


UNIVERSIDAD DE SAN CARLOS DE GUATEMALA  
FACULTAD DE CIENCIAS JURÍDICAS Y SOCIALES

The seal of the University of San Carlos of Guatemala is a circular emblem. It features a central shield with a cross, a crown, and a lion. The shield is surrounded by a circular border containing the Latin motto "CAETERAS ORBIS CONSPICUA CAROLINA AC DE A COACTEMALENSIS INTER".

**ANÁLISIS DEL MARCO JURÍDICO  
SUPLETORIO QUE RIGE  
A LA TITULARIZACIÓN DE ACTIVOS  
EN GUATEMALA**

**LENA MAGALY YANTUCHE OSORIO**

GUATEMALA, MAYO DE 2006.

UNIVERSIDAD DE SAN CARLOS DE GUATEMALA  
FACULTAD DE CIENCIAS JURÍDICAS Y SOCIALES

**ANÁLISIS DEL MARCO JURÍDICO SUPLETORIO QUE RIGE  
A LA TITULARIZACIÓN DE ACTIVOS EN GUATEMALA**

TESIS

Presentada a la Honorable Junta Directiva  
de la  
Facultad de Ciencias Jurídicas y Sociales  
de la  
Universidad de San Carlos de Guatemala

Por

**LENA MAGALY YANTUCHE OSORIO**

Previo a conferírsele el grado académico de

**LICENCIADA EN CIENCIAS JURÍDICAS Y SOCIALES**

y los títulos profesionales de

**ABOGADA Y NOTARIA**

Guatemala, mayo de 2006.



**HONORABLE JUNTA DIRECTIVA  
DE LA  
FACULTAD DE CIENCIAS JURÍDICAS Y SOCIALES  
DE LA  
UNIVERSIDAD DE SAN CARLOS DE GUATEMALA**

DECANO: Lic. Bonerge Amílcar Mejía Orellana  
VOCAL I: Lic. César Landelino Franco López  
VOCAL II: Lic. Gustavo Bonilla  
VOCAL III: Lic. Erick Rolando Huitz Enríquez  
VOCAL IV: Br. Jorge Emilio Morales Quezada  
VOCAL V: Br. Edgar Alfredo Valdez López  
SECRETARIO: Lic. Avidán Ortiz Orellana

**TRIBUNAL QUE PRACTICÓ  
EL EXAMEN TÉCNICO PROFESIONAL**

**Primera Fase:**

Presidente: Lic. Rafael Morales Solares  
Vocal: Lic. Héctor David España Pinetta  
Secretario: Lic. Luis Rodolfo Polanco Gil

**Segunda Fase:**

Presidente: Lic. Menfil Fuentes  
Vocal: Lic. Héctor René Granados  
Secretaria: Licda. Ileana Noemí Villatoro

RAZÓN: “Únicamente el autor es responsable de las doctrinas sustentadas y contenido de la tesis”. (Artículo 43 del Normativo para la elaboración de tesis de Licenciatura en la Facultad de Ciencias Jurídicas y Sociales de la Universidad de San Carlos de Guatemala.)

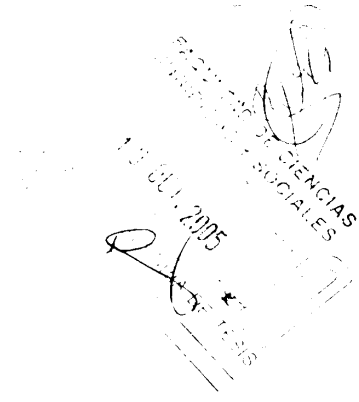


*Lic. José Israel Jiatz Chali*

*Abogado y Notario*

15 Avenida 9-69 Zona 13

Tel: 22483245



Guatemala 29 Septiembre del 2005.

Licenciado  
Bonerge Amilcar Mejia Orellana  
Decano de la Facultad Ciencias Jurídicas y Sociales  
Universidad de San Carlos de Guatemala.

Estimado Decano:

En el cumplimiento a la resolución emitida oportunamente por esa Decanatura, a través de la cual se me confirió el honor de asesorar en su trabajo de tesis a la Bachiller LENA MAGALY YANTUCHE OSORIO, sobre el tema denominado: "ANÁLISIS DEL MARCO JURÍDICO SUPLETORIO QUE RIGE A LA TITULARIZACIÓN DE ACTIVOS EN GUATEMALA"

Recomendé a la sustentante, las observaciones pertinentes, las cuales fueron atendidas, y se dispuso también un cambio en el título del tema por adecuarse de mejor manera al desarrollo de la investigación, habiendo quedado el mismo como se denomino en el primer párrafo. Además de cumplir con los requisitos reglamentarios correspondientes, es de suma importancia el tema tratado o abordado por la bachiller, pues en nuestro país deben de buscarse los medios legislativos que se adecuen a los procesos mercantiles y bursátiles que devienen o que son consecuencia de la globalización y de las diversas formas que se han ideado en el ofrecimiento de bienes y servicios, a las cuales a falta de regulación se le aplican supletoriamente las leyes del derecho común.

Por lo anterior, me permito emitir el dictamen favorable para que el trabajo de tesis de la estudiante mencionada continúe con los trámites respectivos.

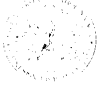
Deferentemente.

  
**José Israel Jiatz Chali**  
Asesor  
Colegiado 5,354

c.c. file

*Lic. José Israel Jiatz Ch.*  
*Abogado y Notario*

UNIVERSIDAD DE SAN  
CARLOS  
DE GUATEMALA



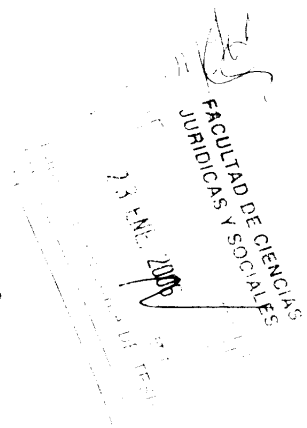
FACULTAD DE CIENCIAS  
JURIDICAS Y SOCIALES

DECANATO DE LA FACULTAD DE CIENCIAS JURÍDICAS Y  
SOCIALES. Guatemala, once de octubre del año dos mil cinco.....

Atentamente, pase al LIC. JAVIER OSWALDO VILLATORO MORALES, para que proceda a Revisar el trabajo de Tesis de la estudiante LENA MAGALY YANTUCHE OSORIO, Intitulado: "ANÁLISIS DEL MARCO JURIDICO SUPLETORIO QUE RIGE A LA TITULARIZACIÓN DE ACTIVOS EN GUATEMALA" y, en su oportunidad emita el dictamen correspondiente.-

~~MAE/rhh~~

**LICENCIADO JAVIER OSWALDO VILLATORO MORALES**  
**ABOGADO Y NOTARIO**  
**Oficina Jurídica Profesional**  
**4ª. Calle 7-53 zona 9, Edificio Torre Azul, nivel 6, oficina 605**  
**Teléfonos: 23616893- 52023653**



Guatemala 15 de noviembre de 2009.

Licenciado  
Bonerge Amílcar Mejía Orellana  
Decano de la Facultad de Ciencias Jurídicas y Sociales  
Universidad de San Carlos de Guatemala

Señor Decano:

Tengo el honor de informarle que en cumplimiento a la resolución emanada de este Decanato de fecha 11 de octubre del presente año, en la que se me nombró como Revisor de tesis de la bachiller **LENA MAGALY YANTUCHE OSORIO**, la cual se denomina: **"ANÁLISIS DEL MARCO JURÍDICO SUPLETORIO QUE RIGE A LA TITULARIZACIÓN DE ACTIVOS EN GUATEMALA"** misma que procedí a revisar y de tal resultado, y para el efecto emito el siguiente dictamen:

1. Revise detenidamente los capítulos del presente trabajo, los que tienen un orden lógico que permite determinar con claridad el contenido de los temas y subtemas desarrollados en la investigación.
2. El estudio realizado, tanto en su desarrollo y bibliografía consultada resultan adecuados y las conclusiones tienen congruencia en el contenido de la tesis.

Por lo anteriormente expuesto y por cumplir la investigación con los requisitos reglamentarios de la decanatura a su digno cargo, me permito emitir dictamen **FAVORABLE** y opino que puede ser aceptada para el Examen Público de Graduación Profesional de la autora.

Sin otro particular, me suscribo de usted con las muestras de mi más alta consideración y estima.

Atentamente,

  
**Javier Oswaldo Villatoro Morales**  
ABOGADO Y NOTARIO  
Lic. Javier Oswaldo Villatoro Morales  
Abogado y Notario  
Colegiado N. 5179

UNIVERSIDAD DE SAN  
CARLOS  
DE GUATEMALA



FACULTAD DE CIENCIAS  
JURIDICAS Y SOCIALES

DECANATO DE LA FACULTAD DE CIENCIAS JURIDICAS Y  
SOCIALES

Con vista en los documentos que anteceden, en atención a la impresión del trabajo de tesis de la  
estudiante **LENA MAGALY YANTUCHE OSORIO** (título: **ANÁLISIS DEL MARCO  
JURÍDICO SUPLETORIO QUE RIGE A LA TITULARIZACIÓN DE ACTIVOS EN  
GUATEMALA**), Artículos 31 y 33 del Reglamento para la elaboración de Tesis de Grado en memoria en  
Ciencias Jurídicas y Sociales A del Excmo. Consejo Superior de la Universidad de San Carlos de Guatemala.

~~Handwritten signature~~

Handwritten signature  
~~Handwritten signature~~



## DEDICATORIA

- A DIOS:** Por ser mi guía espiritual y a quien debo la sabiduría y la fuerza para alcanzar el triunfo que hoy celebro “Mira que te mando a que te esfuerces y seas valiente, no temas ni desmayes por que Jehová tu Dios estará contigo a donde quiera que vayas” .
- A MI PADRE:** Que desde el cielo es mi ejemplo de superación y perseverancia en la vida.
- A MI MADRE:** Por su guía, amor, fortaleza y apoyo incondicional en todo momento.
- A MI ESPOSO:** Josué Roberto, por su amor, su comprensión y apoyo en la culminación de mi carrera.
- A MI HERMANA:** Sashenka Ulianova, con el deseo de que éste triunfo sirva de ejemplo de que con dedicación y constancia se pueden alcanzar nuestras metas.





## ÍNDICE

	<b>Pág.</b>
Introducción.....	i
<b>CAPÍTULO I</b>	
1. Generalidades acerca de la titularización de activos.....	1
1.1 Consideraciones previas.....	1
1.2 Etimología.....	1
1.3 Definición.....	2
1.4 Finalidad.....	4
1.5 Orígenes.....	4
1.6 Antecedentes internacionales de la titularización.....	7
1.6.1 Estados Unidos.....	7
1.6.1.1 Agencias federales, Fannie Mae, Ginnie Mae y Freddie Mac.....	8
1.6.1.2 Emisiones privadas.....	10
1.6.2 Inglaterra.....	11
1.6.3 Francia.....	12
1.6.4 España.....	13
1.6.5 Argentina.....	14
1.6.6 Chile.....	15
1.6.7 Perú.....	16
1.6.8 Costa Rica.....	17
1.6.9 Colombia.....	18
1.6.10 México.....	19
<b>CAPÍTULO II</b>	
2. El proceso de la titularización de activos y sus elementos.....	21
2.1 Esquema básico del proceso.....	21
2.2 Objetivos del proceso.....	22



	<b>Pág.</b>
2.3 Diferencias entre endeudamiento y titularización.....	22
2.4 Elementos del proceso .....	24
2.4.1 Elementos subjetivos o participantes .....	24
2.4.2 Elementos objetivos.....	28
2.5 Estructuración del proceso.....	32
2.6 Modalidades del proceso .....	35
2.7 Ventajas y desventajas del proceso.....	36
2.7.1 Ventajas .....	36
2.7.2 Desventajas.....	39
2.8 Riesgos del proceso .....	40

### **CAPÍTULO III**

3. La titularización de activos y su regulación en el derecho bursátil.....	45
3.1 Generalidades.....	45
3.2 Marco legal de la titularización a nivel internacional.....	46
3.2.1 Perú.....	46
3.2.2 Ecuador .....	50
3.2.3 Colombia.....	55
3.3 Situación actual de la titularización en Guatemala.....	62
3.4 Marco legal de la titularización a nivel nacional .....	63

### **CAPÍTULO IV**

4. El fideicomiso como mecanismo para el desarrollo de la titularización.....	81
4.1 Consideraciones previas .....	81
4.2 El fideicomiso .....	81
4.2.1 Definición .....	81
4.2.2 Etimología y origen .....	82
4.2.3 Elementos.....	82



	<b>Pág.</b>
4.2.4 Clases de fideicomiso .....	84
4.2.5 Fideicomiso de inversión .....	85
CONCLUSIONES.....	91
RECOMENDACIONES .....	93
ANEXO I.....	97
ANEXO II... ..	99
GLOSARIO .....	101
BIBLIOGRAFIA.....	105



## INTRODUCCION

Actualmente vivimos en un mundo dominado por la globalización, en el que las relaciones comerciales se tornan cada día más complejas y exigentes. Dichas relaciones comerciales desarrollan nuevos tipos de negocios y transacciones que inciden directa e indirectamente en las economías de nuestros países generando nuevas fuentes de inversión, de financiamiento y de empleo.

Algunos de los efectos directos de la evolución de las relaciones comerciales, recaen directamente en el sistema financiero, pues la necesidad de contar con recursos financieros líquidos para la realización de transacciones comerciales urgentes, promueve la búsqueda de nuevos mecanismos y figuras financieras que respondan a las necesidades del momento. Como resultado de esa búsqueda nace dentro del mercado financiero y específicamente en el mercado de valores, la titularización de activos como una alternativa de financiamiento.

La titularización de activos consiste en un proceso que permite transformar activos generalmente ilíquidos o de poca rotación los cuales son generadores de un flujo de caja predecible, en recursos líquidos; esto se realiza a través de la emisión y colocación de valores, los cuales se encuentran respaldados con un patrimonio autónomo conformado por dichos activos ilíquidos.

En muchos países a nivel mundial, la titularización de activos es una figura que vino a sustituir el tradicional esquema de financiamiento que se realizaba por medio de la adquisición de deuda.

Es indudable que para que la titularización funcione, es necesario que se sustente en un marco legal que sea lo suficientemente claro y razonable como para otorgarle al proceso la certeza jurídica que necesita. Es por ello que la mayoría de países en los cuales se ha implementado el proceso titularizador, cuentan con un marco legal que regula la titularización de forma específica.



En nuestro país, la titularización de activos es una figura relativamente nueva y recientemente a nivel bursátil, se crearon normas específicas sobre colocación de valores provenientes de una titularización.

En el presente estudio además de dar a conocer el proceso de la titularización y sus incidencias, también se analizarán las normas referidas en el párrafo anterior, con el objeto de determinar, si las mismas son lo suficientemente específicas como para otorgarle seguridad jurídica al proceso o bien si existe la necesidad de acudir supletoriamente a otras leyes. Así mismo, también se analizará, si éstas contemplan los postulados básicos de la titularización. Dicho análisis se realizará a nivel comparativo con las legislaciones de Ecuador, Perú y Colombia, que son países que cuentan con un marco legal amplio en materia de titularización y en los cuales el proceso ha alcanzado gran éxito.

Asimismo, se analiza el hecho de que la titularización de activos a nivel extrabursátil no se encuentra regulada en Guatemala, constituyendo este factor una laguna de ley que es urgente subsanar, pues tal situación crea inseguridad jurídica en el proceso y con ello impide un mayor desarrollo de esta figura financiera en nuestro país.



## CAPÍTULO I

### 1. Generalidades acerca de la titularización de activos

#### 1.1 Consideraciones previas

Para entender la titularización de activos, es necesario que se tenga claro el hecho que este es un instrumento el cual forma parte del sistema financiero y dentro de ese contexto, del mercado de valores, siendo la finalidad de éste mercado desarrollar relaciones de crédito y de financiamiento entre demandantes y oferentes de fondos con los proveedores de recursos, por medio de valores negociables dentro o fuera de una bolsa de comercio.

La titularización surgió en los mercados globales como un mecanismo financiero generador de liquidez inmediata sin la necesidad de intermediarios financieros tradicionales, situación que se convirtió en uno de los atractivos del proceso y propulsor de su éxito.

Así pues, la titularización de activos como mecanismo financiero, reviste de gran importancia para la obtención de recursos económicos líquidos, es por ello que países como Estados Unidos de América, Inglaterra, España, Francia y en países latinoamericanos como Colombia, Ecuador, Perú, Chile, Argentina y México, se cuenta con un marco legal amplio, que ha permitido su implementación y desarrollo con celeridad.

#### 1.2 Etimología

La mayor parte de tratadistas coinciden en que la palabra titularización, es sinónimo de “titulización” o “bursatilización” cuyo vocablo originario proviene del



idioma inglés “*securitización*”. Este vocablo se deriva de “*security*”, cuyo significado en castellano significa título-valor.

### 1.3 Definición

La titularización de activos en una forma muy general se puede definir como el proceso mediante el cual una entidad transfiere y aísla en un vehículo especial (patrimonio autónomo) activos, tradicionalmente ilíquidos o por lo menos de escasa o lenta rotación, bienes o flujos de caja futuros, con el objeto de maximizar la utilización de recursos. Esta movilización implica la transformación de activos en títulos negociables en el mercado público de valores, los cuales tienen como respaldo el activo o flujo de caja generado, por el mismo.

Así pues en lenguaje financiero el término titularización de activos se traduce en la forma de transformar un activo ilíquido en uno líquido por un plazo determinado.

