usaron fideicomisos establecidos bajo la ley mejicana que emitieron certificados de participación ordinaria principalmente a los inversionistas extranjeros.<sup>xix</sup>

Ecuador. Se ha creado la Compañía de Titularización Hipotecaria (CTH), entidad financiera de segundo piso especializada en la adquisición y securitización de créditos hipotecarios, conformada en su accionariado por 25 instituciones financieras privadas y por el estatal Banco Ecuatoriano de la Vivienda. La CTH se encuentra comprometida actualmente en un modelo de gestión provisional para efectuar operaciones de compra de cartera hipotecaria.<sup>xx</sup>

Perú. La titulización de activos como allí se conoce está explícitamente normada por los Decretos Legislativos No. 861 (Ley de Mercado de Valores) y No 862 (Ley de Fondos de Inversión y sus Sociedades Administradoras), ambas de

---

<sup>xix</sup> Housing Finance International, Legal and Regulatory Issues Related to Securitization in México: An Analisis. Pág. 30.

<sup>xx</sup> Lozano Vicente y González M. Gerardo, Op.Cit. Pág. 17 y 18.

octubre de 1996, y la Resolución CONASEV No.007-97-EF (Reglamento de los Procesos de Titularización de Activos) de enero de 1997. Esta legislación contempla el establecimiento de sociedades titularizadoras encargadas de emitir los títulos-valores con respaldo de activos transferidos por los originadores y que son constituidos en Patrimonios de Propósito Exclusivo, a noviembre de 1998 solo existen dos sociedades titularizadoras y existe otra por iniciar sus operaciones; además el "nuevo" mercado primario de hipotecas, surgido luego del control de la hiperinflación y con hipotecas originadas en dólares, aún es muy incipiente, sobre todo en relación con el tamaño relativo de la economía.<sup>xxi</sup>

Como puede apreciarse los procesos de titularización en América Latina, a excepción de Colombia y Argentina, se encuentran en una fase muy limitada, al contar solo con el marco regulatorio o haber experimentado con operaciones de titularización en volúmenes poco significativos. Un aspecto importante es que en casi todas las experiencias, en su inicio se encuentran, por ejemplo para el caso de la titularización de hipotecas inmobiliarias, con la falta de estandarización en los contratos, diferencias en el tratamiento tributario de los rendimientos de los valores titularizados en relación a otras opciones de inversión en el sistema financiero; deficiencias en los procesos legales para la recuperación de las garantías de los prestamos, etc. Sin embargo, algo en común de la mayoría de países que están realizando esfuerzos para introducir la titularización o desarrollando emisiones de valores titularizados es que cuentan con sistemas previsionales de capitalización individual, tales son los casos de Chile como pionero, Colombia, México, Argentina y Perú.

## **TITULARIZACION Y MERCADO DE CAPITALES**

Como se mencionó al inicio la titularización es una técnica financiera cuya práctica se está popularizando en diferentes países latinoamericanos, al considerarse que contribuye al desarrollo de los mercados de valores y consecuentemente a los mercados de capitales,

---

<sup>xxi</sup> Lozano Vicente y González M. Gerardo, Op.Cit.. Pág. 18.

especialmente, en los últimos veinte años, en que se han experimentado transformaciones de los sistemas de pensiones latinoamericanos cuyo inicio fue marcado por la experiencia chilena, lo que se ha reproducido y desarrollado con algunas variantes en Colombia, Argentina, Perú, México y últimamente en El Salvador.

El volumen de recursos que requieren ser invertidos en títulos valores es de tal magnitud que se vuelve imprescindible que las empresas financieras y comerciales y todas aquellas que manejen activos con garantías y flujos de fondos predecibles puedan beneficiarse con ese tipo de recursos de origen interno, cuya característica de largo plazo permitirían a las entidades que los usen, el poder desarrollar actividades productivas especialmente de largo plazo.

Los mercados de capitales<sup>7</sup> son el ámbito económico donde se transan los títulos valores producidos por la titularización de activos; también conocido como mercado de valores, el mercado de capitales permite a las empresas y al Estado formar capitales a mediano y largo plazo, con el propósito de financiar sus actividades.

En su connotación económica el proceso de globalización de los mercados financieros está privilegiando esta técnica de financiación ya que está permitiendo que no solo los instrumentos financieros emitidos en los Estados Unidos sean los mas transados internacionalmente sino que una vez se supere todas las limitantes y se llenen las formalidades implícitas en un proceso de titularización de activos, que fondos internacionales demanden títulos generados en economías latinoamericanas o que estos puedan ser transados en Bolsas internacionales, tal es el caso de Argentina y Colombia.

Según Silvio Lisoprawski y Claudio M. Kiper, en su obra Fideicomiso, Dominio Fiduciario, Securitización, la securitización ha revolucionado los mercados de valores de diversos países del mundo, fenómeno que trasciende las fronteras y actúa en los procesos de globalización e integración de los mercados nacionales e internacionales. Estos procesos, de inculcable importancia, impulsan la transformación y la incorporación de nuevos instrumentos en las economías nacionales, así como el vigoroso crecimiento del mercado de capitales como alternativa más económica de

acceso a fuentes de financiamiento y desde la perspectiva de la producción, como impulso a la propensión al ahorro como remedio al desequilibrio entre la oferta y la demanda en el mercado de valores...Las fuentes alternativas de financiamiento, mediante los recursos que suministra el mercado de capitales alimentado por la inversión en títulos valores resultantes de los procesos de securitización, llevan paulatinamente a la ansiada reducción de costos financieros, en una economía cada vez mas abierta y competitiva. El inversor en estos títulos, ya sea institucional como los fondos de pensión o el simple ahorrante, tiene la posibilidad de obtener mayor rentabilidad y mayor diversidad para armar sus portafolios de colocaciones.

Según los autores antes citados, todos en definitiva se benefician con la titularización. El originador de los activos a titularizar consigue por medio del proceso sustituir en su balance activos de baja liquidez e inmovilizados por activos disponibles y líquidos. Tratándose de establecimientos de crédito esa sustitución modifica la ecuación del patrimonio técnico a activos ponderados por su nivel de riesgo. Según las normas de Basilea, se establece una relación que vincula a los activos ponderados por su nivel de riesgo al patrimonio de la institución, de tal forma que a mayor nivel de riesgo corresponden mayores exigencias patrimoniales. Si los activos salen fuera de la propiedad de la institución financiera en virtud de la titulización, su capacidad de dar nuevos créditos se ve aumentada... en definitiva, la securitización será un instrumento clave en el proceso de desintermediación bancaria, y en la obtención de financiamiento a mediano y largo plazo. Particularmente como vehículo para la canalización del ahorro por medio de los fondos de pensión, necesitados de colocaciones que ofrezcan mayor seguridad que la que brindan los papeles tradicionales, mas sujetos a la volatilidad de los precios y a la incertidumbre acerca de sus rendimientos.