Aunque ya se definió de una forma general, lo que se entiende por titularización, se considera conveniente mencionar, algunas definiciones que respecto a titularización aportan algunos especialistas en el tema:

Según la Doctora María del Pilar Galvis: “La titularización de activos es la alquimia de la edad moderna pues es un proceso de transformación de activos, plazos, tasas y riesgos, que permite la generación de valor agregado para el originador ( la entidad que posee el bloque de activos, objeto de la titularización)”<sup>1</sup>

Así, Roberto González Torre establece:”La titularización es un acto jurídico complejo mediante el cual ciertos bienes, corporales o incorporeales, son transferidos por

---

<sup>1</sup> Seminario **Titularización de activos hipotecarios** 27 de marzo de 1998.Guatemala.



parte de su originador, para que con base a un esquema legal específico, un agente de manejo emita valores que representen los bienes que han sido transferidos”.<sup>2</sup>

Para Carlos Raviglione, la titularización o securitización: “Es un mecanismo financiero que permite movilizar carteras de créditos relativamente ilíquidos, por medio de un mecanismo financiero que permite movilizar carteras de crédito relativamente ilíquidos, por medio de un vehículo legal, a través de la creación, emisión y colocación en el Mercado de Capitales de títulos valores, respaldados por el propio conjunto de activos que le dieron origen; básicamente es la afectación de un crédito a un título”.<sup>3</sup>

Para otros estudiosos en la materia, la titularización es considerada como un mecanismo de liquidez, que se traduce en una opción de financiamiento. Así pues es importante definir para una mejor comprensión del proceso titularizador, lo que se entiende por “liquidez” encontrándose varios significados atribuibles al mismo, una se relaciona con la capacidad que tiene una persona jurídica o individual para hacer frente a sus pasivos a corto plazo, otra se refiere a la cualidad que tiene un bien o valor para convertirse en efectivo sin una pérdida significativa de su valor o a la capacidad de convertirse rápidamente en valor monetario. Normalmente los activos de una empresa son considerados como líquidos cuando están en las partidas de caja o valores cotizables, es decir que es sinónimo de realizable. Así pues, la liquidez de un bien no se relaciona con el flujo de caja que genera, ya que “flujo de caja” es la renta neta de una organización más amortizaciones, mermas, provisiones para reservas que constituyen deducciones contables no pagadas, de hecho por caja, lo que es distinto al concepto de realización o no, de los mismos.

De esta forma la titularización se puede visualizar como un proceso que constituye un mecanismo de obtención de liquidez, por medio del cual se transforman en dinero activos de poca o lenta rotación o poco negociables, tales como, créditos con garantía

---

<sup>2</sup> Artículo **La titularización de activos a la luz de la ley del mercado de valores y mercancías**, Ecuador, 2001.

<sup>3</sup> **Securitización de hipotecas**, trabajo realizado para la Universidad de Buenos-Aires, materia derecho privado, Argentina, 2000.



hipotecaria, prendaria o fiduciaria; el cual se basa en el hecho del aislamiento de dichos activos o créditos, a un vehículo de propósito especial, en el cual descansarán los activos titularizados, aislándolos de los riesgos de quiebra del originador y de la entidad emisora (términos que se explica más adelante) obteniendo dicha liquidez en virtud de la colocación de títulos-valores en el mercado de valores, mismos que se encuentran respaldados por los activos objeto de la titularización, y los ingresos provenientes sobre los mismos.

#### **1.4 Finalidad**

De conformidad con lo anteriormente expuesto, se puede afirmar que la finalidad del proceso titularizador, es obtener liquidez inmediata, adelantando los ingresos que se percibirán en el futuro.

Expertos en la materia consideran que la titularización de activos, constituye un mecanismo de “desintermediación financiera”, en el sentido que ciertos valores o títulos son emitidos y pueden ser colocados y negociados en el mercado de valores, representando ciertos derechos sobre los activos titularizados.

#### **1.5 Orígenes**

Sin lugar a dudas, la titularización se originó en Estados Unidos, en donde nació como un mecanismo de financiamiento utilizado por el gobierno estadounidense para proteger el ahorro del público y la solvencia de las entidades financieras, ante la crisis económica que azotó dicho país en 1930. Esta situación trajo consigo la creación de las agencias federales, con el objeto de garantizar el repago de los créditos hipotecarios.

En la década de los años treinta, el mercado de hipotecas era poco líquido y muy limitado, por lo que el titular de una hipoteca, si necesitaba obtener liquidez, únicamente



podía obtenerla, ya sea adquiriendo un crédito estableciendo como garantía la pignoración de dicha hipoteca, o bien vendiendo las mismas.

En virtud de lo anterior, en 1970 con el respaldo de la GNMA (*Government National Mortgage Association*) se emitieron los famosos certificados “*Ginnie-Mae*” los cuales representaban una parte proporcional de un portafolio de hipotecas que le otorgaba el inversionista el derecho de participar en los ingresos y pagos del principal generados por las hipotecas que respaldaban la emisión. Estos trasladaban directamente los fondos a los titulares, por lo que se les dio el nombre de “*pass-through certificates*” y fueron considerados como una de las principales fuentes para obtener liquidez inmediata.

Asimismo conforme el paso de los años se fueron creando otras instituciones de gobierno, tales como la “*Federal National Mortgage Association*” (*Fannie Mae*) y la “*Federal Home Loan Mortgage Association*” (*Freddie Mac*), las cuales entre los años de 1983 y 1996 titularizaron carteras hipotecarias por valor de \$1,289 mil millones y \$ 1,231 mil millones de dólares respectivamente. Para el año de 1996, entre ambas instituciones habían titularizado el 33% del mercado hipotecario norteamericano.

A los títulos emitidos por *Fannie Mae*, *Ginnie Mae* y *Freddie Mac*, se les conoce colectivamente como “*agency pass-through securities*”.

El auge de la titularización en Estados Unidos, se debió a las ventajas que ofrecían los valores objeto de la titularización, entre estas se pueden mencionar:

- **Uniformidad en los pagos de los valores:** Ya que al momento de estructurar una emisión, era posible determinar con mayor certeza la periodicidad de pago de los intereses y el principal, pues se contaba con un flujo de caja pronosticable.
- **Mayor rendimiento:** Rendimientos más elevados, lo que hacía más atractiva la inversión en este tipo de certificados.



- **Mayor calidad crediticia:** Debido a que las hipotecas que respaldaban los certificados emitidos en el proceso titularizador, estaban garantizadas por el gobierno, se les confería a dichos certificados una calidad crediticia similar a los valores emitidos por el Estado, lo que le daba más seguridad al inversionista.
- **Reducción de riesgo:** El riesgo de que la entidad originadora quede insolvente en algún momento, no afectaba a los tenedores de los certificados, debido a que otra entidad especializada era la que se dedicaba a administrar la cartera.
- **Mayor ampliación en la base de los inversionistas:** Las ventajas antes mencionadas, atraía a una fuerte cantidad de inversionistas, lo que se traducía en atomización de riesgos para el emisor, al contar con una fuerte demanda de dichos certificados.

Así pues, se puede decir que la titularización surgió como consecuencia de las altas tasas de interés en el otorgamiento de créditos y la necesidad de las entidades financieras de reducir costos para la obtención de liquidez, de forma inmediata. Por este motivo muchos de los préstamos hipotecarios fueron transformados a instrumentos negociables, a los que se le denominó “Titularización del crédito” dando lugar al nacimiento de títulos de deuda garantizados con un activo real.

Es importante resaltar que al proceso titularizador de hipotecas que ya se realizaba por las entidades anteriormente mencionadas, se incorporaron las realizadas por los bancos, comerciales, sociedades de ahorro y préstamo para la vivienda y otras entidades autorizadas, quienes además de titularizar hipotecas sobre viviendas y créditos con garantías hipotecarias; titularizaron activos como créditos de cartera automotriz, créditos por consumos de tarjeta de crédito y créditos originados por arrendamientos entre otros; a los títulos desarrollados por éstos conductos privados sin garantía de gobierno, se les denominó “*private labor pass through securities*” como ejemplos de dichas entidades se puede mencionar: *Citima* (subsidiaria de *Citicorp*), *Bear Sterns Mortgage Capital*



*Corporation, Residencial Funding Corporation* (subsidiaria de *Salomón Brothers*), *F.B.S. Mortgage Corporation* (subsidiaria de *First Boston*) y *Sears Mortgage Corporation*.

## **1.6 Antecedentes internacionales de la titularización**

### **1.6.1 Estados Unidos:**

Tal y como se estableció en el apartado anterior, el proceso titularizador surgió en Estados Unidos de América en los años treinta, desde esa fecha dicho país se ha convertido en un vivo ejemplo en materia de titularización, pues cuenta con un marco legal bastante amplio y completo que ha permitido la implementación de la titularización de manera ágil y eficaz.

La primera clase de titularización de activos que surgió en Estados Unidos, fue la titularización hipotecaria, debido a que los préstamos hipotecarios eran originados por compradores y vendedores domésticos en el mercado primario de hipotecas. Los principales participantes en dicho mercado, eran las instituciones de ahorro, las compañías hipotecarias y los bancos comerciales, quienes obtenían el dinero de los depósitos recibidos para otorgar los préstamos de largo plazo que necesitaba en ese momento el sector vivienda. De 1930 a finales de la década de los setenta, los préstamos hipotecarios típicos originados en el mercado primario eran de largo plazo (aproximadamente 30 años), los cuales eran financiados a corto plazo y emitidos a un interés fijo, lo que hacía que la operación fuera muy riesgosa ante cambios en la tasa de interés. Sin embargo a partir de 1978 nuevos instrumentos hipotecarios fueron introducidos al mercado con otras características, como las tasas de interés fluctuantes y los pagos variables, las cuales variaban conforme el comportamiento de la inflación y de las tasas de interés.



### 1.6.1.1 Agencias federales, Fannie Mae, Ginnie Mae, y Freddie Mac

Como un mecanismo para proteger el ahorro del público y la solvencia de las entidades financieras de la depresión económica que azotó Estados Unidos en 1930, se crearon las agencias federales, con el objeto de garantizar el repago de los créditos hipotecarios.

En 1938 el gobierno norteamericano creó la FNMA (*Federal National Mortgage Association*) conocida también con el nombre de “*Fannie Mae*”, esta entidad tenía como objeto proveer liquidez al mercado habitacional que había sido afectado por la depresión financiera de esa década. La creación de la FNMA trajo mayor estabilidad en el mercado hipotecario residencial, ya que le dio disponibilidad de fondos, mediante la creación del mercado secundario para los préstamos hipotecarios FHA (*Federal Housing Administration*) los cuales contaban con el respaldo del gobierno. Esto se logró mediante la compra de la cartera hipotecaria por parte de la FNMA a la entidad originadora, y emitiendo y colocando títulos para pagarla.

En 1954 la FNMA fue convertida en ente mixto, con la participación de capital privado, adquiriendo de esa manera un carácter de agencia cuasi federal.

En 1968, se dividió la FNMA en dos entidades. La primera de ellas se constituyó como una corporación privada, que es lo que hoy en día se conoce como “*Fannie Mae*”. Sin embargo ésta continuó bajo la regulación gubernamental amparada por la *Federal National Mortgage Association Character Act*, así como por las disposiciones del Departamento de Vivienda y Desarrollo Urbano y del Departamento del Tesoro de Estados Unidos.



La segunda entidad fue la GNMA ( *Federal National Mortgage Association*), conocida también como “*Ginnie Mae*” que era una entidad estatal perteneciente al Departamento de Vivienda y Desarrollo Urbano.

Esta tuvo como objeto crear un mercado secundario a los préstamos hipotecarios respaldados por el gobierno, financiándose a través de la venta de participaciones de esa cartera a los inversionistas institucionales.

Con la emisión de certificados de participación, *Ginnie Mae* causó una gran innovación en el mercado secundario, constituyéndolos como los primeros “*Pass-through Securities*”, garantizándoles a sus inversionistas el pago de intereses y capital con una frecuencia de pago establecida.

En 1970 se creó la *Federal Home Loan Mortgage Corporation* “*Freddie Mac*”, ésta entidad, al igual que *Fannie Mae*, estaba fuera del presupuesto estatal, siendo regulada por la *Federal National Mortgage Association Carácter Act*, pero a diferencia de *Ginnie Mae*, los títulos emitidos por *Freddie Mac*, no contaban con el respaldo de la *Federal Housing Administration* (FHA) ni de la *U.S. Department of Veterans Affairs* (VA), no obstante las garantías ofrecidas por esta entidad le otorgaban a sus títulos un riesgo relativamente bajo.

La participación activa de dichas entidades se centra en el mercado secundario de hipotecas. En ese sentido, estas instituciones adquieren préstamos hipotecarios de oferentes primarios tales como compañías hipotecarias, instituciones de ahorro y bancos comerciales, ofreciéndoles a estas instituciones una inmediata recuperación de los fondos.



A partir de 1982, *Fannie Mae* ha participado en el mercado con títulos sin respaldo del FHA y de la VA, proporcionando la liquidez que necesitan los desarrolladores de vivienda. Hoy en día tanto *Fannie Mae* y *Freddie Mac* son muy similares y compiten en la compra de carteras hipotecarias y en la colocación de los valores producto de la titularización de las mismas.

En 1983 se empiezan a observar cambios en el proceso de la titularización con el ingreso de las emisiones respaldadas con otro tipo de activos, tales como cartera crediticia en todas sus acepciones (contratos de *leasing*, préstamos, pólizas de seguros, facturas comerciales, carteras de entidades públicas y privadas tanto del sector servicios como del sector productivo) y bonos de grado especulativo (*junk bonds*); en estas emisiones también se puede observar que los títulos emitidos contemplan la modalidad de corto plazo.

El cambio operado a partir de 1983 ha hecho que en los Estados Unidos ya no se hable únicamente de valores respaldados con hipotecas, sino de valores respaldados con activos (*asset-backed securities*).

El mercado de titularización de los Estados Unidos es el que hasta el momento ha alcanzando un mayor desarrollo a nivel mundial en materia de titularización de créditos hipotecarios.

#### **1.6.1.2 Emisiones privadas**

Fue hasta 1997 que nació la primera emisión privada utilizando el mecanismo de la titularización de activos, siendo la entidad emisora el Bank of America S&L, N.A. la cual tuvo como respaldo hipotecas.



Posteriormente se comenzó a titularizar otros tipos de créditos, los cuales generaban determinado flujo de caja. En 1983 se estructuró la primera emisión respaldada con otro tipo de activos, en la cual se utilizó la cartera comercial. En 1985 se utilizó por primera vez como respaldo, los préstamos de los automóviles y en 1987, hubo 27 emisiones respaldadas por diferentes garantías, lo que mostró una amplia aceptación de la titularización en el mercado estadounidense. Una de las emisiones fue la de SEARS, la cual estaba respaldada por el flujo de caja correspondiente a las ventas a través de su propia tarjeta de crédito.

### **1.6.2 Inglaterra**

Es en Inglaterra en donde surge la primera experiencia de titularización fuera de Estados Unidos, en sus inicios el desarrollo de la titularización en dicho país como mecanismo financiero fue bastante lento, debido a la ausencia de un marco legal que permitiera su desarrollo de forma ágil y eficaz.

Es hasta a mediados de la década de los ochenta, que se inicia el desarrollo de la titularización en Inglaterra con la titularización de cartera hipotecaria, a través de la figura de las sociedades especializadas de objeto social único (*bankruptcy-remote companies*), las cuales toman como estructura el flujo de caja bajo la modalidad *pay through* (emisión de deuda del ente emisor) de los Estados Unidos, contratando la administración de la cartera y de sus flujos con el originador del proceso y estableciendo la figura del representante de los tenedores de títulos o inversionistas ante el originador y el emisor, a través de un agente de fideicomiso (*trustee*), al cual se le deposita la cartera objeto de titularización para su custodia y protección.





Las hipotecas que son objeto de titularización eran aquellas que generaban intereses mensuales teniendo amortización del capital al final de la vida de la hipoteca (*endowment mortgage*).

En la actualidad, los principales activos titularizados en Inglaterra han sido las hipotecas, las cuales cuentan con seguros privados, utilizando también algunos mecanismos de apoyo. La estructura comúnmente utilizada en estas emisiones es la de “*pay-through*” ya explicada con anterioridad. Los valores se han cotizado tanto local como internacionalmente, siendo denominados “*Sterling Mortgage-Backed Floating Rate Notes*”.

En la última década además de titularizar hipotecas, en Inglaterra también se han titularizado préstamos bancarios de exportación e importación y las operaciones de “*leasing*”. Sin embargo los préstamos sobre automóviles y las cuentas por cobrar de tarjetas de crédito no se han titularizado en cantidad significativa, debido a que son mercados relativamente pequeños, lo cual limita las posibilidades de generar economías de escala a través de la titularización.

### **1.6.3 Francia**

La titularización en este país encuentra su origen en el establecimiento de la Ley 88-1201 y Ley 88-1202 de 1988. Este marco legal fue denominado “*La Loi Trisition*”. A través de esta legislación se crearon los fondos comunes contra los cuales se emiten títulos de propiedad y se permite la titularización de activos determinando los mecanismos y estructuras permitidos.

Para la estructuración de emisiones provenientes de un proceso de titularización, Francia ha seguido el mecanismo “*pass-through*”. La primera emisión se llevó a cabo en diciembre de 1989 con una emisión dividida en cuatro series, es



decir, se emitieron valores a cuatro diferentes plazos. En la actualidad se han titularizado préstamos para automóviles y de consumo.

Es de hacer notar que la legislación francesa establece la necesidad de la calificación de los títulos y contempla el empleo de la emisión prioritaria, subordinada, la sobrecolateralización y la garantía de una entidad crediticia como mecanismos de seguridad para el inversionista.

Es importante señalar que un elemento que ha provocado un menor desarrollo de la titularización de hipotecas respecto a Inglaterra, ha sido el subsidio que reciben las tasas de interés en el mercado francés.

#### **1.6.4 España**

A la luz del Decreto Real 1289 de 1991 se promovieron las primeras emisiones de titularización hipotecaria en España, naciendo emisiones como la del Banco Bilbao Vizcaya, *Citibank* España, Banco Santander y Citifin. Estas emisiones utilizaron la modalidad *pass-through*.

El utilizar activos hipotecarios como fuente de financiamiento vino a revolucionar el tradicional esquema de titularizar créditos comerciales, que eran las titularizaciones más comunes en España.

Sin embargo, algunos autores consideran que no fue si no hasta con la emisión de la Ley 19 del 7 de julio de 1992, que se consagró legalmente el mecanismo de la titularización en España, abriendo la posibilidad de comenzar el proceso con la transformación de créditos hipotecarios en títulos de renta fija, labor que desarrollan los Fondos de Titulización Hipotecaria.



Estos fondos constituyen patrimonios separados y cerrados, son administrados y representados legalmente por Sociedades Gestoras y tienen como finalidad transformar en valores de renta fija homogéneos, estandarizados y susceptibles de negociación en mercado de valores organizados, los conjuntos de participaciones en préstamos hipotecarios que adquieran de entidades de crédito.

El desarrollo del mecanismo de titularización hipotecaria en este país tiene una amplia cobertura, al punto que se considera que el 80% de los préstamos hipotecarios otorgados, son utilizados para la emisión de títulos.

### **1.6.5 Argentina**

Aunque este país no cuenta con una normativa definida que regule el proceso titularizador de activos, se encuentra el principio de lo que a futuro se puede tomar como base para el desarrollo de dicho proceso, en lo que se ha denominado Titulización de Hipotecas, mecanismo empleado para la realización y venta de proyectos de construcción con la intervención del Banco Hipotecario Nacional, el cual otorga la financiación tanto para la construcción como para la adquisición de las unidades construidas.

La Titulización de Hipotecas utiliza la figura jurídica del fideicomiso, bajo la Ley 24.441, para implementar el financiamiento de mediano y largo plazo para proyectos de construcción.

Es así como el originador o dueño de los bienes se constituye en fiduciante, (fideicomitente) transfiriendo el dominio fiduciario sobre el inmueble y el proyecto de construcción, al Banco Hipotecario Nacional, el cual se encarga de que se cumpla con la construcción, financiamiento y comercialización del proyecto, así como de la liquidación del fideicomiso.



El originador adquiere las obligaciones que le genera el llevar a cabo el proyecto, siendo entre otras, la de ser garante de las obligaciones derivadas de la ejecución del fideicomiso, obtener la calificación de riesgo del proyecto y administrar la transferencia de hipotecas al Banco Hipotecario Nacional.

### **1.6.6 Chile**

En Chile no se cuenta con un marco legal definido acerca de titularización, pero se cuenta con la Ley del Mercado de Valores que contempla en su Título XVIII (52) la reglamentación concerniente a las sociedades securitizadoras (titulizadoras). Estas Sociedades tienen como objeto exclusivo la adquisición de créditos y la emisión de títulos de deuda de corto o largo plazo, cada emisión origina la formación de patrimonios separados del patrimonio común de la emisora.

Las sociedades securitizadoras están sometidas a la fiscalización de la Superintendencia de Valores y los títulos de deuda que emitan deben inscribirse en el Registro de Valores.

Entre los créditos que pueden adquirir las sociedades securitizadoras para conformar patrimonios y realizar emisiones se encuentran, letras hipotecarias y mutuos hipotecarios, así como los títulos de crédito que autorice la Superintendencia de Valores.

Una de las características de estas sociedades es que pueden administrar directamente los bienes integrantes de los patrimonios separados que posean o encargar esta gestión a un banco, sociedad financiera, administradora de mutuos hipotecarios endosables u otras entidades que autorice la Superintendencia de Valores. Los títulos de crédito y valores que integren el activo de los patrimonios



separados deben ser entregados en custodia a bancos, sociedades financieras, empresas de depósito y custodia de valores u otras entidades que establezca la Ley.

### **1.6.7 Perú**

En este país la regulación para el desarrollo de procesos titularizadores es reciente y se creó tomando como modelo el caso colombiano.

En Perú la titulización (titularización) comprende la transferencia de activos homogéneos en cuanto a riesgo, calidad crediticia, plazo y tasas de interés a un patrimonio de propósito exclusivo, para la emisión de valores a su cargo. Los activos transferidos deben proporcionar un rendimiento que supere el que se va a pagar a los inversionistas por los títulos recién creados.

En cuanto al elemento subjetivo, la legislación peruana establece que puede iniciar un proceso de titulización cualquier persona natural o jurídica, propietaria de activos y la administración o constitución del patrimonio de propósito exclusivo se puede efectuar a través de patrimonios fideicomitidos mediante fideicomisos de titulización o a través de patrimonios de sociedades de propósito especial.

En lo relacionado con los activos objeto de titulización, la normativa establece que no son susceptibles de ser titulizados en este país, activos embargados y los activos sujetos a litigio por cualquier otra causa, dejando abierta la posibilidad de iniciar procesos a partir de cualquier clase de activo que sirva de respaldo a los valores a emitir.



### 1.6.8 Costa Rica

Al igual que la mayoría de países latinoamericanos, Costa Rica hasta el momento no cuenta con un marco legal específico que le permita el desarrollo del proceso de titularización en una forma ágil. Hasta el momento se ha utilizado la figura del fideicomiso como medio para titularizar, razón por la cual las emisiones de titularización han sido relativamente pocas.

Hasta el momento se tiene conocimiento de dos emisiones producto de la titularización de activos en Costa Rica, entre ellas:

- La emisión del Instituto Costarricense de Electricidad (ICE) que es una compañía estatal, famosa por ser la primera en titularizar los flujos futuros provenientes de los servicios de telecomunicaciones internacionales. Dicha emisión fue por US\$ 50 millones a una plazo de 7 años a una tasa de 7.94%.
- La titularización realizada por Central Hidroeléctrica Suerkata S.R.L que se realizó en 1997, cuyos títulos fueron colocados en el mercado local. La emisión de US\$ 2 millones se hizo mediante un fideicomiso, en donde el patrimonio fideicometido fue la proyección de flujos provenientes de un contrato en donde el ICE se comprometía a comprar el 100% de la electricidad generada por Suerkata por un período de 15 años. Las tarifas estaban preestablecidas y se ajustaban a la devaluación monetaria (Colón-USDolar), índices de precios al por mayor y la inflación de Estados Unidos, lo que hacía que los flujos fueran bastante predecibles y con bajo riesgo de perder el valor. Los ingresos proyectados se calcularon en US\$906 mil por año.



Como mecanismos de cobertura para proteger a sus inversionistas, se creó un fondo de liquidez, una póliza de seguros que cubriría sus instalaciones, una línea de crédito revolvente por US\$ 300 mil en caso el fideicomiso no pudiera cubrir la totalidad de las obligaciones contraídas.

### **1.6.9 Colombia**

Como antecedente del marco legal que ampara la titularización en Colombia se puede mencionar la Ley 50 de 1905, la cual establecía la posibilidad de emitir cédulas y títulos representativos de derechos sobre inmuebles, mecanismo que no tuvo mayor éxito.

Posteriormente se creó el Decreto 1026 de 1990 la cual establecía un mecanismo asimilable a lo que hoy se conoce como titularización, el cual no fue utilizado en su época, pero como aporte estableció la posibilidad de que varias entidades conformen un patrimonio autónomo en una entidad fiduciaria para que respalde una emisión de bonos, mediante la entrega de bienes por valor de una vez y media el monto de empréstito y de sus intereses, se avale la totalidad de la emisión y la entidad fiduciaria se haga cargo de la administración de la misma.

No es sino hasta en 1991 que se creó la Resolución 7 de la Comisión Nacional de Valores, la Ley 3 y la Resolución 51 hace viable la aplicación de la titularización de activos en Colombia, pues establecen la posibilidad de movilizar títulos de deuda pública a través de fondos de valores y fondos comunes especiales mediante la emisión de documentos a la orden, representativos de derechos de participación en el fondo; la viabilidad de que las fiduciarias emitan títulos de contenido crediticio respaldados por inmuebles, para financiar proyectos inmobiliarios; y el hecho de permitir la adquisición por parte de inversionistas de



capital del exterior de unidades o certificados de participación en fondos constituidos por acciones o bonos mediante fiducia mercantil, encargo fiduciario o análogos.

Actualmente Colombia se ha constituido como el país latinoamericano que ha alcanzado un desarrollo impresionante en materia de titularización de activos.

Fue el primer país de la región que logró diseñar y colocar internamente papeles de titularización hipotecaria y de otro tipo de activos financieros. La primera emisión de titularización fue realizada en 1993; de 1994-1996 el monto de las emisiones creció significativamente con las emisiones de carteras hipotecarias. Posteriormente se inició la titularización de otro tipo de activos entre los cuales cabe mencionar los flujos de caja, rentas y otros.

Hoy en día la titularización en Colombia se rige por la Resolución 400 de 1995, marco legal amplio y suficiente que ha permitido el desarrollo exitoso de la titularización como mecanismo financiero en dicho país.

#### **1.6.10 México**

La experiencia sobre titularización en México es amplia, ya que en este país se ha implementado la titularización en casi todos los sectores de la economía nacional (financiero, industrial, servicios públicos, entre otros). En los últimos años han tenido especial importancia las titularizaciones de peajes (flujos futuros) y de diversos tipos de carteras.



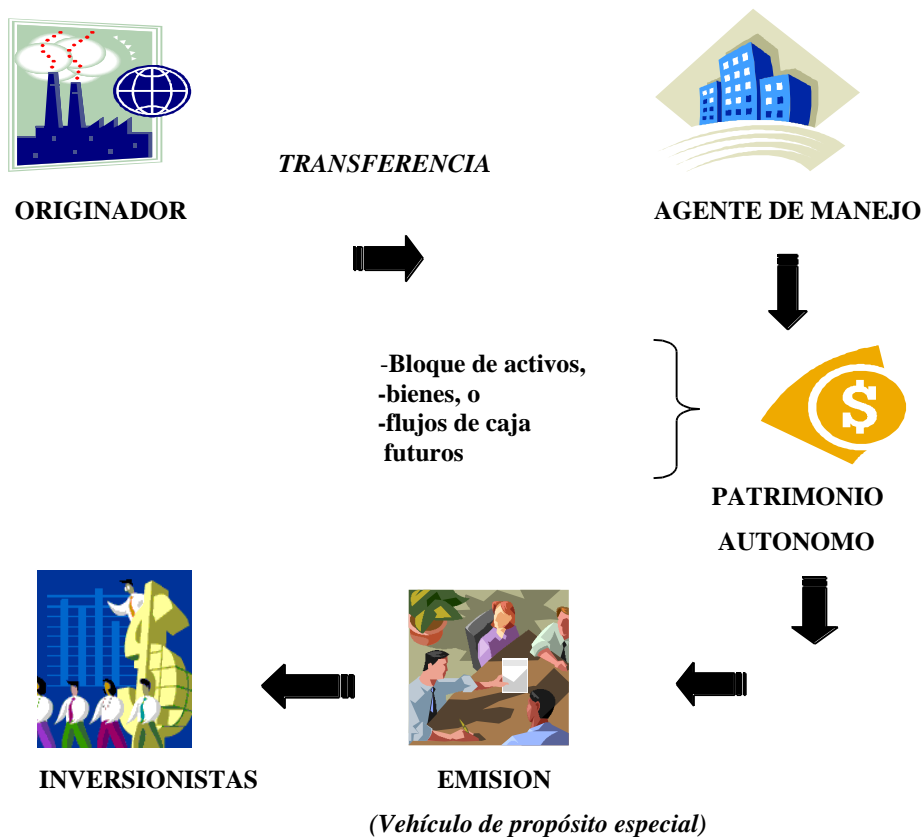


## CAPÍTULO II

### 2. El proceso de la titularización de activos y sus elementos

#### 2.1 Esquema básico del proceso

En virtud de lo establecido en el capítulo anterior, se puede decir que la titularización de activos como proceso, es la serie de etapas lógicamente ordenadas y concatenadas mediante las cuales una entidad transfiere y aísla en un vehículo especial (patrimonio autónomo) activos, tradicionalmente ilíquidos o por lo menos de escasa o lenta rotación, bienes o flujos de caja futuros, con el objeto de maximizar la utilización de recursos. Esta movilización implica la transformación de activos en títulos negociables en el mercado público de valores, los cuales tienen como respaldo el activo o flujo de caja generado, por el mismo.



## 2.2 Objetivos del proceso

Sin lugar a dudas el principal objetivo de la titularización, es constituir un mecanismo el cual a través de la movilización de activos de poca rotación y la desintermediación financiera, permita obtener liquidez de forma inmediata. Es de ésta forma como la titularización de activos vino a revolucionar el tradicional esquema de endeudamiento, que comúnmente se utilizaba.

Debido a su importancia, a continuación se presentan las diferencias que existen entre endeudamiento y titularización:

## 2.3 Diferencias entre endeudamiento y titularización

Endeudamiento	Titularización
<b>1. Obtención de liquidez vía incremento del pasivo</b>	<b>1. Obtención de liquidez vía transformación del activo</b>
<b>2. Deudor:</b> Solicitante del crédito	<b>2. Deudor:</b> Vehículo de propósito especial*
<b>3.Respaldo:</b> Garantías específicas y patrimonio del deudor	<b>3.Respaldo:</b> Activos titularizados y mecanismos de seguridad
<b>4. Riesgo:</b> De la empresa en marcha	<b>4. Riesgo:</b> De los activos y sus mecanismos de seguridad = calificación*
<b>5. Ejecución por incumplimiento:</b> Judicial	<b>5. Ejecución:</b> Extrajudicial. Cumplimiento del acta de creación del vehículo de propósito especial

**Fuente:** Dra. María del Pilar Galvis, Seminario “Titularización de activos hipotecarios, 27 de marzo de 1998. Guatemala”

\* Más adelante se explican con detalle.



Así pues, la titularización de activos además de ser un mecanismo de desintermediación financiera pretende:

- Constituir un beneficio para el demandante de fondos con la obtención de dinero a un costo menor que el del endeudamiento, sin crearle valores que le signifiquen pasivos (obligaciones) o cuya solución represente cargo al patrimonio contable (acciones).
- Reducir los riesgos para el inversionista en comparación con el endeudamiento, pues en ésta ya existen los activos que van a titularizarse y por lo tanto se conocen los riesgos que pueden influir en el proceso, en tal virtud, previamente a emitirse los valores es posible introducir mecanismos de cobertura que se estimen necesarios, para proteger al inversionista.
- Permitir el contacto directo entre demandantes de liquidez y los inversionistas.
- Constituirse en un mecanismo orientado a la disminución del costo del dinero en el mercado.
- Brindar al inversionista un rendimiento superior al que pueda obtener con inversiones financieras o bancarias tradicionales; esto se logra debido a que la tasa de rendimiento de los valores emitidos a través del proceso de titularización favorecen al inversionista, ya que se reducen los costos de intermediación, pues los intermediarios median pero no asumen el riesgo crediticio, así pues la contingencia queda en cabeza del tenedor final del título.
- Disminuir el costo de la obtención de endeudamiento para la adquisición de vivienda e inmuebles, bajo la condición de crear otro mecanismo, como la activación de crédito hipotecario con la existencia de inversionistas a largo plazo.

Al respecto se debe mencionar que en el esquema de endeudamiento común, los intermediarios (bancos) asumen los riesgos del crédito, debido a que desembolsan de sus propios recursos, que además de encontrarse sujetos a cumplir con la obligación del encaje bancario, pueden resultar relativamente costosos (pago de intereses pasivos). Con la titularización se busca remover los activos del balance de la entidad que los transfiere y se permite la separación de determinados activos (créditos) y su afectación como respaldo de los títulos, por lo que el intermediario no asume los riesgos de la emisión ya que sólo se califica la capacidad de repago de los títulos y no el riesgo comercial de dicha entidad. Así, se parte de la base que el costo de la obtención de fondos es directamente proporcional al nivel de riesgo de la entidad emisora, por lo que se asegura que a menor riesgo, mejor tasa de interés para el solicitante de fondos.

## 2.4 Elementos del proceso

En la estructuración de un proceso de titularización intervienen varios elementos entre los cuales se puede distinguir la existencia de elementos subjetivos o participantes, y los elementos objetivos o bienes y/o valores.

### 2.4.1 Elementos subjetivos o participantes

Estos son elementos esenciales en el proceso, sin los cuales sería imposible llevar a cabo el mismo, sin perjuicio claro está, de que ciertas funciones que realizan algunos de estos participantes pueden recaer sobre otro, tal y como se explica a continuación:

- **El originador u originadora:** Se define como la persona individual o jurídica, nacional o extranjera propietaria del bloque de activos o conjunto de derechos sobre flujos susceptibles de ser titularizados, es decir quien transfiere los bienes o activos base del proceso titularizador al patrimonio autónomo; así



pues el originador es la persona que debe comprometer la propiedad del activo transferido cuya finalidad es respaldar la emisión de títulos. Así mismo el originador es la beneficiaria de los fondos que se obtengan de los inversionistas y quien recibe las utilidades correspondientes al bloque de activos titularizados. Algo importante de aclarar es que el originador constituye una persona distinta de la entidad emisora de los valores.

Es de hacer notar que en algunas legislaciones, el originador no se requiere para los casos de titularizaciones estructuradas a partir de fondos comunes especiales o de fondos de valores, como en el caso de Colombia.

Dentro de las entidades originadoras que han titularizado activos existen: Compañías desarrolladoras de vivienda, compañías de vehículos, empresas de leasing, tarjetas de crédito, empresas de tiempo compartido, servicios de salud, aseguradoras y en los últimos tiempos hasta la venta de discos de cantantes famosos; siempre y cuando claro está que se genere un flujo de caja estadísticamente predecible.

- **Agente de manejo:** Es el vocero del patrimonio autónomo o fondo emisor de los valores. Se encarga de recaudar los recursos provenientes de la emisión y se relaciona con los inversionistas. El agente de manejo debe velar por el manejo seguro y eficiente de los recursos que ingresen al patrimonio.
- **Entidad administradora o administrador:** En virtud de su función administradora, este participante se encarga de la administración, custodia y conservación de los bienes o activos objeto de la titularización, así como del recaudo y transferencia al agente de manejo de los flujos provenientes de dichos activos o bienes.

Puede actuar como administrador del proceso titularizador el originador de la misma, el agente de manejo o una persona diferente. Sin embargo, la actuación del administrador no exonera al agente de manejo de su responsabilidad en la realización diligente de los actos necesarios para la consecución de la finalidad perseguida en el proceso.

- **Emisora o vehículo de propósito especial (VPE):** Este participante es la persona jurídica facultada por la Ley para emitir los valores que representan el bloque de activos o flujos titularizados. Su principal función es recibir la cartera de activos trasladados por el originador con el fin de emitir títulos negociables. A su vez, es responsable de pagar el rendimiento y capital a los inversionistas. A este participante del proceso se le denomina también vehículo de quiebra remota, debido a que los inversionistas no se ven afectados por la quiebra que pudiera sufrir el originador y el emisor. Algunas veces puede ser el mismo agente de manejo el que emita los valores.
- **Colocador:** Llamado también “*underwriter*”(suscriptor), es la entidad responsable de vender los títulos emitidos por el VPE a los inversionistas, su existencia no es esencial, puede ser el propio VPE, una casa de bolsa o una corporación financiera.
- **Inversionistas:** Son las personas individuales o jurídicas, públicas, privadas, nacionales o extranjeras, que adquieren los valores que resultan como producto de un proceso de titularización y que, por lo tanto asumen el riesgo de la emisión que realizan. Dentro de los posibles inversionistas se encuentran: Fondos de pensión, fondos de inversión, aseguradoras, tesorerías de bancos, financieras y otras entidades.