#### **TIPOS DE ACTIVOS A TITULARIZAR**

Los activos deben tener diferentes características especiales que permitan considerarlos en la titularización, de acuerdo a J. Rigoberto Parada Daza, estas son:

- a) Flujos de caja predecibles: con el fin de que se puedan estimar con relativa certeza los ingresos del securitizador y, por ende, el riesgo del instrumento que este emita, se necesita conocer el porcentaje de morosidad y de recuperabilidad de los créditos, lo que deben ser idealmente bajos.
- b) Calce o concordancia temporal entre la amortización de capital e intereses del título emitido, y los flujos que generan los activos que lo respaldan. La idea es constituir un título que responda a los requerimientos, principalmente del inversionista institucional, puesto que este tipo de inversores deben, por exigencia legal, responder a miles de terceros de la administración de sus fondos, para lo cual es muy importante que en los valores en que inviertan tengan claramente establecidos los plazos y vencimientos de forma consistente con una buena administración del riesgo financiero.
- c) Valor de liquidación alto de los activos. Esto implica que los activos que son objeto del crédito del originador, es decir, el riesgo de incobrabilidad, por el lado del tenedor o inversionista, tiene que ser bastante bajo en caso de insolvencia del deudor. Y
- d) Rentabilidad de los activos securitizables mayor que la de los títulos que lo representen. Esto con el objetivo que se origine un flujo permanente, aunque no necesariamente constante tanto para el securitizador como para el inversionista, de manera de generar un flujo positivo para aquel que origina, para asegurar el 100% del pago de la obligación al inversionista, puesto que un mayor rendimiento en el origen de los activos securitizados garantizan un excedente con respecto al títulos emitido.<sup>xxii</sup>

El tipo de activos que pueden ser objeto de titularización, deben provenir principalmente de instituciones financieras, empresas de seguros, empresas que proporcionen crédito al consumo, empresas de servicios

---

<sup>xxii</sup> Parada Daza, J. Rigoberto, Instrumentos de Financiamiento e Inversión, Factoring, Leasing, Securitización y ADR, Chile, 1995 Pág. 88,89.



públicos, empresas que proporcionen arrendamientos financieros; y los activos generalmente utilizados son los siguientes: créditos hipotecarios, préstamos para automóviles, contratos de arrendamientos, cuentas por cobrar derivados de contratos de exportación, tarjetas de crédito, pólizas de seguros, facturas comerciales, tarifas telefónicas, servicios de agua y luz. A estos se agregan, de acuerdo a la experiencia colombiana, la titularización de proyectos inmobiliarios.

### **FORMAS DE TITULARIZACION**

Como ya se ha señalado la titularización tuvo su origen y ha tenido su mayor desarrollo en los Estados Unidos de Norte América, especialmente con los títulos respaldados por hipotecas conocidos como Mortgage Backed Securities (MBS). De conformidad con la bibliografía consultada en dicha experiencia se han desarrollado principalmente los siguientes tipos de títulos valores: Pass-Through; Bonos con respaldo de activos (Asset Backed Bonds); y Pay Throughs Bonds (securities).

**Pass-Through.** El Pass-Through constituyen el tipo más popular de MBS. Los Pass Through son títulos-valores en los cuales el capital, los intereses y los pagos son hechos directamente a los inversionistas del título cada mes en forma prorrateada en la medida que se reciben los pagos.

El término Pass-Through, describe como el emisor del título distribuye el flujo de caja de la hipoteca a los inversionistas. En la medida que se recibe de los prestatarios los pagos del capital, intereses y pagos anticipados, ellos son trasladados a los inversionistas hacia una fecha de remisión especificada de modo tal que el momento en que se efectúan los pagos de la hipoteca esta relacionado directamente con la remisión de pagos a los inversionistas.

En esta modalidad de titularización, la cartera de créditos que forma parte de los activos de la empresa se vende a una sociedad securitizadora. Estos nuevos títulos financieros representan propiedad directa de una cartera de créditos hipotecarios o de créditos comerciales.

Las carteras securitizadas, al igual que lo que ocurre con los fondos de las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP's), son un patrimonio separado del patrimonio de la sociedad securitizadora y en base a estos se emiten y colocan en el mercado instrumentos de deuda, generándose derechos y obligaciones cuando son adquiridos por los inversionistas. Cuando los valores respaldados por activos son colocados en el mercado y el dinero ha sido recepcionado, entonces este se destina al financiamiento de la cartera adquirida.

La propiedad sobre la cartera de créditos hipotecarios es del inversionista, por lo tanto los Pass-Through no constituyen obligaciones del acreedor original, por lo mismo, no aparecen en los estados financieros de estos.

Los pagos periódicos tanto de intereses como del principal están garantizados por el emisor por esta razón los inversionistas prácticamente no enfrentan ningún riesgo de crédito y, la existencia de un mercado secundario activo les asegura un alto grado de liquidez

**Bonos con respaldo por activos (Asset Backed Bonds, ABB).** Esta modalidad de títulos valores es la más similar al tradicional préstamo con garantía en activos, en este tipo de titularización al igual que el Pass-Through, se emite un valor respaldado por un conjunto de créditos. Estos constituyen una obligación del emisor por lo que el conjunto de créditos utilizados para emitir el título valor permanece como activo en el balance del emisor y los ABB constituyen un pasivo. Por otro lado los flujos de caja que provienen de las garantías, o sea la deuda hipotecaria no se destinan directamente a los inversionistas, este tipo de bonos usualmente se sobre garantizan, es decir, la garantía es evaluada trimestralmente y si su valor esta por debajo del nivel prescrito en el bono deben agregarse a la deuda más créditos.

**Pay Throughs Bonds (securities).** En este tipo de titularización se combinan características de los Pass-Through con algunas de las ABB, estos títulos respaldados por créditos aparecen en el balance del emisor como deuda al igual que los ABB. Los flujos de caja que genera la cartera de créditos se destinan directamente a los inversionistas, de manera similar a lo que ocurre con los Pass-Through.

El poseedor de la cartera de créditos inicial, por ejemplo un banco, mantiene la propiedad de la cartera crediticia, usándola como garantía para emitir instrumentos financieros de deuda, que por supuesto aparecerán en su balance como pasivos, en este caso el banco es quien administra la cobranza y transfiere el dinero proveniente de las recuperaciones a los inversionistas

Los plazos que se estimen de los préstamos hipotecarios usados como base para emitir los bonos, se dedican al cumplimiento del servicio de los cargos financieros, que incluye la amortización del préstamo y los intereses que demandan los bonos adquiridos por los inversionistas. Así, una parte de los flujos de caja de los préstamos hipotecarios se pasa desde el emisor hacia el poseedor definitivo del bono.

Existen otros tipos de deuda securitizada como: los Certificates of Autbacked Securities (CAR), que consisten en titularización de créditos automotrices y son Pass-Through en los cuales el interés y la cuota de amortización del préstamo automotriz original son traspasados al tenedor del instrumento; los Certificates of Amortizing Revolving Debts (CARD), consisten en la securitización de las cuentas por cobrar de tarjetas de crédito utilizando la modalidad de Pass-Through; los Lease Receivables Backed Securities, este tipo de titularización corresponde a activos provenientes de cuentas por cobrar de leasing y créditos comerciales y operan en forma similar a los ABS; la Securitización sobre Ingresos Futuros, que está basada en futuras cuentas por cobrar, pudiéndose explicar como una extensión de los mercados de futuro financiero siendo aplicable a empresas que otorgan servicios de largo plazo, principalmente de servicios públicos y tarjetas de crédito; y Securitización en el contexto internacional relacionado especialmente a emisión de instrumentos en moneda extranjera, incluyendo la titularización de pasajes aéreos, cuentas por servicios telefónicos internacionales o ingresos futuros por contratos de exportación de largo plazo.