❖ **Otros elementos:**

- **Calificadora de riesgo:** Se puede definir como una entidad especializada en determinar el riesgo de los títulos a negociarse en el mercado de valores, y contribuye a la fijación del precio de los mismos. En la mayoría de legislaciones se exige la calificación de los valores susceptibles a ser negociados en el mercado, pues es de ésta manera como se permite que el inversionista evalúe el riesgo del título y tome una decisión antes de invertir.

La calificadora de valores realiza su función evaluando la calidad del activo, el flujo de caja y la seguridad jurídica, brindando un estudio especializado y consistente respecto de las condiciones de inversión.

- **Avalista o mejorador:** Este participante tiene como finalidad, reducir el riesgo crediticio de la emisión. Puede ser una sociedad financiera o aseguradora que está dispuesta a sumir el riesgo de la emisión (tal como la mora de los clientes por ejemplo) y para tal efecto se constituye un contrato de seguro como medio de cobertura, o bien se puede crear una carta de crédito.
- **Bolsa de valores:** Es la entidad que presta la infraestructura y los servicios necesarios para la negociación de los valores objeto de la titularización en mercado secundario, dándole transparencia y publicidad al proceso en beneficio de los inversionistas.
- **Entidad de control:** Es la entidad responsable de fiscalizar el desarrollo del proceso, así como tiene a su cargo el control de los participantes.



## 2.4.2 Elementos objetivos:

◀**Los activos:** Es el bloque de bienes, que son transferidos por el originador del proceso de titularización, en general se pueden titularizar todo tipo de activos, es decir bienes muebles, inmuebles, corpóreos o incorpóreos (derechos de contenido económico), que sean susceptibles de ser transferidos para llevar a cabo la titularización, siempre que los mismos sean generadores de flujo de caja.

Según Pavel citado por Paolantonio<sup>4</sup>, los activos susceptibles de ser titularizados deben cumplir con los siguientes atributos:

- Características comprensibles del crédito;
- Patrones de pago bien definidos;
- Flujos de fondos predecibles;
- Vencimiento promedio de al menos un año;
- Bajos índices de demora en los pagos y de incumplimiento;
- Amortización integral;
- Diversidad de obligados, y
- Alto valor de liquidación
- Homogeneidad en los activos

◀**Los valores:** Son los títulos que se emiten como resultado de un proceso de titularización de activos, estos títulos pueden ser:

**Corporativos o de participación:** Son aquellos en los que el inversionista adquiere una parte alícuota del patrimonio autónomo y participa de las utilidades o pérdidas que éste genere. Se asimilan a títulos de renta variable y se encuentran normalmente referenciados en unidades de participación. Estos títulos son

---

<sup>4</sup> Fondos comunes de inversión, pag. 9.



susceptibles de ser redimidos antes de la extinción del patrimonio autónomo, debido a la liquidación de la parte de sus activos o bienes.

**De contenido crediticio:** Se conocen como aquellos títulos que incorporan derechos a percibir la cancelación del capital y de los intereses de acuerdo con las condiciones señaladas en el título. Se asimilan a títulos de renta fija y los activos que conforman el patrimonio autónomo respaldan el pasivo con los inversionistas.

**Mixtos:** Se consideran títulos que constituyen la mezcla de los dos anteriores. Ya que pueden contemplar una rentabilidad mínima o un límite máximo de participación, o las dos. Así como pueden incorporar derechos de participación amortizables.

◀**Mecanismos de cobertura:** Como una forma de proteger al inversionista de posibles incumplimientos que eventualmente pudieran surgir en el desarrollo del proceso titularizador, se establecen ciertos mecanismos de cobertura los cuales se pueden estructurar atendiendo a datos históricos, proyecciones económicas, inflación, devaluación, tasas de interés, plusvalía y otros factores. Es importante mencionar que dichos mecanismos pueden combinarse según las necesidades a cubrir. Entre los principales mecanismos de seguridad se encuentran:

**Los que implican respaldo del originador:** Estos son aquellos mecanismos de seguridad, en los cuales el mismo originador es el que crea el mecanismo en favor del inversionista, tales como:

- **Sustitución de activos:** Este mecanismo de seguridad se traduce en una obligación que adquiere el originador de sustituir los activos que hayan producido distorsiones o desviaciones de flujo, por otros activos. Los activos sustitutos deben ser de similares o mejores características que los

sustituídos, debiendo ser provistos por el mismo originador, debiéndosele transferir a cambio los activos que se están sustituyendo.

- **Garantía o aval:** Este mecanismo puede ser constituido tanto por el propio originador o bien por un tercero, quien se compromete a cumplir total o parcialmente con los derechos reconocidos a favor de los inversionistas, este también puede ser considerado como un mecanismo externo.
- **Subordinación de la emisión:** Según este mecanismo de seguridad el originador debe suscribir una parte de los títulos emitidos en virtud del proceso titularizador, esto se hace en el caso de desviaciones del flujo de fondos proyectado, caso en el que se toman los fondos que provengan de la parte suscrita por el originador.

**Internos:** Estos mecanismos de cobertura se obtienen de la propia cartera aportada, entre estos se encuentran:

- **Sobrecolateralización:** Es un mecanismo de seguridad utilizado para resguardar y proteger la cartera. El cual consiste en que los títulos provenientes del proceso titularizador son emitidos en un monto menor que el monto de los activos transferidos por la entidad originadora. Por ejemplo: De un 100% que representa el total de los activos transferidos al patrimonio autónomo, únicamente se titularizan o se oferta una emisión del 80%, quedando un 20% como contingente de seguridad, en caso de cualquier riesgo.
- **Subordinación de la emisión:** Implica que la emisión de títulos contemple una porción o serie, denominada subordinada, a la cual se imputan hasta agotarla, los posibles siniestros o faltantes de activos, mientras que a la porción no subordinada se destinarán en primer término, los flujos



requeridos para la atención de capital e intereses incorporados en tales títulos. La porción subordinada puede ser adquirida por el originador, por una tercera entidad o ser colocada en el mercado.

- **Exceso de flujo de caja:** Este mecanismo es factible cuando existe un margen diferencial o excedente entre el rendimiento generado por la cartera y la tasa de interés pagada al inversionista. Con dicho exceso se constituirá un fondo que cubrirá los posibles riesgos.

**Externos:** Estos son aquellos que requieren la participación del mismo emisor o de un agente externo al proceso de titularización y, tienen como principal objetivo proteger al inversionista. Entre ellos se encuentran:

\* **Mecanismos externos constituidos por el originador:** Estos son mecanismos que representan un desembolso de liquidez para la entidad originadora. Estos son:

- **Carta o apertura de crédito:** Consiste en la emisión de una carta de crédito a favor del patrimonio autónomo, para que éste tenga acceso al mismo, en caso existan desfases en el flujo para pago a los inversionistas. El originador asume la deuda en caso de utilización de la carta de crédito.
- **Depósito en dinero:** Consiste en que el originador apertura una cuenta en una entidad financiera, siendo beneficiario el VPE, pudiendo utilizarse únicamente para cubrir los faltantes que pudiesen surgir en un momento dado.
- **Cash collateral account:** Consiste en que la entidad originadora obtiene un préstamo de una entidad financiera. Invierte el préstamo en la misma



entidad prestamista en inversiones líquidas y seguras, con el fin de poder disponer de ellas en un momento dado.

- **Títulos de deuda en garantía:** Se invierte en títulos de deuda líquidos y seguros, con el fin de venderlos para obtener la liquidez necesaria para cubrir desfases en el proceso. El beneficiario exclusivo de dichos títulos es el VPE.

\* **Mecanismos externos constituidos por un mejorador:**

- **Aval de un tercero:** Tal y como ya se explicó anteriormente este mecanismo puede considerarse también como propio del originador, dependiendo quien lo estructure y, consiste en que una entidad financiera tiene un compromiso de pago por cierta cuantía.
- **Seguro de crédito:** Consiste en que los activos objeto de la titularización son asegurados por una entidad aseguradora, por lo que el proceso en sí, implica menos riesgo.
- **Compromiso de compra de activos:** Consiste en que un tercero se compromete a inyectarle liquidez al proceso por medio de la compra de los activos titularizados, o de los títulos a los inversionistas.

## 2.5 Estructuración del proceso

La mayoría de expertos en la materia, consideran que para alcanzar el éxito en el proceso titularizador, se deben tomar en cuenta los siguientes aspectos antes de iniciarlo:

- **Activos a titularizar:** Se debe tener presente que los activos a titularizar deben cumplir con ciertos parámetros, en especial se deben considerar aspectos como: Flujo de caja

que generan, en especial si es predecible o no; tamaño de la cartera de activos a titularizar, ya que debe ser de un tamaño considerable para que el proceso sea rentable; calidad y potencialidad de los activos; la cartera a titularizar debe generar un rendimiento más alto del que se planea pagar a los inversionistas; analizar los costos (tanto de manejo y del financiamiento); considerar la irrevocabilidad de la transferencia del bloque de activos; tener presente que la emisión se encuentra respaldada únicamente con la cartera de activos aportada; así como el sistema de amortización, plazo original, plazo restante y madurez. Entre otros aspectos relevantes están las tasas de interés, frecuencia de pago de los intereses, calidad de la cartera (es decir analizar el historial de la misma, determinando el porcentaje de morosidad y de no pago) y homogeneidad en el activo, pues de no existir tal condición se deben establecer estándares que todos los activos deben cumplir, como por ejemplo: fechas de vencimiento, entre otras.

- **Análisis y cuantificación de riesgos:** Tomar en cuenta los posibles riesgos de la emisión (tema que se tratará con posterioridad) y de los activos objeto de la titularización. Se deben observar datos y proyecciones históricas.
- **Diseño de mecanismos de seguridad:** Luego de haber elegido el bloque de activos a titularizar y de haber analizado los posibles riesgos que en un momento dado pudieran afectar tanto el patrimonio autónomo, como la emisión en sí, corresponde al diseño de los mecanismos de seguridad. Para diseñar estos mecanismos, se debe tomar en cuenta el costo que éstos representan y la disponibilidad monetaria con que se cuenta; tal y como quedó establecido anteriormente, existen diversos mecanismos que pudieran adoptarse según el tipo de riesgo que el proceso titularizador deba afrontar.
- **Análisis de estados financieros y proyecciones de flujo de caja:** Es de suma importancia que auditores externos (de preferencia) realicen un análisis tanto de los estados financieros como del flujo de caja existente, con el fin de tener una visión más completa de la situación económica y financiera que se afronta. En el análisis deben

tomarse en cuenta datos históricos, comportamiento de la cartera durante los últimos años, amortizaciones y sus frecuencias, monto de pago de intereses, plazo restante, porcentaje de morosidad, cuentas incobrables y otras situaciones que pudieran considerarse de riesgo. El principal objetivo de este análisis es poder elaborar proyecciones de flujos de caja haciendo un enfoque del mejor y del peor escenario, con el fin de tomar en cuenta los riesgos que podrían afectar en un momento determinado.

- **Diseño de los títulos:** Al diseñar los títulos objeto de un proceso titularizador se debe hacer principalmente un análisis de mercado, para así determinar las preferencias de los inversionistas, es decir si éstos prefieren títulos a largo o corto plazo, tasas variables o fijas, entre otras; asimismo se debe determinar que tipo de títulos se emitirán, es decir si serán títulos de participación, de crédito o mixtos.
  
- **Determinar el vehículo de propósito especial (VPE):** El VPE puede variar de país en país, de conformidad con la respectiva legislación de que se trate. Generalmente éste se elige atendiendo a ventajas y/o desventajas que las distintas figuras pueden presentar; lo que es indudable es que sea cual fuere el VPE a utilizar, éste debe estar protegido contra la quiebra de la entidad originadora, por lo cual es recomendable que se lleven libros y controles separados; diferentes cuentas bancarias; que exista una resolución del órgano competente en el que se declare que la quiebra del originador no afecta al VPE y que los activos de ésta no están consolidados con los del VPE; y por último vigilar que la transferencia de los activos por parte de la originadora hacia el VPE es transparente y que se hayan separado correctamente los flujos de caja.
  
- **Mejora de la cartera crediticia:** Esto se hace con el fin de que los títulos emitidos en virtud del proceso titularizador cuenten con menos riesgos y por ende tengan una calificación de riesgo menor.
  
- **Otros aspectos a considerar:** Entre estos se puede mencionar: emitir los títulos de conformidad con las exigencias del mercado en un momento determinado; llevar a cabo

una buena administración de los montos que se obtengan como resultado de la titularización y liquidar el VPE cuando éste haya cumplido su función.

- **Costos de la titularización:** Desde el inicio hasta la emisión de los títulos, el proceso titularizador suele ser largo y complejo, por lo que antes de titularizar además de tomar en cuenta los factores anteriormente descritos; se deben contemplar los costos, en especial en aquellos mercados en donde la titularización aún está en sus inicio, pues en éstos, la entidad originadora es quien actúa como administradora, lo cual implica costos extras para la originadora. Dentro de los costos a considerar se encuentran:
  - Costos de recopilar los datos históricos
  - Rendimiento que los títulos ofrecerán a los inversionistas
  - Colocación, inscripción de títulos
  - Mecanismos de seguridad
  - Comisión del VPE: Por manejo de la cartera ya sea una fiduciaria, sociedad anónima u otra.
  - Software: Tomar en cuenta que debe servir para varios procesos de titularización
  - Honorarios de la agencia calificadora.

## 2.6 Modalidades del proceso:

De acuerdo con la opinión de expertos y estudiosos en materia de titularización, sin perjuicio de que puedan crearse otras, existen ciertas modalidades que puede adoptar el proceso titularizador, entre ellas:

- ❖ ***Pass-through:*** Esta modalidad es la que comúnmente utilizan la mayoría de países en la estructuración de procesos titularizadores y consiste en la transferencia de un bloque de activos para la conformación de un patrimonio autónomo, esto se realiza mediante un contrato en virtud del cual la entidad originadora trasfiere el bloque de activos, con la finalidad de emitir títulos en desarrollo de un proceso de titularización.



Las características de esta modalidad son las siguientes:

- Los activos son transferidos en virtud de un contrato de fideicomiso a una compañía fiduciaria, por ejemplo: Sociedades titularizadoras (en Perú) o sociedades fiduciarias (Colombia) con el objeto de la formación de un patrimonio autónomo.
  - El patrimonio autónomo está afecto a la finalidad específica de servir como garantía del cumplimiento de las obligaciones derivadas de la emisión de títulos.
- ❖ **Asset-backed bonds:** Según ésta modalidad no existe el aislamiento de activos a titularizar para la formación de un patrimonio autónomo, sino que dichos activos permanecen en el patrimonio del originador, el flujo de fondos los activos generen no afectan el pago del principal o de intereses de los títulos de deuda emitidos, por lo que en la mayoría de casos éstos títulos son mejorados adicionando activos.
- ❖ **Pay-through:** Esta consiste en la venta que la entidad originadora hace de la cartera titularizada a la emisora. La entidad emisora emite nuevos títulos contra su propio patrimonio, el cual consiste únicamente en los activos que le fueron transferidos por el originador del proceso y tiene como pasivos, las obligaciones derivadas de la emisión de los títulos.

## **2.7 Ventajas y desventajas del proceso:**

### **2.7.1 Ventajas:**

El proceso titularizador tiene grandes ventajas para los participantes, pero se considera que la mayor ventaja del mismo, es constituir un mecanismo de desintermediación financiera, el cual en ausencia de intermediarios financieros tradicionales hacen menos oneroso el proceso.



Entre las ventajas que aporta el proceso titularizador a la entidad originadora se pueden mencionar:

- **Proveer liquidez:** Ya que en virtud del proceso, se transforman activos que la originadora consideraba ilíquidos o de lenta o poca rotación en fondos líquidos que tienden a satisfacer las exigencias financieras del momento. Esto como ya se explicó con anterioridad se logra mediante la emisión y colocación de títulos-valores. Al contar con mayor liquidez, la entidad originadora está en capacidad de otorgar préstamos, en virtud de que se cuenta con mayor cantidad de fondos.

Así pues, a mayor cantidad de fondos, mayor posibilidad de financiar grandes proyectos de inversión.

- **Reducción del costo del capital:** Ya que el costo del capital obtenido por la entidad originadora en virtud del proceso de titularización se minimiza, en comparación, si esta hubiese adquirido el capital a través del endeudamiento.

Esto se logra en virtud de que la entidad originadora retira el monto del bloque de activos titularizados y el correspondiente monto de la deuda, los cuales son trasladados al VPE.

- **Rotación de activos:** Se hace posible mediante la reasignación de recursos, que permite contar con mayores posibilidades de inversión.
- **Mejora de los índices financieros:** Esto se da cuando la originadora retira los activos de sus balances generales, creando un mejoramiento de sus índices financieros es decir mejora el índice de retorno de activos, retorno de capital, nivel de endeudamiento e índice de solvencia.

- **Racionalización de costos financieros:** Al titularizar una cartera de activos, el originador puede adquirir préstamos a menor costo, ya que los títulos emitidos en virtud del proceso representan un riesgo crediticio menor para el mismo.
- **Desvinculación del crecimiento y exposición a riesgo:** Al depender de un número más grande de inversionistas y al expandir la base de clientes, se logra una diversificación de la cartera, por lo que no sólo existe una reducción del riesgo, si no que los valores provenientes de la titularización, pueden ser colocados sin necesidad de negociar la tasa de interés, lo que sucede al contrario cuando se trata de inversionistas de gran tamaño.
- **Diversificación de inversionistas:** Según sean las características del proceso titularizador, éste puede atraer diversos tipos de inversionistas, los cuales pueden ser grandes o pequeños dependiendo de las características de los títulos que se hayan emitido.

#### **Ventajas para el inversionista:**

- **Mayores opciones de inversión.**
- **Disminución del riesgo:** Debido al aumento y diversidad de los títulos que pueden surgir dentro de una economía abierta y competitiva, se logra una mejor calidad de los mismos, con la consecuente disminución del riesgo crediticio.

Con sólo el hecho de aislar el bloque de activos por parte del originador para la conformación de un patrimonio autónomo, ya se atrae a inversionistas extranjeros en virtud de la reducción del riesgo país.

- **Visión del riesgo:** Evaluar el riesgo a que ésta sujeta la emisión. Esto depende de la legislación del país de que se trate, pero en general, en la mayoría de

países se cuenta con la opinión emitida por una entidad especialista como la calificadora de valores, que le permite al inversionista tomar una opción más acertada antes de invertir.

- **Posibilidad de hacer líquido el título en el mercado secundario.**

### 2.7.2 Desventajas:

Como en cualquier otro proceso financiero, en el proceso titularizador además de existir múltiples ventajas que lo hacen ser un proceso atractivo, tanto para el originador como para el inversionista, también se deben analizar las posibles desventajas que éste podría contener:

- **En cuanto a costos:** Se debe tener en mente que dependiendo de diversos factores y del país en el que éste se desarrolle, el proceso titularizador puede tornarse complejo, por lo que se exige un equipo de trabajo organizado y disciplinado, que cuente con todos los recursos económicos, materiales y técnicos que el proceso demande en un momento determinado.
- **En cuanto a legislación:** Es indudable que la legislación es un factor determinante en el adecuado desarrollo del proceso titularizador. Tal y como se expuso en el capítulo I del presente trabajo, existen varios países que poseen un marco legal bastante completo en cuanto a titularización se refiere; en contraposición a esto, en la mayoría de países y más en los latinoamericanos, la legislación en cuanto a titularización es incipiente y en otros inexistente.

Algunos estudiosos del derecho consideran que el hecho de que la titularización de activos se encuentre regulada de forma escasa, o no se encuentre regulada en el peor de los casos, no debe tomarse como una desventaja, ya que según la perspectiva de éstos, el hecho de que el proceso titularizador no se

encuentre regulado en una legislación determinada, no debería contemplarse como una desventaja en el sentido más puro, debido a que de acuerdo al principio de la “autonomía de la voluntad” del derecho, los individuos tienen libertad plena para contratar y con ello desarrollar la titularización.

La ponente de este trabajo difiere de éste criterio, debido a que si bien es cierto que basándose en el principio de la “autonomía de la voluntad”, se puede buscar la forma legal de desarrollar la titularización en países que no cuentan con legislación adecuada para su implementación; es indudable que la ausencia de parámetros y normas claras que rijan el proceso titularizador, siempre traerá como consecuencia gasto de recursos humanos, económicos, técnicos y materiales de forma innecesaria, debido al tiempo que se debe emplear en la búsqueda de la implementación del mecanismo que permita llevar a feliz término el proceso titularizador, por lo que sí es un aspecto a tomar en cuenta.

## **2.8 Riesgos del proceso:**

En todo mecanismo financiero existen ciertos riesgos a considerar, por lo que es necesario que se analice el proceso titularizador a la luz de aquellas situaciones que en un momento dado podrían afectar el proceso.

Primero que nada, es necesario conocer lo que es un riesgo, por lo que en un sentido amplio se entiende por riesgo “la posibilidad de sufrir un daño en el futuro”. En un contexto económico-financiero riesgo significa “el daño que consiste en la pérdida de un valor económico”<sup>5</sup>. Así pues en un sentido amplio “riesgo” se entiende “como la posibilidad de sufrir un daño futuro”.

---

<sup>5</sup> Soler Ramos, José A. et. al. **Gestión de riesgos financieros, un enfoque práctico para países latinoamericanos**, pag.4.

En torno a este tema existe diversidad de conceptos y clasificaciones aportadas por especialistas y estudiosos del tema, por lo que a continuación se presentan los que se consideran más importantes:

Según Steven I. Dyn<sup>6</sup> y el Comité de Basilea<sup>7</sup>, el proceso titularizador se puede ver afectado por los siguientes riesgos derivados de la entidad originadora:

- **Riesgo de liquidez:** Sucede cuando existe una liquidación anticipada de activos que generalmente conlleva pérdidas. Esto tiene su origen en dificultades para financiar con un costo normal el crecimiento de los negocios y, por la imposibilidad de conseguir obligaciones de flujos de efectivo necesarios para seguir operando.
  
- **Riesgo de mercado:** Se refiere a las variaciones que puedan sufrir los precios en un momento determinado, los cuales pueden acarrear pérdidas. Dentro del riesgo de mercado se debe tomar en cuenta:
  - El riesgo de tipo de interés: Cuando el valor que tenga una entidad depende del nivel que tengan ciertos tipos de interés en los mercados financieros.
  
  - Riesgo de acciones: Cuando el valor de una entidad depende de la cotización de determinadas acciones en los mercados financieros.
  
  - Riesgo cambiario: Cuando el valor de una entidad depende del nivel que tengan ciertos tipos de cambio entre divisas en los mercados financieros. Básicamente éste riesgo se da cuando el valor actual de sus activos en cada divisa no coincida con el valor actual de los pasivos en la misma divisa, y la diferencia no esté compensada por instrumentos fuera de balance.

---

<sup>6</sup> **Securitización, mortgages and other asset-backed securities**, pag. 33.

<sup>7</sup> **Basel comite on banking supervision**, consultative document, asset securitization, supporting document to the new basel capital accord, pag. 10.

- **Riesgo operativo:** Se refiere a la probabilidad de sufrir pérdidas como resultado de procesos internos inadecuados, por ejemplo: fallas en el recurso humano y sistemas, o bien pueden ser producidas por agentes externos.
- **Riesgo legal:** Surge de la probabilidad de no contar con los profesionales del derecho adecuados en el asesoramiento en la estructuración del proceso, o bien del incumplimiento de la propia Ley.

Considerando que el proceso titularizador se basa en proyecciones del comportamiento de la cartera de activos titularizados y que en el transcurso del tiempo, existe la posibilidad de que surjan diversas condiciones que pueden afectar los flujos proyectados, ya sea a favor o en contra del proceso, es importante que se realicen las siguientes preguntas ¿Qué pasa si los deudores de los activos titularizados no pagan? ¿Qué pasa si las tasas de interés caen? ¿Qué pasa si los deudores de los activos titularizados pagan anticipadamente? En consideración con lo anterior deben analizarse los siguientes riesgos:

- **Riesgo de crédito:** Es lo que se conoce como pérdida de cartera, se deriva del incumplimiento del pago de los deudores del patrimonio autónomo, lo cual se convierte en pérdidas definitivas que se determinan al final de una acción legal o proceso.
- **Mora:** La mora es el retraso del pago por parte de los deudores del patrimonio autónomo. Debido a esto, puede ser que el VPE no reciba los montos necesarios para cubrir los pagos que tiene programados a los inversionistas, en las fechas establecidas. Para determinar si existe o no riesgo de mora, se debe analizar el tipo de garantía que respalda al crédito y el criterio que se utilizó para determinar la cartera de sus préstamos. Se debe tomar en cuenta que existen ciertos factores que influyen en el nivel de morosidad, tales como: la capacidad de cobro, tipo de activos que respaldan el crédito y hasta el porcentaje de desempleo existente en el momento.

- **Riesgo básico:** Existe éste riesgo, cuando la cartera de activos titularizada depende de un índice o de una tasa que tiene fluctuaciones, lo que puede ocasionar cierto desbalance entre el activo y el pasivo del patrimonio autónomo. Generalmente este es un riesgo que se da cuando los deudores realizan sus pagos en moneda local y los pagos a los inversionistas son en moneda extranjera, entonces el patrimonio autónomo depende directamente del comportamiento de ambas monedas.

Sin embargo este riesgo no es preocupante, debido a que en la mayoría de casos, el pago que realizan los deudores es en la misma moneda que se les paga a los inversionistas.

- **Riesgo de prepago:** El prepago significa la cancelación anticipada del crédito por parte de los deudores al patrimonio autónomo. Se considera que éste riesgo es muy difícil de eliminar, debido a que éste depende de la voluntad del ser humano en donde influyen circunstancias familiares, económicas y otras de diversa índole, que hacen de éste riesgo una variable muy volátil.

El prepago genera una distorsión en el flujo de caja que se había proyectado en el proceso titularizador, por lo que en la mayoría de casos éste riesgo se traslada a los inversionista de los títulos, los cuales por lo general, no están de acuerdo con la medida, debido a que sus expectativas eran de una inversión a largo plazo.

Al establecer cierto monto con motivo de los prepagos, lo más aconsejable es que dicho monto sea traslado al inversionista, por lo que se debe tomar en cuenta que ingresará tal cantidad al flujo de caja. Asimismo debe tomarse en cuenta, que si el prepago no se efectúa, existirá un faltante en el flujo de caja, lo que demanda recurrir a un mecanismo de seguridad, que podría ser un fondo monetario.

La mayoría de inversionistas no están de acuerdo con el hecho de que se les prepaguen sus títulos, debido a que inicialmente su inversión se visualizaba a largo plazo;





es por ello que es importante que en el prospecto de emisión de los títulos se haga la advertencia del posible riesgo.

Existen seis factores que afectan la tasa de prepago los cuales en la mayoría de casos afectan a las hipotecas, pero algunos de ellos podrían aplicarse a cualquier cartera<sup>8</sup>:

- **Riesgo de tasa:** Este riesgo proviene de las medidas que se pueden tomar para contrarrestar el riesgo de prepago, como lo es el hecho que los títulos producto del proceso titularizador, sean de tasa fija y con esto nace el riesgo de que las condiciones de mercado varíen desfavorablemente para el inversionista.



## CAPÍTULO III

### 3. La titularización de activos y su regulación en el derecho bursátil

#### 3.1 Generalidades

Como todo proceso legal y financiero, para su adecuado desarrollo, la titularización debe estar fundamentada en bases legales sólidas, las cuales permitan tanto a los originadores como a los inversionistas tener certeza jurídica acerca de la creación, modificación, transmisión y extinción tanto del proceso, de sus elementos y de los derechos y obligaciones que nacen con el mismo.

El derecho bursátil, como rama del derecho mercantil a través de la cual se estudian el conjunto de normas y principios que regulan la actuación de los participantes bursátiles (entiéndase: originadores, emisores, casas de bolsa, participantes institucionales e inversionistas); los procedimientos que se deben seguir para la emisión, oferta y negociación de valores a nivel general y las condiciones de publicidad a que están sujetas las ofertas públicas de valores; es a quien le corresponde la tarea de aportar normas jurídicas claras, tendientes a regular el proceso de titularización, otorgando transparencia y seguridad a los participantes de dicho proceso, con el fin de resguardar sus intereses.

Es objetivo de este trabajo determinar el marco legal que fundamenta la titularización de activos en Guatemala y que la normativa sea lo suficientemente amplia como para conceder certeza jurídica al proceso en beneficio de los participantes, o bien, si es necesario ampliarla para evitar lagunas de Ley.

De acuerdo con el objetivo ya mencionado, vale la pena analizar el marco legal que regula la titularización a nivel internacional, para así poder adquirir un panorama

---

<sup>8</sup> Hayre L, K Launterbach y C. Monhebi Prepayment models and methodologies, citados por Frank Fabozzi en **Advances and innovations in the bond and mortgage markets**, pags 305-449.



mucho más amplio en cuanto a normas titularizadoras se refiere y analizar a nivel comparativo, el desarrollo de las normas que rigen la titularización en Guatemala.

### **3.2 Marco legal de la titularización a nivel internacional**

A continuación se analizan los principales aspectos de la titularización, a la luz de las normas que rigen el proceso titularizador en algunos países de Sudamérica, en los cuales se considera que dicho proceso ha alcanzado gran éxito:

#### **3.2.1 Perú**

La titularización en Perú tiene como marco legal la Ley del Mercado de Valores, Decreto legislativo número 861; así como el Reglamento de los Procesos de Titulización de Activos Resolución CONASEV<sup>9</sup> N. 1-1997-EF/94.10, publicada el 09 de enero de 1997.

Con el fin de evitar ambigüedades y malas interpretaciones, es importante que exista un cuerpo legal que defina el concepto de titularización. Así pues en Perú, La Ley del Mercado de Valores en su Artículo 291, define la titularización como “titulización” y explica que se entiende por la misma: “un proceso mediante el cual se constituye un patrimonio cuyo propósito exclusivo es respaldar el pago de los derechos conferidos a los titulares de valores emitidos con cargo a dicho patrimonio, comprende asimismo, la transferencia de los activos al referido patrimonio y la emisión de los respectivos valores”.

En cuanto a los participantes en el proceso, la denominación que se les dé a los mismos puede variar de conformidad con el país de que se trate. Así pues en Perú el Artículo 292 cuyo epígrafe se lee “términos” define entre otros a los

---

<sup>9</sup> Comisión Nacional de Valores del Perú



principales participantes en un proceso titularizador: “(...) c) Mejorador: La persona que otorgue garantías adicionales para el pago de los derechos que confieren los valores emitidos en virtud de procesos de titulización; d) Originador: La persona en interés de la cual se conforma un patrimonio de propósito exclusivo y que se obliga a transferir los activos que los integran; (...) g) Servidor: La persona que ejecuta el cobro de las prestaciones relativas a los activos integrantes de un patrimonio de propósito exclusivo”. Es de hacer notar como en Perú se crea la figura del servidor la cual en otros países comúnmente es llamado administrador o bien agente de manejo.

Tal y como quedó establecido en los capítulos anteriores el proceso de la titularización consiste en la transferencia de un patrimonio autónomo que el originador realiza, utilizando un vehículo especial en el cual transforma activos tradicionalmente ilíquidos en líquidos. La legislación peruana establece en sus Artículos 292 y 294 que se entiende por patrimonio de propósito exclusivo (patrimonio autónomo) “aquel que sirve de respaldo al pago de los derechos incorporados en valores mobiliarios emitidos en un proceso de titulización”.

Asimismo establece las clases de patrimonios de propósito exclusivo, entre estos se mencionan: “a) Patrimonios fideicometidos, mediante fideicomisos de titulización; b) Patrimonios de sociedades de propósito especial y c) Otros que resulten idóneos, según lo establezca CONASEV mediante disposiciones de carácter general”. De lo anterior se deduce que pueden tomarse como vías para implementar la titularización a) los fideicomisos de titulización, las sociedades de propósito especial y otros que la CONASEV establezca. Este último deja la puerta abierta para la implementación posterior de otras vías que puedan surgir en el futuro.

En cuanto a los activos que pueden ser titularizados establece la legislación peruana en sus Artículos 295 de la Ley del Mercado de Valores 5, 9 y 36 del



Reglamento, que pueden integrar el patrimonio de propósito exclusivo, aquellos activos y la esperanza incierta, sobre los que su titular pueda disponer libremente, pero que no es permitida la utilización de bienes embargados o sujetos a litigio por cualquier otra causa. Asimismo se clasifica los activos susceptibles de titularizarse de acuerdo con la vía que se utilice. Así para procesos que surjan a partir de un fideicomiso de titularización, se contemplan activos tales como: a) carteras de crédito y otros activos generadores de un flujo de efectivo; b) bienes inmuebles; c) diseños, estudios técnicos y demás medios y activos para el desarrollo del proyecto, con cuyos frutos y productos se respaldará el pago de los valores que se proyecta emitir (utilizados para la estructuración de proyectos específicos); d) el flujo de efectivo de obras de infraestructura y servicios públicos apoyados en proyecciones financieras y e) otros activos que sirvan de respaldo a los valores emitidos. Tal y como se observa de acuerdo al detalle de los activos susceptibles de titularizarse a través de un fideicomiso de titularización, pareciera que el proceso es cerrado, lo que no es cierto si se analiza que la misma legislación deja abierta la posibilidad de que el patrimonio de propósito exclusivo sea formado con otros activos que sirvan de respaldo a los valores que se vayan a emitir.

Distinto es el caso si se trata de un proceso proveniente de una sociedad de propósito especial, en la cual establece la legislación ya mencionada, que pueden estructurarse procesos de titularización a partir de activos como carteras de crédito y otros que generen flujo de efectivo, así como los accesorios de los mismos y que tales sociedades tienen la posibilidad de integrar a su propio patrimonio activos que sean distintos a los crediticios, que requieran para el cumplimiento de sus funciones.

En cuanto a mecanismos de cobertura, la legislación peruana no regula expresamente lo que debe entenderse por estos, solamente hace referencia en el Artículo 298 de la Ley del Mercado de Valores que como protección a los inversionistas: “No podrá declararse la nulidad por simulación, la anulación, ni la

ineficacia por fraude del acto por el cual una o más personas naturales o jurídicas constituyen un patrimonio de propósito exclusivo y se obligan a transferir activos para que se incorporen en dicho patrimonio, cuando pudiera derivar en un perjuicio para quienes hubieren suscrito o adquirido los valores por oferta pública, o que, habiéndolos suscrito o adquirido en virtud de una negociación privada, hubieren obrado de buena fe y pudieran sufrir un perjuicio”. Asimismo se establece en el párrafo tercero de la misma norma “ (...) la persona o personas obligadas a transferir los activos no podrán, salvo pacto en contrario, solicitar la rescisión por lesión, la resolución o reducción de su prestación por excesiva onerosidad de la misma, ni la resolución por incumplimiento del adquirente del pago de la prestación debida en los supuestos allí señalados”. El Artículo 299 establece que existe perjuicio a los inversionistas cuando: “deviene en imposible el pago de las prestaciones debidas a los titulares de los valores, se dificulta la posibilidad de efectuar dicho pago, o en todo caso, se provoque un descenso en la categoría de riesgo asignada”

El Artículo 61 del reglamento para titularizar activos establece las garantías que podrán conformar las sociedades tituladoras, las cuales se resumen en:

“a) Depósito bancario o Certificado de depósito o Certificado Bancario a la orden de CONASEV, siempre que éstos últimos se mantengan bajo custodia de CONASEV; y b) Carta fianza bancaria a favor de CONASEV”. Tal y como se observa en cuanto a mecanismos de cobertura, únicamente se regula el caso de las sociedades titularizadoras dejando libre el fideicomiso titularizador.

En cuanto al tipo de valores a emitir el Artículo 314 de dicha Ley establece: “La sociedad tituladora emitirá valores libremente transferibles, representativos de derechos respaldados por el patrimonio fideicometido. Tales valores confieren a su titular la calidad de fideicomisario. Las clases de títulos



susceptibles a emitir son: “ a) De contenido crediticio, en los que el principal y los intereses serán pagados con los recursos provenientes del patrimonio fideicometido; b) De participación, en los que se confiere a su titular una parte alícuota de los recursos provenientes del patrimonio fideicometido; c) Otros, según disponga CONASEV mediante disposiciones de carácter general” Asimismo se observan que dicha norma también regula la posibilidad de la emisión de valores por medio de anotaciones en cuenta.