## **PARTICIPANTES EN UN PROCESO DE TITULARIZACION**

La titularización requiere para su operación de la participación de varios agentes con funciones específicas dependiendo de la estructura que se adopte; de acuerdo a las diferentes experiencias que han podido ser analizadas, en un proceso de titularización bajo la modalidad de Pass-Through pueden ser los siguientes:

1. Originador (Originator). Es la empresa que requiere del financiamiento y es el propietario de los activos que se venderán a otra entidad cuyo giro es la titularización. Usualmente los originadores cumplen con los siguientes aspectos: conceden créditos garantizados por mutuos hipotecarios, letras, pagares y otros; manejan un volumen significativo de ventas y una cartera de créditos grande y homogénea orientada a un mercado específico y objetivo de características similares; tienen un alto nivel de endeudamiento y no desean emitir títulos directamente.
2. Titularizador o Emisor (Issuer). Es el agente que adquiere los activos y emite los títulos con respaldo de dichos activos, que generalmente no tienen liquidez, en el corto plazo este tipo de agentes son denominados vehículos de propósito especial (VPE). Este emite títulos en los mercados de capitales y debe estructurarse como "remoto de quiebra", es decir capaz de respaldar el pago de los derechos conferidos a los titulares de los valores emitidos, con cargo a dicho patrimonio autónomo, de forma de ganar aceptación en el mercado.

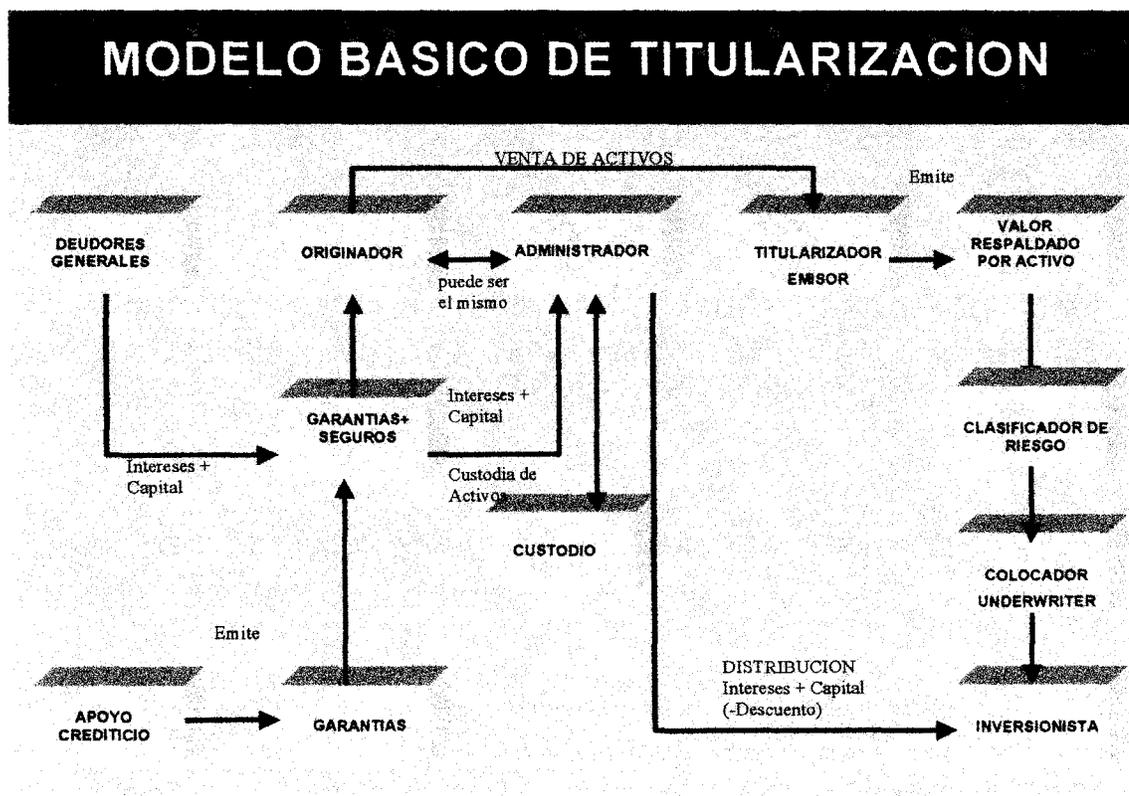
El emisor separa los riesgos del originador de aquellos provenientes de los activos que respaldan la emisión de forma que el riesgo vinculado al originador no se traslade hacia los valores titularizados. En resumen el emisor es el que representa mediante la emisión de los títulos respaldados por activos, los créditos del originador en un título homogéneo y transable en el mercado secundario.

3. Administrador (servicer). El administrador de los activos titularizados puede ser el propio originador o un tercero independiente de los demás participantes, tiene la función de administrar los activos y captar los flujos de efectivo que se originen de ellos y tiene la responsabilidad de cobrar y canalizar los pagos efectuados por los deudores originales, tanto en intereses y principal sobre los activos hacia los inversionistas.
4. El Colocador de los títulos (Underwriter). Este puede ser una casa corredora de bolsa, un banco de inversión que se vincule con el emisor mediante un contrato de Underwritten, para la colocación de los títulos valores en la oferta pública o privada.
5. El Inversionista. Son las personas que adquieren los títulos valores quienes están respaldados por los derechos sobre el flujo que genera la cartera por los instrumentos securitizados. Tales inversionistas pueden ser: Administradoras de Fondos de Pensiones, Compañías de Seguros, Fondos Mutuos, Fondos de Inversión y otras instituciones financieras e inversionistas individuales.
6. Apoyo Crediticio (Credit enhancement). Para contar con un mayor respaldo que proteja a los inversionistas ante el riesgo de no pago, se tienen apoyos crediticios que pueden ser bancos o compañías de seguros que otorguen garantías adicionales a las que representan los mismos activos titularizados, reduciendo los niveles de riesgo y mejorando la calificación de los títulos.
7. Clasificador de Riesgo. Emite una clasificación de riesgo de los títulos valores que se emiten, proporciona una opinión sobre el grado de certeza que se tiene en el pago de los títulos valores. Existe una metodología rigurosa y estandarizada que estas entidades utilizan. Este aspecto se considera crucial para la confianza de los inversionistas siendo importante la existencia de estos agentes para el desarrollo del mercado de valores.

8. Otros participantes. Dependiendo de la complejidad de la estructura que se adopte para la titularización puede mencionarse la custodia o depositarios de los títulos valores, función que podría ser desarrollada también por el administrador.

Para una mejor ilustración se presenta un gráfico básico de titularización fundamentado en la modalidad de Pass-Through.

Gráfica No. 2



Fuente: Artículo Nueva Estructura Financiera: La Titularización de Activos. Revista Valores, Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores, No.19. Septiembre de 1995 (Modificado).

### VENTAJAS Y DESVENTAJAS DE UN PROCESO DE TITULARIZACION

Entre los beneficios de la titularización en países latinoamericanos, se tiene el de obtener por parte del originador menores costos y adecuada rentabilidad para el

inversionista, por lo que se afirma que la titularización tiene sentido si el costo de los recursos, reflejado en la tasa de interés que paga el vehículo de propósito especial o emisor a sus inversionistas, es menor que el costo del financiamiento del originador por fuentes directas. El costo menor para el emisor se transfiere al originador por pagar un precio mas alto por las cuentas por cobrar o activos del originador. El objetivo de la titularización, por lo tanto es obtener fondos de los mercados de capitales a costos reducidos mediante la separación de todas o parte de las cuentas por cobrar o activos del originador de los riesgos inherentes al mismo originador.<sup>xxiii</sup>

No obstante el enfoque estrictamente financiero mencionado anteriormente, la contribución principal de la Titularización esta dada en que la oferta de instrumentos de deuda que se lanzan al mercado son títulos con garantías reales que tienen un menor riesgo para el inversionista y son producidos en un proceso formalmente riguroso.