### **3.2.2 Ecuador:**

Las normas que rigen la titularización en Ecuador se encuentran enmarcadas por la Ley del Mercado de Valores emitida el 23 de julio de 1998; así como por la Resolución número CNV-009-2000 que contiene el reglamento sobre procesos de Titularización aplicable a originadores de derecho privado.

En Ecuador al igual que en Perú la legislación contempla una definición de titularización, lo que es beneficioso para los participantes, pues con esto no sólo se contribuye a la transparencia y claridad en el proceso, si no que también se fomenta la educación bursátil entre el público inversionista y población en general. Así el Artículo 138 de la Ley establece: “De la Titularización. Es el proceso mediante el cual se emiten valores susceptibles de ser colocados y negociados libremente en el mercado bursátil, emitidos con cargo a un patrimonio autónomo. Los valores que se emitan como consecuencia de procesos de Titularización constituyen valores en los términos de la presente Ley. No se podrán promocionar o realizar ofertas públicas de derechos fiduciarios sin haber cumplido previamente los requisitos establecidos por esta Ley para los procesos de Titularización”.

En cuanto al tipo de valores que pueden ser emitidos en virtud del proceso de titularización la legislación ecuatoriana contempla en su Artículo 147, que pueden emitirse:

- “ a) Valores de contenido crediticio: Por los cuales los inversionistas adquieren el derecho a percibir la restitución del capital invertido más el rendimiento financiero correspondiente, con los recursos provenientes del fideicomiso mercantil y según los términos y condiciones de los valores emitidos. Los activos que integran el patrimonio de propósito exclusivo respaldan el pasivo adquirido con los inversionistas, correspondiendo al Agente de manejo adoptar las medidas necesarias para obtener el recaudo de los flujos requeridos para la atención oportuna de las obligaciones contenidas en los valores emitidos;
- b) Valores de participación: Por los cuales los inversionistas adquieren una parte alícuota en el patrimonio de propósito exclusivo, a prorrata de su inversión, con lo cual participa de los resultados, sea utilidades, sea pérdidas, que arroje dicho patrimonio respecto del proceso de Titularización; y
- c) Valores mixtos: Por los cuales los inversionistas adquieren valores que combinan las características de valores de contenido crediticio y valores de participación, según los términos y condiciones de cada proceso de Titularización”.

La legislación en Ecuador establece que se pueden emitir valores a la orden o nominativos, y que sean representados en forma física o por medio de anotaciones en cuenta (Artículo 148).

Asimismo dicha legislación en su Artículo 141 establece en cuanto al patrimonio autónomo, que éste será un patrimonio de propósito exclusivo distinto del patrimonio del originador, del agente de manejo o de los inversionistas y que se llevará contablemente por separado; y que por lo tanto los inversionistas únicamente podrán reclamar de éste, en caso de cualquier incumplimiento, más no podrán reclamar del patrimonio del originador o del inversionista. Tal y como se observa la Ley trata de aclarar las posibles confusiones que pudieran surgir en el proceso, en torno a este tema. Así mismo la Ley establece que la transferencia de activos hecha el originador al patrimonio de propósito exclusivo, puede realizarse a





título oneroso o a título de fideicomiso mercantil, según los términos en que se lleve a cabo el proceso.

Otro de los aspectos que regula la Ley son los activos que se pueden titularizar, tal y como se regula en la legislación de Perú, el Artículo 143 de la Ley, establece que sólo son susceptibles de titularizarse activos que sean determinables, además ésta legislación se extiende a que sean libres de gravámenes, limitaciones, prohibiciones de enajenar, condiciones suspensivas o resolutorias ni deberán estar pendientes de pago, impuesto, tasa o contribución alguna. Entre los activos susceptibles de titularizarse se mencionan: valores de deuda pública; valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores, carteras de crédito, proyectos inmobiliarios y activos o proyectos susceptibles de generar flujos futuros determinables con base en proyecciones financieras de los últimos tres años. En esta legislación al igual que en la de Perú se deja abierta la posibilidad de que se puedan emitir otro tipo de valores siempre y cuando cuente con la autorización de la Superintendencia de Compañías del país.

En cuanto a los mecanismos legales de defensa o garantía para el inversionista, la Ley regula que el juez competente, mediante sentencia ejecutoriada debe declarar la nulidad, la simulación o la ineficacia de la transferencia de activos realizada, si la titularización fue hecha en fraude de terceros, así también se establece que en el caso de que los activos generen poco flujo de caja o lo generen con dificultad no es procedente realizar tales declaratorias.

En torno a los participantes en el proceso, la Ley establece en su Artículo 130 como partes esenciales:

“Originador: Consiste en una o más personas naturales o jurídicas, de derecho público o privado, públicas, privadas o mixtas, de derecho privado con finalidad



social o pública, nacionales, extranjeras, propietarios de activos o derechos sobre flujos susceptibles de ser titularizados.

Agente de manejo será una sociedad administradora de fondos y Fideicomisos que tenga a su cargo, además las funciones consagradas en el contrato de Fideicomiso mercantil, las siguientes: a) obtener las autorizaciones que se requieran para procesos de titularización en los cuales los valores a emitirse vayan a ser colocados mediante oferta pública, conforme a las disposiciones de la presente Ley; b) recibir del originador y en representación del patrimonio de propósito exclusivo, los activos a ser titularizados; c) emitir valores respaldados con el patrimonio de propósito exclusivo; d) colocar los valores emitidos, mediante oferta pública, conforme con las disposiciones de la presente Ley; e) Administrar los activos integrados en el patrimonio de propósito exclusivo, tendiendo a la obtención de los flujos futuros, sea de fondos, sea de derechos de contenido económico; y f) distribuir entre los inversionistas los resultados obtenidos. En todo caso, la responsabilidad del agente de manejo alcanza únicamente a la buena administración del proceso de titularización, por lo que no responderá por los resultados obtenidos, a menos que dicho proceso arroje pérdidas causadas por dolo o culpa leve en las actuaciones del agente de manejo, declaradas como tales en sentencia ejecutoriada, en cuyo caso responderá por dolo o hasta por culpa leve. (...)

Inversionistas, son aquellos que adquieren e invierten en valores emitidos como consecuencia de procesos de titularización.

Comité de Vigilancia, estará compuesto por lo menos por tres miembros, elegidos por los tenedores de títulos relacionados al agente de manejo. No podrán ser elegidos como miembros del mencionado comité los tenedores de títulos que pertenezcan a empresas vinculadas al agente de manejo”.

En la norma anteriormente transcrita se puede notar la integración de un Comité de Vigilancia, el cual en la legislación de Perú no se encuentra regulado. He aquí un vivo ejemplo de las variantes que puede tener el proceso dependiendo del



país de que se trate, tal y como en Perú se encuentra la figura del servidor, el cual en Ecuador no se encuentra contemplada.

En cuanto al agente de manejo según la legislación analizada, éste debe ser necesariamente una sociedad administradora de fondos y fideicomisos y el originador necesariamente debe ser propietario de los activos y no un simple poseedor.

Como patrimonio autónomo la misma legislación define que se entiende por “Patrimonio de propósito exclusivo” al emisor de la titularización, el cual constituye un patrimonio independiente integrado inicialmente por los activos transferidos por el originador y posteriormente por los activos, pasivos y contingentes que resulten o se integren como consecuencia del desarrollo del respectivo proceso de titularización.

Ligado al tema del patrimonio de propósito exclusivo, la ley hace referencia a que éste únicamente, podrá conformarse bajo las figuras de un fondo colectivo de inversión o de un fideicomiso mercantil, administrado por una sociedad administradora de fondos y fideicomisos, de donde se desprenden que las vías jurídicas para iniciar el proceso titularizador en Ecuador es a través de estas dos figuras.

En cuanto a riesgos y mecanismos de cobertura, Ecuador establece que ya sea el originador o bien el agente de manejo, deben constituir por lo menos un mecanismo de cobertura para paliar los posibles riesgos que puedan surgir dentro del proceso. Entre los posibles mecanismos de cobertura se mencionan la garantía o aval, la sobrecolateralización, la subordinación de la emisión, contratos de apertura de crédito, garantía bancaria, exceso de flujos de efectivo y la constitución de fideicomisos de garantía entre otros.

### 3.2.3 Colombia

En cuanto a titularización se refiere, Colombia se ha constituido en uno de los pilares fundamentales del proceso titularizador, debido a que es el país sudamericano que ha alcanzado gran éxito en la implementación del mismo y el cual cuenta con amplia regulación en materia de titularización de activos. Estos factores convierten a Colombia como un vivo ejemplo para los demás países que empiezan a desarrollar el proceso y debido a ello, la mayoría de naciones que han legislado al respecto, han tomado como base la legislación colombiana.

Así pues la experiencia de la titularización en Colombia se remonta a 1905 cuando la Ley 50 estableció la posibilidad de emitir cédulas y títulos representativos de derechos sobre inmuebles, mecanismo que no tuvo acogida. Luego en 1937 mediante el Decreto-Ley 2059 se facultó al Superintendente de Bancos para autorizar a todos los bancos domiciliados en Colombia a abrir oficinas destinadas a la movilización de propiedad de bienes raíces. Dichas oficinas eran una dependencia de la respectiva sección fiduciaria de cada banco. Este mecanismo no tuvo el éxito esperado, por lo que quedó obsoleto. Así pues conforme el paso de los años, se fueron creando más y más leyes que regulaban distintos aspectos del proceso, de las cuales en el presente trabajo se mencionan las más importantes. Así en 1992, mediante la Resolución 645 comienza el proceso de regulación integral de la titularización en Colombia, fijando los requisitos para la inscripción de nuevos valores en el Registro Nacional de Valores y en las Bolsas de Valores, ésta Resolución se creó con el fin de desarrollar y promover el mercado, considerando como un mecanismo reactivador de la oferta de títulos en el mismo, la expedición de reglamentaciones que permitan el ingreso de nuevos instrumentos que contribuyan el crecimiento del mercado de capitales. El 5 de enero de 1993 surge la Ley número 35 la cual contiene normas obligatorias para el Gobierno Nacional con el objeto de regular las actividades financieras, bursátiles y aseguradoras, luego el 1 de abril de ese mismo año se creó el Decreto 653, por el cual se expidió el Estatuto



Orgánico del Mercado de Valores, cuyo reglamento quedó contenido en la Resolución número 139 de 1993 de la Superintendencia de Valores de Colombia.

Así pues, la legislación en materia de titularización de activos se encontraba dispersa en cada uno de los cuerpos legales anteriormente enunciados, lo cual ocasionaba atrasos y muchas veces desconocimiento, por lo que en 1995 surge la Resolución 400, la cual unifica y actualiza todas las disposiciones que contenían otras leyes en una sola, haciendo al proceso titularizador mucho más ágil.

Tal y como se estableció en el párrafo anterior, es la Resolución 400 de 1995 el marco legal de la titularización en Colombia. Esta Resolución a pesar de ser muy completa en cuanto a las normas que deben seguirse para implementar el proceso de titularización, adolece de una laguna de Ley, pues no regula lo que debe entenderse por titularización de activos a diferencia de la legislación peruana y ecuatoriana las cuales claramente la definen.

Para poder titularizar valores en Colombia es necesario contar con la autorización de la Superintendencia de Valores<sup>10</sup> y se puede iniciar el proceso a través de contratos de fiducia mercantil irrevocables, utilizando o no el mecanismo de fondos comunes especiales o bien utilizando fondos comunes ordinarios<sup>11</sup>.

En cuanto a los bienes que pueden titularizarse el Artículo 1.3.1.4. de la Resolución 400 establece: “Podrán estructurarse procesos de titularización a partir de los siguientes activos o bienes: Títulos de deuda pública, títulos inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios, cartera de crédito, documentos de crédito, activos inmobiliarios, productos agropecuarios, productos agroindustriales 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”. Asimismo dicha

---

<sup>10</sup> Artículo 2.2.0.3 del **Estatuto Orgánico del Mercado Público de Valores**, el cual corresponde al Artículo 12 del Decreto 1169 de 1980 y al Artículo 10 de la Ley 32 de 1979.

<sup>11</sup> Artículo 1.3.1.2. **Resolución 400**.



legislación deja abierta la posibilidad de que se inicien procesos de titularización a partir de activos que no se encuentren en la lista anterior, siempre que hayan sido autorizados por la Superintendencia de Valores; así también se establece que la Superintendencia puede abstenerse de autorizar el proceso de titularización: a) Cuando existan circunstancias de las cuales se derive un temor fundado de causar daño al mercado; b) cuando la operación afecte la solvencia o estabilidad financiera de la entidad, (si se trata de emisores que actúan como originadores); c) cuando la Superintendencia de Valores abrigue dudas fundadas sobre el impacto negativo que la operación pueda tener sobre el establecimiento de crédito originador, previo dictamen de la Superintendencia Bancaria; y d) cuando las condiciones financieras y económicas del mercado así lo ameriten.

Del análisis del párrafo anterior se infiere el control gubernamental que existe sobre el proceso titularizador en Colombia, lo cual tiene sus ventajas en cuanto protege los intereses del inversionista y otorga transparencia al proceso; pero que se transforma en desventaja debido a lo burocrático que puede tornarse dicho proceso.

La Resolución 400 establece en su Artículo 1.3.1.5. los tipos de valores que se pueden emitir en virtud del proceso titularizador “1. Títulos corporativos o de participación: En los cuales el inversionista adquiere un derecho o alícuota en el patrimonio conformado por los activos objeto de movilización. El inversionista no adquiere un título de rendimiento fijo si no que participa en las utilidades o pérdidas que genere el negocio objeto del contrato. Los títulos de participación podrán prever su redención parcial o total con antelación a la extinción del patrimonio o fondo, por razón de la liquidación de parte de sus activos. 2. Títulos de contenido crediticio Los cuales incorporan el derecho a percibir la cancelación del capital y de los rendimientos financieros en los términos y condiciones señalados en el título. Los activos que integran el patrimonio autónomo respaldan el pasivo adquirido con los inversionistas, correspondiendo al agente de manejo adoptar las medidas

necesarias para obtener el recaudo de los flujos de requeridos para la atención oportuna de las obligaciones contenidas en los valores emitidos. 3. Títulos mixtos: Son aquellos que de manera adicional a los derechos que confiere un título de participación pueden ser amortizables o pueden tener una rentabilidad mínima o un límite máximo de participación”. Para que los valores antes mencionados tengan validez es necesario que se inscriban en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios, que sean susceptibles de ser colocados mediante oferta pública y que incorporen derechos de partición o de contenido crediticio, o sean de naturaleza mixta; dichos valores pueden ser nominativos o a la orden y no pueden ser emitidos a un plazo mayor de un año.

La Resolución 400 es clara en indicar y definir lo que se entiende por cada mecanismo a través del cual se puede estructurar la titularización de activos<sup>12</sup>. Así define los contratos de fiducia mercantil como: “El mecanismo a través del cual los fideicomitentes transfieren los bienes que constituirán la base del proceso, o las sumas de dinero destinadas a la adquisición de bienes que harán parte del patrimonio autónomo. En desarrollo del contrato la fiduciaria, actuando en representación del patrimonio autónomo, emitirá los títulos movilizados, recaudará los fondos provenientes de la emisión y se vinculará jurídicamente en virtud de tal representación con los inversionistas conforme a los derechos incorporados en los títulos”. En cuanto a los fondos comunes, establece la Ley que: “Son constituidos con el objeto de hacer oferta pública de valores o mediante la inscripción en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios de las constancias de vinculación a un fondo en operación, a fin de otorgarles liquidez en el mercado secundario.

Respecto a los participantes en el proceso la Ley ya mencionada establece claramente a quienes se consideran como participantes en el mismo y los define

---

<sup>12</sup> Artículos 1.3.2.1. y 1.3.2.2.

así<sup>13</sup>: “1. La originadora: Se considera como tal a una o más personas que transfieren los bienes o activos base del proceso de titularización, cuya presencia no resulta esencial en los procesos estructurados a partir de la conformación de fondos comunes especiales o fondos de valores. Asimismo, pueden tener la calidad de originador entidades financieras del exterior, al igual que entidades públicas y privadas extranjeras.

2. El agente de manejo: Es quien como vocero del patrimonio autónomo emisor de los valores, recauda los recursos provenientes de dicha emisión y se relaciona jurídicamente con los inversionistas en virtud de tal vocería, título, el agente solicitará la autorización respectiva ante la Superintendencia de Valores. El Agente propenderá por el manejo seguro y eficiente de los recursos que ingresen al patrimonio o fondo como producto de la colocación de los títulos o procedentes de flujos generados por los activos. En las emisiones de valores garantizadas el agente de manejo deberá además realizar todas las gestiones, judiciales o extrajudiciales, encaminadas a la defensa de los intereses de los tenedores.

3. La administradora: Es la entidad encargada de la conservación, custodia y administración de los bienes o activos objeto de la titularización, así como del recaudo y transferencia al agente de los flujos provenientes de los activos.

4. La colocadora: Es la entidad que, facultada por su objeto social, puede actuar como suscriptor profesional o *underwriter*, conforme al régimen pertinente. La existencia de esta entidad no es esencial en los procesos de titularización, toda vez que la emisión puede ser colocada directamente por el agente de manejo o celebrando al efecto un contrato de comisión”.

Tal y como se pudo observar en las legislaciones de Perú y Ecuador el número y las denominaciones de los participantes en el proceso titularizador difieren de país en país. Así pues en Perú, se observan únicamente tres figuras principales: originador, mejorador y servidor; en Ecuador se encuentran legisladas las figuras de: originador, agente de manejo, inversionistas y comité de vigilancia.

---

<sup>13</sup> Artículo 1.3.3.1.



Es la legislación colombiana la más completa en cuanto a éste tema, ya que define toda una gama de participantes. Tal y como quedó expuesto en capítulos anteriores para que pueda llevarse a cabo el proceso titularizador no es necesario que existan todos los participantes descritos por la doctrina, pues las funciones de algunos de ellos puede recaer en otros, por ejemplo en el agente de manejo pueden recaer las funciones del administrador y del emisor; y en otros según la legislación no es necesario ni siquiera el originador.

La legislación en Colombia regula el tipo de activos que son susceptibles de titularizarse dependiendo del tipo de titularización que se quiera llevar a cabo. Así se hace mención de los siguientes activos: carteras de crédito, carteras de créditos hipotecarios (titularización de carteras de crédito); inmuebles (titularización inmobiliaria); lotes, diseños, estudios técnicos y de prefactibilidad económica, programación de obra y presupuestos necesarios para adelantar la construcción de un inmueble o inmuebles que contemple el proyecto inmobiliario objeto de la titularización, sumas de dinero destinadas a la adquisición del lote o a la ejecución del proyecto (titularización de un proyecto de construcción); flujos futuros de obras de infraestructura y prestación de servicios públicos (titularización de obras de infraestructura y prestación de servicios públicos); otros activos tales como: flujos de caja, flujos provenientes de contratos de leasing, acciones, títulos de deuda pública, productos agropecuarios y agroindustriales.

En el párrafo anterior podemos observar como la legislación colombiana trata de ser lo más completa posible al regular el tipo de activos y las clases de titularización que pudieran darse, pero aún así deja abierta la posibilidad para que sea la Superintendencia de Valores la que autorice otros activos que quieran titularizarse y que no se encuentran específicamente regulados en la Ley.

En cuanto a mecanismos de cobertura, la Resolución 400 establece que a efectos de que se autorice el proceso de titularización, se deberán adjuntar los

análisis que permitan establecer el índice de siniestralidad (índice de riesgo). Esto es más común que se requiera en el caso de titularizaciones de carteras de créditos y otros activos generadores de un flujo de caja. Dicha Resolución establece una serie de parámetros a seguir para determinar el índice de siniestralidad existente, los cuales por no ser objeto de este estudio no se estudiarán más a profundidad.

Dependiendo del índice de siniestralidad resultante así serán los mecanismos de seguridad que se deban implementar en el proceso. Así pues, el Artículo 1.3.4.4. establece que en los esquemas de titularización de cartera o de otros activos generadores de flujo deberán incorporarse mecanismos de seguridad, a través de los cuales se cubra como mínimo una vez y medio el índice de siniestralidad o coeficiente de desviación del flujo de caja esperado.

Dentro de los mecanismos internos de seguridad se mencionan:<sup>14</sup>

“1. Subordinación de la emisión: Implica que el originador o una tercera entidad asuma, mediante la suscripción de una porción de los valores emitidos, el cubrimiento mínimo de una vez y medio el índice de siniestralidad. A dicha porción se imputarán hasta agotarla, los siniestros o faltantes de activos, mientras que a la porción no subordinada se destinarán en primer término, los flujos requeridos para la atención de capital e intereses incorporados en tales títulos.

2. Sobrecolateralización de la cartera: Consiste en que el monto de los activos fideicometidos o entregados a la sociedad que obra como agente de manejo de la titularización, exceda el valor de los títulos emitidos en forma tal que cubra como mínimo en una vez y medio el índice de siniestralidad.

3. Exceso de flujo de caja: Este mecanismo es factible cuando existe un margen diferencial o excedente entre el rendimiento generado por la cartera y la tasa de interés pagada al inversionista. Con dicho exceso se constituirá un fondo que cubrirá el índice de siniestralidad en el cubrimiento mínimo”. Entre otros

---

<sup>14</sup> Artículo 1.3.4.5. **Resolución 400**

mecanismos de seguridad, también se mencionan: sustitución de cartera, contratos de apertura de crédito y aval del originador.

En cuanto a mecanismos externos de seguridad el Artículo 1.3.4.6. menciona a los siguientes:

- “1. Aavales o garantías: Conferidos por instituciones financieras y aseguradoras.
2. Seguro de crédito
3. Depósitos de dinero
4. Contratos irrevocables de fiducia mercantil de garantía: En los cuales el patrimonio autónomo a cuyo cargo se emiten títulos tenga la calidad de beneficiario y siempre que los bienes fideicometidos sean títulos de deuda emitidos, aceptados avalados o garantizados en cualquier otra forma por la Nación, el Banco de la República, la Superintendencia Bancaria, o bonos o papeles comerciales inscritos en bolsa.

Tal y como puede observarse en los párrafos anteriores, existen diversos mecanismos de cobertura que dependiendo del proceso de que se trate, se deberán implementar con algunas variantes, las cuales son establecidas por la Resolución 400, en la cual también se encuentran especificados cuidadosamente los requisitos y las reglas particulares a las cuales están sujetos dichos procesos.

### **3.3 Situación actual de la titularización en Guatemala**

En comparación con algunos países latinoamericanos, en Guatemala la titularización de activos tiene un escaso desarrollo, a la fecha solamente se ha inscrito una emisión de titularización en Bolsa de Valores Nacional, S.A.; la cual constituye la primera emisión de titularización bursátil en Guatemala y consiste en un patrimonio autónomo compuesto por un conjunto de cédulas hipotecarias, que utiliza como mecanismo de instrumentación la figura del fideicomiso de inversión. Dicha emisión



inició el trámite de inscripción en Bolsa en el año de 2003 y fue autorizada para emitir valores a finales de 2004.

Existen casi tres décadas, desde que la titularización tuvo sus inicios en países como Colombia, sin hacer mención de Estados Unidos que tal y como se estableció en capítulos anteriores, la titularización tuvo sus inicios desde mucho tiempo atrás. Entre las situaciones que se cree influyeron en el retraso de la implementación de la titularización en Guatemala aunado a ciertos factores, como el lento despegue de las negociaciones bursátiles y la inexistencia de un mercado de capitales desarrollado, se pueden mencionar: La poca cultura bursátil existente entre los posibles originadores, inversionistas y demás participantes, lo cual imposibilitó que intermediarios y reguladores conocieran la figura de la titularización, como una alternativa de financiamiento, sus ventajas, desventajas y, lo más importante la ausencia de un marco legal a través del cual se normara el proceso titularizador y que le dote de seguridad jurídica.

### **3.4 Marco legal de la titularización a nivel nacional**

Al momento de iniciar el presente estudio, aún no existían normas definidas que rigieran la titularización en Guatemala.

Aunque algunos expertos afirmaban que con el marco normativo de ese tiempo podría llevarse a cabo el proceso, la experiencia comprueba que aunque su implementación era viable, porque la Ley no lo prohibía, no se llevó a cabo ninguna emisión.

No fue sino hasta que Bolsa de Valores Nacional, S.A., creó normas específicas que regulan la titularización, que salió al mercado la primera emisión de titularización bursátil en Guatemala. Estas normas son de reciente creación e indudablemente se consideran un valioso aporte al derecho bursátil guatemalteco, pero en comparación con





En cuanto a regulación específica en materia de titularización (de muy reciente creación) se cuenta con el Artículo 5 del Reglamento Para la Inscripción de Valores en Bolsa de Valores Nacional, S.A. el cual contiene las únicas normas específicas que existen en materia de titularización bursátil (dentro de una bolsa de valores) en Guatemala hasta el momento.

A continuación se analiza el Artículo 5 del Reglamento Para la Inscripción de Valores en Bolsa de Valores Nacional, S.A., con el fin de determinar si se encuentran contenidos en éste los aspectos básicos de la titularización. Así pues el primer párrafo de dicho Artículo establece: “Para autorizar la inscripción de valores titularizados mediante fideicomiso, la entidad solicitante deberá presentar (...)”

Del párrafo anteriormente transcrito, se observa que se contempla la implementación de la titularización a través de la vía del fideicomiso, aunque en el último párrafo del mismo Artículo, también se regula que pueden haber otras vías de implementación así: “Cuando se utilicen otros vehículos o mecanismos de titularización diferentes del fideicomiso, deberá cumplirse en lo aplicable con lo establecido en el presente Artículo”.

Para comprender el párrafo analizado, es necesario saber que el fideicomiso es un negocio jurídico,<sup>15</sup> en virtud del cual el fideicomitente transfiere ciertos bienes y derechos a un fiduciario, con el fin de afectarlos a ciertos fines, a favor de un fideicomisario<sup>16</sup>.

A simple vista se aprecia que no existe una norma que defina lo que es la titularización de activos, lo cual no contribuye en nada al conocimiento y difusión del proceso.

---

<sup>15</sup> Porque se puede constituir por contrato o por testamento.

<sup>16</sup> Fideicomitente: Quien transfiere los bienes o derechos; fiduciario: Quien los administra cumpliendo las disposiciones del fideicomitente a favor de un fideicomisario; fideicomisario: Quien se beneficia del fideicomiso. Todo lo relativo al fideicomiso se explica con más detalle en el siguiente capítulo.



En la mayoría de legislaciones anteriormente analizadas se regula lo que debe entenderse por titularización, pues es necesario tener claro el concepto de ésta, para evitar confusiones de cualquier tipo. No se puede suponer que ya se conoce qué es la titularización y en qué consiste, cuando no existen normas claras.

Asimismo en las últimas líneas del Artículo en análisis, se observa claramente que no solo se establece el fideicomiso como vía para la titularización de activos, sino que también se deja abierta la posibilidad de que éste proceso se implemente a través de otras vías jurídicas, las cuales no se mencionan y no se regulan en ninguna parte. La falta de normativa específica sobre este aspecto, tiene sus ventajas en que puede dar lugar al nacimiento de cualquier vía para el desarrollo del proceso; pero a su vez, también tiene muchas desventajas, pues crea cierto ambiente de ambigüedad y desconocimiento sobre cuáles podrían ser esas vías y por ende afecta la certeza jurídica del proceso.

En cuanto al patrimonio autónomo: A diferencia de las legislaciones de Perú, Ecuador y Colombia, que cuentan con una perfecta definición de lo que debe entenderse por éste. El cuerpo legal en estudio, tampoco regula lo que debe comprenderse por patrimonio autónomo, sino únicamente hace referencia al término “patrimonio fideicometido” dejando su explicación al derecho mercantil, en el cual se debe analizar que el término patrimonio fideicometido proviene de un fideicomiso, en el cual, tal y como se definió en el párrafo anterior, consiste en la transferencia de ciertos bienes o derechos afectándolos a ciertos fines. Así pues, se infiere que el patrimonio fideicometido está constituido por esos bienes o derechos transmitidos por el fideicomitente que constituyen un patrimonio diferente al del fideicomitente y al del fiduciario.

En cuanto a la clase de valores que se pueden emitir en virtud del proceso titularizador, su ley de circulación y la forma de representarlos; el Artículo en análisis no menciona nada al respecto. En torno a éste tema la Ley del Mercado de Valores y Mercancías establece en su Artículo “2” lo que debe entenderse por valores, así: “a) Valores. Se entiende por valores todos aquellos documentos, títulos o certificados,



acciones, títulos de crédito típicos o atípicos, que incorporen o representen, según sea el caso, derechos de propiedad, de crédito o de participación. Los valores podrán crearse o emitirse y negociarse mediante anotaciones en cuenta.”

Así pues, en ausencia de una norma específica que regule el tipo de valores a emitir dentro de un proceso titularizador, se puede utilizar supletoriamente el Artículo de la Ley transcrito; del cual se extrae, la definición de valores y el tipo de valores (que incorporen derechos de crédito, de propiedad o de participación), que se pueden emitir en una oferta pública<sup>17</sup> de valores titularizados; así como la forma de representarlos que puede ser (por interpretación de la Ley) mediante títulos físicos o por medio de anotaciones en cuenta. Asimismo en concordancia con el Artículo 609 del Código de Comercio, también podrían considerarse como títulos, los certificados fiduciarios emitidos en virtud de un fideicomiso.

En cuanto a su ley de circulación, utilizando supletoriamente el Código de Comercio, se pueden emitir títulos nominativos (Artículo 415), que son aquellos títulos creados a favor de persona determinada, cuyo nombre se consigna tanto en el propio texto del documento, como en el registro del creador, son transmisibles mediante endoso e inscripción en el registro del emisor; títulos a la orden (Artículo 418), los creados a favor de determinada persona, que se transmiten mediante endoso y entrega del título y; al portador (Artículo 436), los que no están emitidos a favor de persona determinada y se transmiten por la simple tradición.

En torno a los activos susceptibles a ser titularizados, tanto en las legislaciones de Perú, Ecuador y Colombia se contempla si no una lista, por lo menos se mencionan cuales son los activos que pueden ser objeto de titularización y en algunos casos, hasta se incluyen ciertas limitantes a que están sujetos dichos activos, (por ejemplo el estar sujetos a la aprobación de la entidad fiscalizadora o rectora del país de que se trate) previamente

---

<sup>17</sup> “Invitación que el emisor hace abiertamente al público, por sí o por intermedio de tercero, mediante una bolsa de comercio o cualquier medio de comunicación masiva o difusión social, para la negociación de valores, mercancías o





a la constitución de un patrimonio autónomo que será la base para iniciar el proceso titularizador. Diferente es el caso de Guatemala, en el que el único Artículo que contiene normas específicas sobre titularización, no hace alusión a dichos activos; por lo que es necesario acudir nuevamente al Código de Comercio, en donde al analizar el Artículo 776 referente a los efectos del fideicomiso frente a terceros, se infiere que pueden ser objeto de titularizarse: inmuebles, derechos reales, bienes sujetos a inscripción, créditos, obligaciones no endosables títulos a la orden o al portador, bienes muebles sujetos a registro o inscripción, empresas industriales, comerciales o agrícolas. Asimismo deben analizarse los Artículos 694 del Código de Comercio y 1508 del Código Civil, en los cuales por supletoriedad se establece que son susceptibles de ser objeto de fideicomiso, aquellos bienes que existan o se espera que existan cuya cantidad sea determinable. A este respecto la doctrina enseña que también son susceptibles de transferirse en fideicomiso toda clase de bienes y derechos, salvo aquellos que sean personalísimos.<sup>18</sup>

Respecto a los participantes que intervienen en la titularización de activos, tal y como se mencionó anteriormente, el número y la denominación de los mismos varían de conformidad con el país de que se trate. Como se observó en el análisis de las legislaciones comparadas anteriormente, aunque los partícipes en el proceso tengan denominaciones distintas y varíen en cuanto a su número, por lo menos se encuentran legislados y definidos los principales. En el caso de Guatemala, no se encuentra regulado éste aspecto. Por lo que al recurrir en forma supletoria a las normas que rigen el fideicomiso, se analiza que el originador sería lo que en el fideicomiso se define como fideicomitente (por ser la persona que transfiere los bienes al fiduciario); el Agente de manejo o administrador sería el fiduciario (persona que adquiere los bienes y se compromete a cumplir con la finalidad indicada por el fideicomitente, establecida en el documento constitutivo del fideicomiso, es el obligado a realizar todos los actos necesarios para la consecución del fin del fideicomiso); el fideicomisario, como persona con capacidad suficiente para recibir el provecho del fideicomiso, podría ser el mismo

---

contratos (...)” Artículo 3 de la **Ley del Mercado de Valores y Mercancías**, Decreto 34-96 del Congreso de la República.

<sup>18</sup> Rodríguez Azuero, Sergio, **La responsabilidad del fiduciario**, pág. 643.



fideicomitente, pero no el fiduciario; los tenedores de los valores serían las personas que adquieran ya sea los certificados fiduciarios, o los títulos de contenido crediticio, de participación o mixtos que se emitan en virtud del proceso. También habría que incluir como participantes (si la negociación se realizará en el mercado bursátil) a una Casa de Bolsa: Entidad que coloca los valores en el mercado bursátil; a la Bolsa de Valores: Entidad que tiene por objeto brindar la infraestructura necesaria para el desarrollo de las negociaciones bursátiles; y por último habría que incluir (como órgano de vigilancia y fiscalización) al Registro del Mercado de Valores y Mercancías: Entidad que tiene a su cargo el control de la juridicidad de los actos y contratos realizados o celebrados por los participantes bursátiles.

Derivado de la falta de regulación específica en cuanto a los bienes susceptibles de ser titularizados, se encuentra la ausencia legal en torno a las clases de titularización que pueden desarrollarse. Así, tomando como punto de partida los bienes que pueden ser objeto de fideicomiso, es viable iniciar procesos de titularización a partir de un fideicomiso de inmuebles, derechos reales, bienes sujetos a inscripción, créditos, obligaciones no endosables, títulos a la orden o al portador, bienes muebles sujetos a registro o inscripción, empresas industriales, comerciales o agrícolas.

En cuanto a mecanismos de cobertura, el Artículo objeto de análisis regula que en la portada del prospecto informativo de la emisión de titularización, deberán mencionarse las garantías o mecanismos de cobertura de que goza la emisión; en el numeral III correspondiente a información específica sobre el contrato de fideicomiso, se solicita se mencione si existe o no sobrecolateralización de los valores; dentro de los factores de riesgo del prospecto de la emisión se solicita se informe sobre la morosidad, el prepago de la cartera, las reglas de prelación, la subordinación de pagos de los valores, así como otros riesgos asociados con los mecanismos de cobertura o sobrecolateralización; dentro de las características de la emisión, se solicita información sobre garantías o mecanismos de cobertura y se requiere se haga mención de las garantías o mecanismos de cobertura que amparan la emisión para mejorar o disminuir los riesgos.





culturizar en materia de titularización a participantes bursátiles, profesionales y público en general.

Asimismo, se debe tener en cuenta que los valores provenientes de un proceso titularizador, pueden negociarse a través de una oferta pública bursátil o extrabursátil (dentro o fuera de una bolsa de valores) y en cualquier caso, son consideradas ofertas públicas sujetas a inscripción previa del Registro del Mercado de Valores y Mercancías.

Actualmente a través del Artículo 5 del Reglamento Para la Inscripción de Valores en Bolsa de Valores Nacional, S.A., únicamente se regula la implementación de la titularización bursátil, quedando desamparado el desarrollo del proceso a nivel extrabursátil.

El Artículo 16 de la Ley del Mercado de Valores y Mercancías, establece que es atribución del Registro del Mercado de Valores y Mercancías, inscribir a las ofertas públicas de valores (se entiende tanto bursátiles como extrabursátiles) y en su Artículo 30 referente a los requisitos para la inscripción de una oferta pública, éste hace mención del caso de las ofertas públicas bursátiles, para cuya inscripción bastará con la copia autenticada de la Resolución de la bolsa de comercio, en la que conste que la emisión ha sido aprobada para su inscripción y demás efectos, sin perjuicio de que el Registro pueda verificar si se cumplen con las disposiciones normativas y reglamentarias de la Bolsa de comercio de que se trate. Distinto es el panorama para las ofertas públicas extrabursátiles; puesto que el mismo Artículo establece que previo a la inscripción de la oferta, el Registro verificará que se hayan cumplido los requisitos establecidos en la Ley del Mercado de Valores y Mercancías y los reglamentos que se emitan para ese efecto.

Hasta el momento, no existe norma alguna que regule la titularización dentro de la Ley, ni existe algún reglamento en el que se haya contemplado.