Entre los principales beneficios o ventajas de la titularización que diversos autores mencionan están:

- Permite a las entidades financieras disponer de nuevos recursos para realizar operaciones de crédito, es decir, que estas al vender sus carteras disminuyen la relación de activos de riesgos/patrimonio, sin necesidad de aumentar este ultimo, ampliándose así la capacidad prestable de estas entidades.
- Separa los procesos de captación y colocación de tal forma que las entidades originadoras de créditos se especializan mas en otorgar créditos, obteniéndose así importantes economías de escala.
- Permite un menor manejo de riesgo de las entidades financieras tales como el riesgo de posibles desequilibrios de la tasa de interés y el plazo de captación y colocación, el riesgo de concentración de cartera y los riesgos de eficiencia por desfase entre captación y colocación.

---

<sup>xxiii</sup> Boletín ALIDE, Julio-Agosto 1997, Artículo Vivienda Pág. 12.

- La titularización al brindar una mayor disponibilidad de recursos, genera una disminución del costo del endeudamiento que otras alternativas tradicionales, por ejemplo, para los demandantes de crédito habitacional; y para los inversionistas este mecanismo proporciona diversificación de riesgo generando un mejor nivel de remuneración por sus recursos y proporcionando liquidez al ser títulos negociables en mercados secundarios.
- Permite un mayor flujo de fondos de largo plazo para actividades productivas que requieren de financiamiento con esas características, especialmente el del financiamiento habitacional, permitiéndoles además el cumplimiento de las normas regulatorias de apalancamiento basadas en el Acuerdo de Basilea, según el cual el crecimiento futuro de la actividad crediticia deberá ser proporcional al crecimiento del patrimonio de las instituciones.
- Proporciona un instrumento de menor riesgo y eventualmente de plazos mayores que los activos que los respaldan. En el primer caso al aislarlos del originador, y en el segundo frente a la posibilidad de reestructurar la distribución de los flujos de fondos producidos por los activos mediante la combinación de los diversos plazos de maduración de los activos reunidos para la titularización.
- Las instituciones financieras con alto nivel de inmovilización de cartera o largos plazos de amortización logran capacidad de préstamo al transferir sus carteras inmovilizadas y obtener fondos en el presente, hasta montos equivalentes a las mismas, y con potencialidad de crecimiento acorde al desarrollo del mercado.
- Elimina el descalce financiero (riesgo liquidez) que generalmente se produce cuando las empresas toman fondos a corto plazo y financian a plazos mayores.
- La ventaja para el vendedor de las cuentas a cobrar originales, radica en primer lugar en que descarga su balance, en la medida que genera ingresos por la

venta de servicios a clientes crediticios sin ningún tipo de riesgo de capital. Con esto, puede mejorar sus indicadores de rendimiento de capital (return on equity), porque, por ejemplo, no tiene que cumplir con la regla de adecuación de capital ni con la regla de provisiones que rápidamente inmovilizan grandes montos de capital, especialmente en caso de retraso en los pagos.

- El Inversionista obtiene títulos rentables, líquidos y de riesgo diversificado por que están respaldados por un pool de cuentas por cobrar.
- En caso de quiebra, la sociedad titularizadora solo afecta su patrimonio y no las garantías que respaldan la emisión.

No obstante los beneficios enumerados, pueden mencionarse algunos inconvenientes o desventajas:

- Al preferir la liquidez y vender los activos, se produce una reducción de los ingresos no operacionales del originador, puesto que al vender la cartera a una tasa menor, este no recibirá la totalidad de los intereses pactados con los deudores, es decir, uno realiza las ganancias de un año en particular pero después no tiene los intereses por venta en el estado de resultados.
- Es necesario resaltar que existen costos inherentes a la operación de titularización tales como de inscripción, escrituración, fiscalización y en general, de la oferta pública de valores. Estos costos influyen en la rentabilidad de la sociedad titularizadora al actuar como comisionista disminuyendo el margen a recibir.

## **LA TITULARIZACION EN EL SALVADOR**

En los siete años de existencia de la primera Bolsa de Valores en El Salvador, solo se han tenido experiencias de titularización bajo una modalidad parecida a los Asset Backed Bonds, por ejemplo, el Fondo Social para la Vivienda (FSV), realizó en 1994 una emisión de certificados de

inversión por 70 millones de colones, que tenían como garantía un pool de hipotecas de un saldo del 25% por encima del monto de los valores emitidos; y en 1998, fueron autorizadas 5 emisiones más por un monto de \$655.0 millones, dirigidos a las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP's), el ISSS, el INPEP y el mercado en general. Similar experiencia han desarrollado 10 Bancos del país que tienen emisiones de certificados de inversión autorizadas entre 1994 y 1998, por un monto de \$2,101 millones; <sup>xxiv</sup> pero la titularización en la modalidad de Pass-Through no se ha realizado debido a que en el país no existe un marco regulatorio para dicho tipo de titularización, que se enmarca en la transferencia o venta de activos a otra entidad denominada usualmente vehículos de propósito especial o emisores y en el cual los inversionistas reciben los flujos que provienen de dichos activos.

Los factores que se consideran pueden contribuir a desarrollar la titularización en el país son los siguientes:

1. La globalización de los mercados financieros y dentro de éste, los mercados de capitales, están generando oportunidades para las empresas que requieren recursos que pueden ser captados a través de bolsas de valores, dado que existen posibilidades de poder colocar emisiones en otros países; así también existen inversionistas interesados en adquirir títulos valores emitidos en el país, especialmente si fuesen titularizados, porque este tipo de instrumentos tienen respaldo de activos que representan garantías reales, aunado a que se está propiciando el fortalecimiento de las instituciones pertenecientes al mercado de valores y ya existe la Clasificación de Riesgo, como un elemento importante para dar confianza al mercado. Esta fue obligatoria desde septiembre de 1998, de conformidad con la legislación correspondiente. A febrero de 1999, están registradas como clasificadoras de riesgo las empresas: DCR Chile (Duff & Phelps) y Thomson Bankwatch Inc. de Nueva York, Estados Unidos.

---

<sup>xxiv</sup> Superintendencia de Valores, Revista Bursátil, julio-septiembre de 1998, Págs. 38 y 39.



2. Esta situación favorable se potencia por la estabilidad macroeconómica que El Salvador ha experimentado en los últimos años, de tal forma que ha obtenido importantes clasificaciones de riesgo, colocándolo en el ámbito latinoamericano solo por debajo de países como Chile. Según declaraciones del Ministro de Hacienda publicadas en la Prensa Gráfica el día 17 de febrero del presente año, Duff & Phelps otorgo "BB+", Moody's "Baa", y Estándar & Poors "BB".<sup>xxv</sup>
3. Se ha iniciado a nivel Centroamericano y Latinoamericano un debate por tratar el tema de la titularización y definir estrategias para su desarrollo, así se tiene la celebración de eventos internacionales que tratan específicamente sobre este tópico y otros a nivel extraregional con los cuales se trata de que inversionistas norteamericanos conozcan los mercados de valores latinoamericanos y sus avances en materia de titularización.<sup>8</sup>
4. La entrada en operaciones del Nuevo Sistema de Ahorro para Pensiones requiere de opciones de inversión seguras, rentables y con un buen grado de liquidez que solo se puede obtener si se ofertan en el mercado títulos valores respaldados por activos. El potencial de este sistema es de tal magnitud que se estima que para el año 2002 dichos fondos manejarán alrededor de 9,600 millones de colones (Anexo No 2), equivalentes al 6% del Producto Interno Bruto (PIB) en valores nominales, que se estima para ese mismo año en un monto de 156,613 millones de colones.<sup>xxvi</sup>
5. A diciembre de 1998, y de acuerdo a cifras publicadas por las Superintendencia de Pensiones, en su Boletín, Indicadores Previsionales, en 8 meses de operaciones del Nuevo Sistema de Pensiones, las AFP's han afiliado a 569,972 trabajadores que representan el 91% de un total de 628,958 empleados públicos y privados; y manejan un activo a diciembre de 1998 de ¢442.2 millones, que corresponde a la recaudación de 7 meses y representa el 86% de lo proyectado para un año. Sin embargo estas cifras tenderán a estabilizarse por lo

---

<sup>xxv</sup> Periódico La Prensa Gráfica, del 17 de febrero de 1999, Pág.22.

<sup>xxvi</sup> Proyecciones de Mediano Plazo 1998-2002, Banco Central de Reserva de El Salvador (BCR).

que serán importantes la recanalización de las inversiones de las compañías de seguros que a Septiembre de 1998 manejaban activos de 1,953 millones;<sup>xxvii</sup> a lo que habrá que agregar las inversiones internacionales en títulos que se coloquen localmente o en el exterior.

6. Los márgenes de intermediación de los principales bancos del país son relativamente altos y oscilan entre 4.06 y 5.03 puntos (Anexo No.3), lo cual posibilitaría el poder establecer el proceso de titularización, consiguiendo que tanto el propietario de los activos u originador, como los inversionistas obtengan las rentabilidades deseadas
7. En el país existe una fuerte capacidad institucional de generación de créditos de diversa índole, así como importantes carteras de tarjetas de créditos, préstamos por compra de vehículos y de préstamos hipotecarios, solo para citar aquellos tipos de deuda que son titularizables por excelencia, especialmente por los plazos en que están colocados dichos préstamos. Si bien no se dispone de información específica sobre préstamos de tarjetas de crédito y de adquisición de vehículos, casi todos los bancos tienen empresas dedicadas también al negocio de tarjetas de crédito y ellos mismos colocan créditos para adquisición de vehículos, conociéndose además que existen no menos de 5 empresas importantes en el país que distribuyen vehículos y conceden créditos a tasas competitivas con la banca y plazos de hasta 5 años.

Un rubro sobre el cual la securitización se ha desarrollado con mayor profundidad en las diferentes experiencias internacionales, es el relacionado con los préstamos hipotecarios para adquisición de viviendas, registrándose volúmenes impresionantes sobre dichos financiamientos que podrían ser titularizados. Información proporcionada por el Banco Central de Reserva para Noviembre de 1998, indicaba que en el Sistema Financiero se manejaba un monto de 4,602 millones de colones de saldos en préstamos hipotecarios

---

<sup>xxvii</sup> Superintendencia del Sistema Financiero, Boletín Estadístico Trimestral de Sociedades de Seguros al 30 de septiembre de 1998.

para adquisición de vivienda, que representaba el 12% de la cartera total de préstamos de los Bancos Comerciales y Financieras.<sup>xxviii</sup>

Otra cifra importante relacionada con préstamos hipotecarios es la que registra el Fondo Social para la Vivienda a diciembre de 1998, con un saldo de 4,717 Millones de Colones que corresponden a 107,324 hipotecas.<sup>xxix</sup>

Siempre relacionado con el financiamiento habitacional existe un gran potencial en la securitización de préstamos hipotecarios en vista del déficit acumulado de vivienda que se experimenta en el país. De acuerdo con el Viceministerio de Vivienda y Desarrollo Urbano (VMVDU), para el año de 1996 el déficit total de vivienda era de 577,378 unidades habitacionales, de las cuales 542,727 (94%), conforma el déficit cualitativo o viviendas que necesitan mejoramiento; y 34,641 (6%) unidades de déficit cuantitativo o necesidad de viviendas nuevas.<sup>xxx</sup>

8. Se considera que existen las condiciones para que se pueda promover el desarrollo del marco legal que permita introducir la titularización dentro del mercado de valores nacional. Actualmente existen esfuerzos institucionales por parte de las Superintendencias de Valores y de Pensiones, La Cámara Salvadoreña de la Industria de la Construcción y la Bolsa de Valores, quienes liderados por el Banco Central de Reserva, hacen esfuerzos para contratar una consultoría que permita elaborar una propuesta de normas que permita desarrollar un proceso de titularización e identificar los tipos de activos que se podrían titularizar. Mas recientemente, en Diciembre de 1998, el Banco Interamericano de Desarrollo (BID), el Viceministerio de Vivienda y Desarrollo Urbano y el Fondo Social para la Vivienda, suscribieron un convenio para la evaluación del mercado hipotecario nacional,

<sup>xxviii</sup> Banco Central de Reserva, Información Mensual para Bancos y Financieras, No.11/98 del 30 de noviembre de 1998.

<sup>xxix</sup> Fondo Social para la Vivienda, Memoria de Labores 1998.

<sup>xxx</sup> Viceministerio de Vivienda y Desarrollo Urbano, Informe trimestral No.10 Octubre - Diciembre 1997 Pág.4

con el propósito de promover el mercado secundario de hipotecas.

Dentro de las limitantes que se consideran deben abordarse y que podrían restringir el desarrollo de la titularización en El Salvador, pueden mencionarse, entre otros:

1. La Falta de estandarización en los aspectos legales y financieros en que se formalizan los diferentes tipos de préstamos potencialmente titularizables. Las empresas internacionales, que se dedican a asesorar el diseño y ejecución de procesos de securitización encuentran en este fenómeno a uno de los principales obstáculos, por lo que deberá trabajarse en esa área.
2. La tasa de interés de los préstamos que sirven de garantías para los títulos, son en muchos casos formalizados en tasas fija o no existen mecanismos de corrección por inflación.
3. Los aspectos vinculados a la recuperación judicial de los créditos, especialmente los hipotecarios, en caso de incumplimiento del deudor, es uno de los aspectos que debe modernizarse a fin de volver atractiva la inversión en valores titularizados.
4. La adopción de métodos estandarizados de valuación de garantías, a fin de que no existan desajustes entre los saldos de los préstamos y el valor de las garantías.
5. Los aspectos tributarios, a fin de que los títulos valores producto de una titularización, tengan un tratamiento tributario preferente a otras opciones de inversión existentes en el sistema financiero.
6. La tendencia a la insolvencia de los deudores en el pago de sus préstamos, originado, entre otros aspectos, por las crisis financieras internacionales que afectan los niveles de actividad económica con sus consecuencias negativas en el empleo.

7. La limitada modernización de las instituciones, procesos y controles en los registros de garantías de los prestamos, a fin de dar seguridad a los inversionistas en valores titularizados.

## **CONCLUSIONES**

Considerando que en el presente artículo se han abordado convenientemente los principales aspectos de la titularización tanto como fenómeno económico, así como su relevancia en relación al desarrollo del mercado de capitales, sus características, agentes participantes y beneficios, se puede establecer las siguientes conclusiones:

1. La titularización es un mecanismo de financiación, ahorro e inversión que puede constituirse en un nuevo producto para el mercado de capitales, que puede responder a las necesidades de las empresas comerciales, financieras y de servicios públicos, permitiéndoles aumentar su liquidez y elevar sus niveles de endeudamiento sin comprometer su estabilidad.
2. La titularización es una de las técnicas financieras más dinámicas, creativas y flexibles de los mercados de capitales avanzados o en proceso de desarrollo, que esta contribuyendo al cambio del paradigma bancario. Los procesos de desintermediación a nivel latinoamericano van experimentándose paulatinamente, implicando que cada vez mas el financiamiento a través de bolsas de valores se irá consolidando como lo ha demostrado la experiencia internacional, propiciándose la popularización de emisiones titularizadas.
3. El fenómeno de la globalización, inexorablemente exigirá que la titularización se constituya en un mecanismo de financiamiento e inversión en El Salvador, principalmente porque dicho instrumento está siendo adoptado y utilizado cada vez más en diferentes países y la integración de los mercados de valores internacionales vuelven cada vez necesaria la existencia de títulos valores respaldados por activos.
4. La modernización de las Leyes de Valores, de Pensiones, de Seguros y del Sistema Financiero, propiciarán una alta demanda por títulos valores, especialmente en el



caso de los Fondos de pensiones, y compañías de seguros que requieren de títulos valores de alta seguridad, siendo los valores titularizados los de mayor idoneidad para este tipo de inversionistas institucionales.

5. Como consecuencia de lo anterior, se prevé que en los próximos años, se experimentará una alta demanda de instrumentos de deuda, tanto a nivel local como internacional, para lo cual necesariamente habrá que realizar las reformas legales a la ley del mercado de valores a fin de sentar las bases para desarrollar la titularización.
6. Existen importantes volúmenes de activos titularizables e instituciones financieras con experiencia en la originación de créditos, cuya capacidad actual y la potencial puede permitir alcanzar los niveles requeridos por inversionistas internacionales.
7. En una primera fase puede profundizarse en el desarrollo de la titularización bajo la modalidad de Asset Backed Securities, dado que no existe aun la estandarización en los aspectos crediticios, financieros y legales en que se generan las garantías de las diferentes cuentas por cobrar titularizables.
8. Se considera que la estabilidad macroeconómica que el país experimenta, combinado con los esfuerzos institucionales que se están realizando para promover la titularización hacen de esta etapa el momento apropiado para desarrollar este mecanismo de financiamiento e inversión.
9. Existe un alto volumen de carteras de créditos de mediano y largo plazo sujetas de titularización que permitirían un crecimiento importante en el financiamiento hipotecario para la vivienda, aunado a la existencia de un alto déficit habitacional que permitiría potenciar la titularización de dichos activos mediante los mecanismos utilizados en otras experiencias latinoamericanas.
10. Las Empresas estatales, corporaciones municipales, y empresas privadas que proporcionan servicios de provisión de agua potable, energía eléctrica y comunicaciones pueden tener en la titularización de sus

flujos una importante fuente de financiamiento, siendo muy oportuno, especialmente porque se han venido experimentando procesos de privatización y modernización. Igual puede explorarse poner en práctica esta modalidad de financiamiento en la ejecución de obras públicas que puedan generar flujos futuros.

**A N E X O S**

ANEXO No. 1

**VOLUMEN DE OPERACIONES EN LA BOLSA DE VALORES DE EL SALVADOR**  
**PERIODO 1992/1998**  
**EN MILLONES DE COLONES**

AÑO	MERCADO PRIMARIO PRIVADO		MERCADO PRIMARIO PUBLICO		MERCADO SECUNDARIO		MERCADO DE REPORTOS		TOTAL	
	MONTO	%	MONTO	%	MONTO	%	MONTO	%	MONTO	%
1992	1.6	1%	141	71%	-	0%	55	28%	197	100%
1993	345	5%	1,273	18%	47	1%	5,345	76%	7,010	100%
1994	605	3%	1,477	7%	190	1%	17,853	89%	20,125	100%
1995	707	3%	1,642	8%	583	3%	18,237	86%	21,169	100%
1996	487	1%	8,440	24%	529	2%	25,508	73%	34,964	100%
1997	978	2%	8,602	18%	1,222	3%	37,911	78%	48,713	100%
1998	218	0%	10,245	18%	1,346	2%	45,544	79%	57,352	100%
<b>TOTALES</b>	<b>3,341</b>	<b>2%</b>	<b>31,820</b>	<b>17%</b>	<b>3,917</b>	<b>2%</b>	<b>150,453</b>	<b>79%</b>	<b>189,530</b>	<b>100%</b>

FUENTE: REVISTAS DEL MERCADO DE VALORES DE EL SALVADOR Y SUPERINTENDENCIA DE VALORES

**ANEXO No. 2**

**PROYECCION DEL NUMERO DE EMPLEADOS Y MONTO DE COTIZACIONES QUE ADMINISTRARAN LAS ADMINISTRADORAS DE FONDOS DE PENSIONES  
EN MILES DE COLONES**

	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Población SAP de Empleados privados	323,008	332,698	342,679	352,960	363,548	374,455	385,688	397,259	409,177
Población SAP de Empleados públicos administrativos	95,573	98,440	101,393	104,435	107,568	110,795	114,119	117,543	121,069
Población SAP de Empleados públicos docente	23,112	23,805	24,520	25,255	26,013	26,793	27,597	28,425	29,278
<b>TOTAL POBLACION</b>	<b>441,693</b>	<b>454,944</b>	<b>468,592</b>	<b>482,650</b>	<b>497,129</b>	<b>512,043</b>	<b>527,405</b>	<b>543,227</b>	<b>559,523</b>
Salario Cotizable Prom. Mensual Empleado Privado	2	3	3	3	3	3	3	4	4
Salario Cotizable Prom. Mensual Empleado Público A	3	4	4	4	4	4	5	5	5
Salario Cotizable Prom. Mensual Empleado Público D	3	4	4	4	4	4	5	5	5
Tasa de Cotización Empleado Privado y Público Admvd	6.0%	7.5%	8.5%	9.5%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
Tasa de Cotización Empleado Público Docente	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
Cotizaciones anuales	405,156	1,199,153	1,468,990	1,778,265	2,036,726	2,223,697	2,427,832	2,650,707	2,894,042
Intereses anuales	10,331	52,694	211,460	424,583	703,959	1,051,546	1,466,929	1,960,883	2,545,748
Patrimonio del Fondo Acumulado	415,487	1,667,334	3,347,784	5,550,632	8,291,316	11,566,560	15,461,321	20,072,911	25,512,701
Presupuesto de la Nación	16,886,300	19,419,245	22,332,132	25,681,952	29,534,244	33,964,381	39,059,038	44,917,894	51,655,578
Fondo de Amortización Anual	84,432	97,096	111,661	256,820	295,342	339,644	390,590	449,179	516,556
Fondo de Amortización Acumulado	84,432	181,528	293,188	550,008	845,350	1,184,994	1,575,585	2,024,763	2,541,319
Aporte Especial de Garantía Acumulado	12,465	50,020	100,434	166,519	248,739	346,997	463,840	602,187	765,381
Aporte Especial de Garantía Anual	12,465	37,555	50,414	66,085	82,221	98,257	116,843	138,348	163,194
Intereses anuales	3,054	12,676	31,361	55,893	103,935	165,001	241,464	336,442	453,625
(Fondo de Amortización + AEG + Intereses) acum.	99,950	247,278	440,713	819,511	1,301,009	1,903,911	2,652,807	3,576,776	4,710,151
Activo Fondo Acumulado	515,437	1,914,612	3,788,497	6,370,143	9,592,325	13,470,470	18,114,129	23,649,688	30,222,852
Participación mínima de AFP'S en el FSV (%)	30%	29%	28%	27%	26%	25%	24%	23%	22%
Participación mínima de AFP'S en el FSV (ϕ)	154,631	555,238	1,060,779	1,719,939	2,494,005	3,367,618	4,347,391	5,439,428	6,649,027
Emisiones Anuales del FSV (ϕ)	154,631	400,606	505,542	659,159	774,066	873,613	979,773	1,092,037	1,209,599
<b>EMISIONES ANUALES</b>	<b>154,000</b>	<b>346,350</b>	<b>510,461</b>	<b>710,905</b>	<b>907,700</b>	<b>858,541</b>	<b>859,521</b>	<b>957,413</b>	<b>1,057,780</b>
<b>EMISIONES ACUMULADAS POR AMORTIZAR</b>	<b>154,000</b>	<b>494,190</b>	<b>984,638</b>	<b>1,655,111</b>	<b>2,493,942</b>	<b>3,247,307</b>	<b>3,967,309</b>	<b>4,750,823</b>	<b>5,596,407</b>
<b>PORCENTAJE (EMISIONES ACUM/FONDO ACUM)</b>	<b>30%</b>	<b>26%</b>	<b>26%</b>	<b>26%</b>	<b>26%</b>	<b>24%</b>	<b>22%</b>	<b>20%</b>	<b>19%</b>

FUENTE: ELABORADO EN FSV UTILIZANDO PARAMETROS DE LA SUPERINTENDENCIA DE PENSIONES

ANEXO No. 3  
**RENTABILIDAD DE PRINCIPALES BANCOS**  
**A SEPTIEMBRE DE 1998**  
**(EN MILLONES DE COLONES)**

CONCEPTO	CUSCATLAN	DESARROLLO	SALVADOREÑO	COMERCIO	BANCASA	AHORROMET SCOTIABANK	B.A.C.
(lr) TASA DE INTERES RECIBIDO	12.36	13.23	11.80	12.99	13.49	14.77	11.09
(lp) TASA DE INTERES PAGADO	7.94	8.79	7.53	7.96	8.99	9.83	7.03
(m) MARGEN	4.42	4.44	4.27	5.03	4.50	4.94	4.06
(V) VOLUMEN	11,329.5	3,878.9	6,980.1	5,013.9	3,199.3	3,121.3	12,925.2
(S) INGRESOS POR SERVICIO	49.0	12.1	27.0	18.9	16.9	4.3	57.6
(A) GASTOS DE ADMON	264.3	101.7	138.8	132.2	95.4	92.8	305.7
(d) PALANQUEO	0.92	0.94	0.92	0.92	0.92	0.92	0.93
GANANCIAS	146.0	39.7	77.8	62.5	12.7	18.8	132.0
RENDIMIENTO	16.6	15.9	14.5	15.7	4.9	7.5	15.7
INFLACIÓN ANUAL	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9
RENDIMIENTO REAL	14.4	13.7	12.4	13.5	3.0	5.5	13.5
PRODUCTOS FINANCIEROS	1,050.3	384.9	618.0	488.3	323.6	345.8	1,075.3
GASTOS FINANCIEROS	622.1	239.2	364.0	275.5	198.4	211.7	637.1
INGRESO POR SERVICIOS	49.0	12.1	27.0	18.9	16.9	4.3	57.6
SUPERÁVIT DEL EJERCICIO	146.0	39.7	77.8	62.5	12.7	18.8	132.0
GASTOS ADMINISTRATIVOS	264.3	101.7	138.8	132.2	95.4	92.8	305.7
ACTIVOS TOTALES PROMEDIOS	11,329.5	3,878.9	6,980.1	5,013.9	3,199.3	3,121.3	12,925.2
PASIVOS PROMEDIOS	10,448.1	3,628.6	6,443.1	4,615.6	2,942.6	2,870.3	12,082.5
CAPITAL PROMEDIO	881.5	250.3	537.1	398.4	256.8	251.0	842.7

FUENTE: - GERENCIA DE FINANZAS, FSV.  
- INDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR, MINISTERIO DE ECONOMÍA  
- BOLETIN ESTADISTICO, SUPERINTENDENCIA DEL SISTEMA FINANCIERO



---

## BIBLIOGRAFIA

1. AGS, Financial Corporation. Mortgage Securitization in Latin America, A practical Application, Latin American Real Estate Investment Vehicles Conference, October 29-31, 1997, Miami, Florida.
2. Aristizabal Tobón, Gustavo, Introducción a la Titularización de Activos, Bolsa de Medellín, Ediciones Bancarias y Financieras Ltda.
3. Banco Central de Reserva, Proyecciones de mediano plazo 1998-2002.
4. Bazan Nuñez Liliana, Revista Valores, Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores, N. 19, Sep. 1995, Cólombia.
5. Boletín ALIDE, Julio-Agosto 1997, Artículo Vivienda: La titulización como fuente de recursos.
6. Contingency Analysis, Secutization, 1996-1997, <http://www.contingencyanalysis.com>.
7. Corti, Carlos A. La Securitización en los mercados emergentes, 9ª. Reunión Latinoamericana de Financiamiento de la Vivienda en Infraestructura, Montevideo, Uruguay, Noviembre de 1996.
8. Etchegaray A., Alberto <http://www.iusanet.cl/contemporanea/noticias.html#seguridad>
9. Fondo Social para la Vivienda, Memoria de Labores 1998.
10. Proyección número de empleados y montos de cotizaciones que manejarán las administradoras de Fondos de Pensiones, próximos 10 años.
11. Rentabilidad de Principales Bancos, septiembre de 1998.
12. Glosario de Términos Bursátiles, <http://www.finanzas.el/g...capitalización> bursátil.
13. Nueva Estructura Financiera: La Titulización de Activos. Revista Valores, Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores, No.19. Septiembre de 1995.
14. Housing Finance International, Legal and Regulatory Issues Related to Securitization in México: An Analisis.
15. La Nación Line, Proponen incentivar la securitización de hipotecas, Argentina. <http://www.lanacion.com.ar>.
16. La Securitización en Chile, IX Reunión Latinoamericana del Financiamiento de la Vivienda y la Infraestructura. Banco Hipotecario del Uruguay. Montevideo, Uruguay, Noviembre de 1996.
17. La Titularización, otra oportunidad de desarrollo del mercado de capitales, Bolsa de Valores, El Diario de Hoy, 18 de abril de 1998.
18. La titularización una atractiva alternativa de financiación empresarial, Revista Integración Financiera, No.42, Mayo de 1993 Santa Fe de Bogotá, Colombia.
19. Lisoprawski Silvio V. y Kiper, Claudio M.; Fideicomiso, Dominio Fiduciario. Securitización. 2ª. Edición 1996.
20. Montiel, Eduardo Luis, El Fin de la Banca: Crónica de una muerte anunciada, Revista INCAE, Vol. IX No. 2, 1996.
21. Oehring, Eckart, Securitización y otras fuentes de financiamiento para pequeñas empresas, Conferencia sobre Policy-based finance an alternatives for financial marker development application to

- 
- Latin America and the Caribbean of the lessons from East Asia, Febrero de 1996, Rio de Janeiro, Brazil.
22. Parada Daza, J. Rigoberto, Instrumentos de Financiamiento e Inversión, Factoring, Leasing, Securitización y ADR, Chile, 1995.
  23. Revista Mercado de Valores de El Salvador, varios números.
  24. Securitization: La Inversión del Futuro, Revista Aporte, Lima, Superintendencia de Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones, No.2 Octubre 1994.
  25. Securitización, un nuevo mecanismo de financiamiento, una nueva alternativa para fondos institucionales, FELLER RATE Clasificadora de Riesgo.  
<http://www.fellerate.cl/securitizacion.htm>.
  26. Standard & Poor's, Structure Finance Ratings, Securitization in Latin America. Abril de 1997.
  27. Superintendencia de Valores, Revista Bursátil, julio-septiembre de 1998
  28. Superintendencia de Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones Revista Valores, Pág. 6 Febrero 1996, Lima, Perú.
  29. Titularización en marcha, Revista Integración Financiera, No.52, Febrero de 1995, Santa Fe de Bogotá, Colombia.
  30. Titularización. Herramienta para aumentar el ahorro, un producto en maduración, Revista Integración Financiera, No.75, Abril 1997 Santa Fe de Bogotá, Colombia.
  31. Titularización herramienta para aumentar el ahorro, un producto en maduración, Revista Integración Financiera No.75, Abril de 1997, Santa Fe de Bogotá, Colombia.
  32. Titularizar, el verbo de moda. Revista Integración Financiera No.52, Febrero de 1995, Santa Fe de Bogotá, Colombia.
  33. Titularización: alternativa de financiación e inversión. Revista Integración Financiera, No.58, Septiembre de 1995. Santa Fe de Bogotá, Colombia
  34. UNIAPRAVI, CELEH, Securitización de Carteras Hipotecarias, Iniciativas y experiencias Latinoamericanas y extraregionales.1996.
  35. Viceministerio de Vivienda y Desarrollo Urbano, Informe trimestral No.10 Octubre - Diciembre 1997.
  36. YARUR, DANIEL Y MELLA, ANGELICA, Globalización de los mercados de valores, <http://www.netup.ch/fine/reportaj/yarur.htm>.
  37. Lozano Vicente y González M. Gerardo, Financiamiento de Vivienda y Securitización de Hipotecas en América Latina, The Development of Mortgage Securitization in Latin America and the Caribbean, Conferencia del BID, Washington, D.C. Estados Unidos, Noviembre de 1998
  38. Banco Central de Reserva, Información Mensual para Bancos y Financieras, No.11/98 del 30 de noviembre de 1998, febrero de 1999.
  39. Superintendencia de Pensiones, Boletín "Indicadores Previsionales No.7, diciembre 1998.
  40. Superintendencia del Sistema Financiero, Boletín Estadístico Trimestral de Sociedades de Seguros al 30 de septiembre de 1998.

## NOTAS

<sup>1</sup> Cuando nos referimos a economías en desarrollo, las necesidades por capitales o demanda de valores, puede superar la capacidad interna para generar capitales u oferta de valores.

Esta característica puede tener distintas implicancias. En primer término, mientras menor sea la demanda por valores, menor profundidad tendrá el mercado, lo cual deja expuesto a crisis financieras que pueden acentuarse cuando el mercado se encuentra abierto a flujos internacionales. Cuando la necesidad por capitales supera la capacidad interna de generarlos, esta brecha sólo puede ser cubierta de dos formas: incentivando la generación de capitales internos o a través de incentivos de ahorro, o abriendo la economía a la entrada de capitales extranjeros. Si bien ambas alternativas tienen igual validez, en el segundo caso, el regulador se verá enfrentado a un nuevo factor sobre el cual no tiene gran influencia. Por ello, puede resultar más prudente el estimular el ahorro, alcanzar una sólida demanda interna, y posteriormente abrir el mercado a flujos internacionales (YARUR, DANIEL Y MELLA, ANGELICA, Globalización de los mercados de valores, pág. 2, <http://www.netup.ch/fine/reportaj/yarur.htm>

<sup>2</sup> Dentro de la ponencia: Mercados de Capital: Banca de Inversión y Nuevas Instituciones, a cargo de Eduardo Luis Montiel, en el Simposio de Banca de INCAE, realizado en marzo de 1998 en Miami Florida, se mencionó que el paradigma Bancario tradicional está cambiando a un paradigma emergente de mercados financieros; y las razones del cambio se experimentan en: Tecnología, Regulaciones, Mercados y Técnicas Financieras. Dentro de éstas últimas se señala la Ingeniería financiera, los productos derivados y la titularización.

<sup>3</sup> El mercado de Valores es el segmento del mercado de capitales al que concurren oferentes y demandantes de valores mobiliarios, en donde éstos son transados desde su emisión hasta su extinción. Esta conformado por un mercado primario y un mercado secundario. El mercado primario es aquel en el que los emisores y compradores participan directamente o a través de casas de corredores de bolsa, en la compra y venta de los valores ofrecidos al público por primera vez. Y el mercado secundario, es aquel en el que los valores son negociados por segunda o más veces. En él, los emisores ya no son los oferentes de dichos valores. (Glosario de Términos Bursátiles, Pág. 3 [http://www.finanzas.el/g...capitalización bursátil](http://www.finanzas.el/g...capitalización_bursatil).)

<sup>4</sup> Por lo general pensamos en la intermediación financiera en función de convertir en más eficientes los mercados reduciendo el costo y la inconveniencia o ambos para los demandantes de servicios financieros. Sin embargo, este no siempre es el caso. En ocasiones el proceso de intermediación resulta engorroso y costoso. Cuando esto ocurre, se da una regresión hacia los préstamos directos y la emisión de valores. Este proceso de regresión se conoce como desintermediación. En otras palabras, cuando la intermediación financiera no hace que los mercados

---

no sean más eficientes, ocurre la desintermediación. La valorización es una manifestación de este fenómeno. Van Horne James C. Administración Financiera, Novena Edición, pág. 563.

<sup>5</sup> Del factoraje o factoring, consiste en la compra de los créditos originados por la venta de mercancías a corto plazo. El servicio de factoring ofrece a una empresa la posibilidad de liberarse de problemas de facturación, contabilidad, cobros y litigios que exigen un personal muy numeroso (Glosario de Conceptos, Términos Económicos y Financieros, Pág. 5 <http://www.finanzas.el/g...capitalización>).

<sup>6</sup> Leverage fuera de balance, se refiere al financiamiento que obtiene una empresa al titularizar parte de sus activos sin tener que asumir pasivos, ya que vende sus activos a la sociedad titularizadora.

<sup>7</sup> Mercados de Capitales. Conjunto de instituciones financieras que canalizan la oferta y demanda de préstamos financieros. Muchas de estas instituciones son intermediarias que hacen de puente entre los mercados de corto plazo actuando como mayoristas en las emisiones y ventas de nuevos títulos, como "manipuladores" en la adaptación de ofertas de títulos financieros para satisfacer la demanda. Los productos con los que se trata son títulos financieros de todo tipo o tamaño, nuevos o de segunda mano, las empresas son Bancos comerciales, Bolsas de Valores, etc. (Glosario de Términos Bursátiles, Pág. 7 <http://www.finanzas.el/g...capitalización> bursátil).

<sup>8</sup> Solo para mencionar algunos ejemplos: en noviembre de 1997, fue realizado en El Salvador, el VI Congreso de la Asociación Centroamericana para la Vivienda (ACENVI), cuyo Directorio acordó profundizar en el estudio para el establecimiento de una titularización de hipotecas de entidades financieras centroamericanas. En mayo de 1997, se desarrollo el seminario Latin American Real Estate Investment Vehicles, organizado por Word Reseach Group y La Unión Interamericana para la Vivienda (UNIVAPRAVI), cuyo propósito era mostrar a inversionistas norteamericanos las oportunidades de inversión en diferentes países latinoamericanos especialmente en aquellos donde se esta desarrollando procesos de titularización de activos. La Bolsa de Valores de Guatemala, desarrollo en marzo de 1998, el seminario Titularización de Activos Hipotecarios. La nueva opción de financiamiento para la Vivienda. Y más recientemente, el Banco Interamericano de Desarrollo (BID), ha iniciado la promoción de la titularización de activos, realizando el seminario The Development of Mortgage Securitization in Latin America and the Caribbean, desarrollada en Washington, D.C. Estados Unidos, en Noviembre de 1998.