De conformidad con los motivos expuestos y en aras del desarrollo de la titularización en Guatemala, es necesario y urgente crear normativa específica sobre titularización a nivel de la Ley del Mercado de Valores y Mercancías y de su reglamento; pues con ello se regularía la titularización extrabursátil y podrían establecerse normas que unifiquen tanto la titularización bursátil como extrabursátil, o bien se dejaría en claro que en materia de titularización, las normas creadas por las Bolsas de Comercio son suficientes para regir la implementación del proceso en virtud de la autorregulación<sup>19</sup> de que gozan dichas entidades, todo esto para otorgar mayor seguridad jurídica al proceso titularizador.

Actualmente Guatemala está a las puertas de la vigencia del tratado de libre comercio con Estados Unidos y República Dominicana (DR-CAFTA) por sus siglas en inglés; el cual originará nuevos negocios y transacciones comerciales, que indudablemente crearán nuevas fuentes de inversión y de empleo, pero también requerirá de nuevas fuentes de financiamiento que respondan a las urgencias de las transacciones comerciales del momento, lo cual constituye otro poderoso motivo para contar con una normativa adecuada a nivel de titularización de activos, que tal y como se explicó anteriormente constituye hoy uno de los mecanismos financieros más utilizado en Estados Unidos y en otros países.

Con el fin de facilitar la comprensión de la situación actual de la normativa sobre titularización en Guatemala, se presenta el siguiente esquema, en el cual se puede apreciar a nivel comparativo el marco legal que rige la titularización a nivel nacional, como en los países que fueron objeto de análisis en este trabajo.

---

<sup>19</sup> Facultad que tienen las Bolsas de Comercio de emitir sus propios reglamentos y regirse por ellos.  
Artículo 24 **Ley del Mercado de Valores y Mercancías**, Decreto 34-96 del Congreso de la República.



**Marco jurídico comparativo de las normas que rigen la titularización a nivel nacional e internacional**

	<b>PERU</b>	<b>ECUADOR</b>	<b>COLOMBIA</b>	<b>GUATEMALA</b>
<b>Marco legal</b>	<p>-Ley del Mercado de Valores, Decreto N.861</p> <p>-Reglamento de los Procesos de Titulización de Activos (Resolución CONASEV N.1-1997-EF/94.10)</p>	<p>-Ley del Mercado de Valores (23 de julio de 1998)</p> <p>-Reglamento sobre Procesos de Titularización Aplicable a Originadores de Derecho Privado (Resolución CNV-009-2000)</p>	<p>-Resolución 400 de 1995</p>	<p><b>A nivel bursátil:</b> Normativa específica:</p> <p>- Art. 5 Reglamento Para la Inscripción de Valores, Bolsa de Valores Nacional, S.A.</p> <p>Por supletoriedad: -Código de Comercio de Guatemala, Decreto 2-70 del Congreso de la República.</p> <p>-Ley del Mercado de Valores y Mercancías, Decreto 34-96 y su reglamento.</p> <p><b>A nivel extrabursátil:</b> No regulada.</p>

	PERU	ECUADOR	COLOMBIA	GUATEMALA
<b>Definición legal de titularización</b>	-Titulización: Es el proceso mediante el cual se constituye un patrimonio cuyo propósito exclusivo es respaldar el pago de los derechos conferidos a los titulares de valores emitidos con cargo a dicho patrimonio. Comprende asimismo la transferencia de los activos al referido patrimonio y la emisión de los respectivos valores.	Es el proceso mediante el cual se emiten valores susceptibles de ser colocados y negociados libremente en el mercado bursátil, emitidos con cargo a un patrimonio autónomo.	No regulada.	No regulada.
<b>Partes que intervienen en el proceso</b>	-Originador: La persona en interés de la cual se conforma un patrimonio de propósito exclusivo y que se obliga a transferir los activos que lo integran.	-Originador: Una o más personas naturales o jurídicas, de derecho público o privado, o mixtas, con finalidad social o pública, nacionales o extranjeras, propietarias de activos.  -Agente de manejo: Sociedad administradora de fondos y fideicomisos con funciones específicas.	-La originadora: Una o más personas que transfieren los bienes o activos base del proceso de titularización, cuya presencia no resulta esencial en los procesos estructurados a partir de la conformación de fondos comunes especiales o fondos de valores. Pueden tener la calidad de originadores las entidades financieras del exterior, al igual que entidades públicas y privadas extranjeras.  -Agente de manejo: Vocero del patrimonio autónomo emisor de los valores, recauda los recursos provenientes de dicha emisión y se relaciona jurídicamente con los inversionistas.	No reguladas.  Por supletoriedad se utilizan las partes del fideicomiso:  -Fideicomitente: Persona que transfiere los bienes o derechos al fiduciario, afectándoles a ciertos fines.  -Fiduciario: Persona que recibe los bienes o derechos y se compromete a cumplir con los fines establecidos en el contrato constitutivo del fideicomiso.

	PERU	ECUADOR	COLOMBIA	GUATEMALA
<b>Partes que intervienen en el proceso</b>	<p>-Servidor: La persona que ejecuta el cobro de las prestaciones relativas a los activos integrantes de un patrimonio de propósito exclusivo.</p> <p>-Mejorador: La persona que otorgue garantías adicionales para el pago de los derechos que confieren los valores emitidos en virtud de procesos de titulización.</p>	<p>-Inversionistas: Adquieren e invierten en valores.</p> <p>-Colocadora: Entidad facultada por su objeto social para actuar como suscriptor profesional o underwriter, conforme al régimen legal pertinente (no esencial en el proceso).</p> <p>-Comité de Vigilancia: Compuesto de 3 miembros elegidos por los tenedores de títulos.</p>	<p>-Administradora: Entidad encargada de la conservación, custodia y administración de los bienes o activos objeto de la titularización, así como el recaudo y transferencia al agente de los flujos provenientes de los activos.</p>	<p>-Fideicomisario: Persona con capacidad para recibir el provecho del fideicomiso</p> <p>-Inversionistas: Son los titulares de los valores emitidos.</p> <p>-Casa de Bolsa o Agente de Bolsa: Entidad que coloca los valores en el mercado bursátil.</p> <p>-Órgano de vigilancia y fiscalización: Registro del Mercado de Valores y Mercancías, como contralor de la juridicidad de los actos y contratos realizados o celebrados por los participantes bursátiles.</p>





	PERU	ECUADOR	COLOMBIA	GUATEMALA
<b>Clases de titularización establecidas</b>	No reguladas.	De bienes inmuebles, de proyectos inmobiliarios, de cartera y de flujos de fondo en general.	De cartera de crédito, carteras de créditos hipotecarios, inmobiliaria, de proyectos de construcción, fondos inmobiliarios, obras de infraestructura y servicios públicos, flujos de caja, flujos provenientes de contratos de leasing, de acciones, de deuda pública y de productos agropecuarios y agroindustriales.	No reguladas.
<b>Vías jurídicas para la estructuración del proceso de titularización</b>	-Fideicomisos de titulización -Sociedades de propósito especial -Otros que resulten idóneos según la CONASEV.	-Fondos colectivos de inversión -Fideicomisos mercantiles.	-Contratos de fiducia mercantil irrevocables -Fondos comunes ordinarios.	-Fideicomiso -Otras vías no reguladas
<b>Valores: -Clases</b>	De contenido crediticio: En los que el principal y los intereses serán pagados con los recursos provenientes del patrimonio fideicometido.  -De participación: En los que se confiere a su titular una parte alícuota de los recursos provenientes del patrimonio fideicometido.  -Otros: Según disponga CONASEV mediante	-De crédito. -De participación. -Mixtos.	-De contenido crediticio: Los cuales incorporan el derecho a percibir la cancelación del capital y de los rendimientos financieros en los términos y condiciones señalados en el título.  -Corporativos o de participación: En los cuales el inversionista adquiere un derecho alícuota en el patrimonio conformado por los activos objeto de la titularización.  -Mixtos: Aquellos que de manera adicional a	No regulados.  Por supletoriedad: -Certificados fiduciarios. (Código de Comercio)  -De contenido crediticio, de participación o de propiedad. (Ley del Mercado de Valores y Mercancías)

	PERU	ECUADOR	COLOMBIA	GUATEMALA
	<p>disposiciones de carácter general.</p> <p>No obstante lo anterior, establece la Ley que pueden emitirse valores en los que se combinen los derechos a que se refieren los anteriores.</p>		<p>los derechos que confiere un título de participación pueden ser amortizables o pueden tener una rentabilidad mínima a un límite máximo de participación.</p>	
<b>-Ley de circulación</b>	-Nominativos o al portador.	-Nominativos o a la orden.	-Nominativos o a la orden.	No regulados. Por supletoriedad: -Nominativos, a la orden o al portador. (Código de Comercio)
<b>-Forma de representarlos</b>	-Valores físicos o anotaciones en cuenta.	-Valores físicos o anotaciones en cuenta.	No especificada	-Valores físicos o anotaciones en cuenta. (Ley del Mercado de Valores y Mercancías)
<b>Activos</b>	<p>-Definición: Recursos líquidos y toda clase de bienes y derechos.</p> <p>-No susceptible de titularizarse: Activos embargados y otros activos sujetos a litigio por cualquier otra causa.</p>	<p>-Deben ser generadores de flujo de efectivo futuros, libres de gravámenes, limitaciones, prohibiciones de enajenar, condiciones suspensivas o resolutorias.</p> <p>-Deben de estar no pendientes de pago, de impuestos, tasa o contribución.</p>	Denominados activos de movilización.	<p>No regulado.</p> <p>Por supletoriedad: Bienes que existan o que se espera existan, siempre y cuando estén determinados en cuanto a su género y su cantidad sea determinable, salvo derechos estrictamente personales del titular. (Código Civil)</p>

	PERU	ECUADOR	COLOMBIA	GUATEMALA
<b>Clasificación de activos susceptibles de titularizarse</b>	<p>si se utiliza como vía de estructuración:</p> <p>a) Un fideicomiso de titulización:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Carteras de crédito y otros activos generadores de un flujo de efectivo.</li> <li>- Bienes inmuebles</li> <li>- Estudios, diseños técnicos.</li> <li>- Flujos de efectivo de obras de infraestructura y servicios públicos.</li> <li>- Otros activos</li> </ul> <p>b) Una sociedad de propósito especial:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Carteras de crédito y otros que generen flujo de efectivo, así como los accesorios de dichos activos.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Valores representativos de deuda.</li> <li>- Valores inscritos en el registro respectivo.</li> <li>- Activos y proyectos inmobiliarios.</li> <li>- Activos y proyectos susceptibles de generar flujos.</li> <li>- Activos y proyectos futuros determinables con base en los últimos 3 años.</li> </ul>	<p>- Pueden iniciarse procesos de titularización a partir de los siguientes activos o bienes:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Títulos de deuda pública.</li> <li>- Títulos inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios.</li> <li>- Carteras de crédito,</li> <li>- Documentos de crédito,</li> <li>- Activos inmobiliarios,</li> <li>- Productos agropecuarios,</li> <li>- Productos agroindustriales,</li> <li>- Rentas y flujos de caja determinables.</li> </ul>	<p>No regulado.</p> <p>Por supletoriedad, tomando como referencia las normas provenientes del fideicomiso:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Inmuebles, derechos reales y demás bienes sujetos a inscripción.</li> <li>- Créditos u obligaciones no endosables.</li> <li>- Títulos a la orden o nominativos, o bienes muebles sujetos a registro o inscripción.</li> <li>- Bienes muebles no sujetos a registro.</li> </ul>
<b>Tratamiento fiscal</b>	No especificado.	Exenta de pago de impuestos transferencia de dominio.	Exento de impuestos.	<p>No regulado.</p> <p>Por supletoriedad normas referentes al fideicomiso:</p> <p>El documento constitutivo y la traslación de bienes en fideicomiso al fiduciario están libres de todo impuesto, así como la devolución de los bienes fideicometidos al fideicomitente, al término del contrato.</p>

	PERU	ECUADOR	COLOMBIA	GUATEMALA
<b>Mecanismos de cobertura</b>	<p>No se regulan expresamente</p> <p>La Ley solamente hace referencia a que como protección a los inversionistas: No podrá declararse la nulidad por simulación, la anulación, ni la ineficacia por fraude del acto por el cual una o más personas naturales o jurídicas constituyen un patrimonio de propósito exclusivo y se obligan a transferir activos para que se incorporen en dicho patrimonio, cuando pudiera derivar en un perjuicio para quienes hubieren suscrito o adquirido los valores por oferta pública, o que, habiéndolos suscrito o adquirido en virtud de una negociación privada, hubieren obrado de buena fe y pudieran sufrir un perjuicio.</p> <p>Asimismo se establece:</p> <p>La persona o personas obligadas a transferir los activos no podrán, salvo pacto en contrario, solicitar la rescisión por lesión, la Resolución o reducción de su prestación por excesiva onerosidad de la misma, ni la Resolución por incumplimiento del adquirente del pago de la prestación debida en los supuestos allí señalados.</p>	<p>Ya sea el originador o el agente de manejo, deben constituir por lo menos un mecanismo de cobertura para paliar los posibles riesgos que puedan surgir dentro del proceso.</p> <p>Posibles mecanismos de cobertura:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>-Garantía o aval</li> <li>-La sobrecolateralización.</li> <li>- La subordinación de la emisión.</li> <li>- Contratos de apertura de crédito.</li> <li>-Garantía bancaria.</li> <li>-Exceso de flujos de efectivo.</li> <li>-Fideicomisos de garantía.</li> </ul>	<p>Mecanismos Internos:</p> <p>-Subordinación de la emisión: Implica que el originador o una tercera entidad asuma, mediante la suscripción de una porción de los valores emitidos, el cubrimiento mínimo de una vez y medio el índice de siniestralidad. A dicha porción se imputarán hasta agotarla, los siniestros o faltantes de activos, mientras que a la porción no subordinada se destinarán en primer término, los flujos requeridos para la atención de capital e intereses incorporados en tales títulos.</p> <p>-Sobrecolateralización de la cartera: Consiste en que el monto de los activos fideicomitados o entregados a la sociedad que obra como agente de manejo de la titularización, exceda el valor de los títulos emitidos en forma tal que cubra como mínimo una vez y medio el índice de siniestralidad.</p> <p>-Exceso de flujo de caja: Este mecanismo es factible cuando existe un margen diferencial o excedente entre el rendimiento generado por la cartera</p>	<p>Dentro del prospecto de emisión se solicita:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Se mencionen cuales son los mecanismos de cobertura con cuenta la emisión.</li> <li>2. Se mencione como factores de riesgo inherentes al negocio: <ul style="list-style-type: none"> <li>-El prepago de la cartera, las reglas de prelación y la subordinación de pagos de los valores.</li> </ul> </li> <li>3. Se mencione como otros factores de riesgo: <ul style="list-style-type: none"> <li>-Los riesgos asociados con los mecanismos de cobertura o sobrecolateralización.</li> </ul> </li> <li>4. Se mencione dentro de las características de la emisión: <ul style="list-style-type: none"> <li>-Las garantías o mecanismos de cobertura que amparan la emisión para mejorar o disminuir los riesgos.</li> </ul> </li> </ol>



	PERU	ECUADOR	COLOMBIA	GUATEMALA
<b>Mecanismos de cobertura</b>			<p>y la tasa de interés pagada al inversionista. Con dicho exceso se constituirá un fondo que cubrirá el índice de siniestralidad en el cubrimiento mínimo.</p> <p>-Otros: Sustitución de cartera, contratos de apertura de crédito y aval del originador.</p> <p>Mecanismos externos:</p> <p>-Avales o garantías: Conferidos por instituciones financieras y aseguradoras.</p> <p>-Seguro de crédito.</p> <p>-Depósitos en dinero.</p> <p>-Contratos irrevocables de fiducia mercantil.</p>	



## CAPÍTULO IV

### 4. El fideicomiso como mecanismo para el desarrollo de la titularización

#### 4.1 Consideraciones previas

Tal y como quedó establecido en el capítulo anterior, en la mayoría de legislaciones analizadas, así como en Guatemala, la regulación actual en materia de titularización, considera al fideicomiso como vía idónea para el desarrollo de éste proceso. Aunque también se considera la existencia de otras vías, las cuales por no ser objeto de éste estudio no se analizan.

Debido a que en nuestro país existen varias clases de fideicomisos, en éste capítulo se expondrá brevemente la figura del fideicomiso y sus clases, con el fin de determinar cual es fideicomiso más idóneo para el desarrollo del proceso en Guatemala y contribuir a una mejor comprensión del mismo.

#### 4.2 El fideicomiso

##### 4.2.1 Definición

El fideicomiso puede definirse como un negocio jurídico, en virtud del cual una persona llamada fideicomitente, transfiere bienes y/o derechos a otra persona llamada fiduciario afectándolos a ciertos fines, en beneficio de un tercero llamado fideicomisario. El fideicomiso es un negocio jurídico porque se puede instituir por contrato o por testamento. La definición legal de fideicomiso está contemplada en el Artículo 766 del Código de Comercio de Guatemala, Decreto 2-70 del Congreso de la República, el cual establece: “El fideicomitente transfiere ciertos bienes y derechos al fiduciario afectándolos a fines determinados. El

fiduciario los recibe con la limitación de carácter obligatorio de realizar sólo aquellos actos exigidos para cumplir con los fines del fideicomiso”.

#### 4.2.2 Etimología y origen

La palabra fideicomiso proviene del Derecho Romano, en el cual existía la figura llamada “*fideicomisium*” (fidei = fe y comisium = comisión). Esta figura basada en la confianza, estaba ligada a la sucesión testamentaria. El testador transmitía su herencia a su heredero quien a su vez tenía la obligación de transmitirla a otra persona. Sin embargo, por la inexistencia de normas jurídicas vigentes en la época, el incumplimiento del encargo por parte del heredero era recurrente, razón por la cual se creó la figura del pretor quien velaba por el fiel cumplimiento del fideicomisium.

Asimismo, el fideicomiso en el Derecho Anglosajón encuentra sus orígenes en la figura jurídica derivada “*trust*”, que significa “confianza” en idioma inglés. Este tuvo sus inicios en el siglo XIII en Inglaterra, con la aparición de los llamados “*uses*” los cuales consistían en una forma de transmisión de tierras por actos entre vivos, o en forma testamentaria a favor de un prestanombre quien las poseía en provecho del beneficiario. Luego de una larga evolución, el “*trust*” ha llegado a convertirse en una aportación angloamericana que ha trascendido en el campo del derecho y es considerado hoy por hoy, el antecedente más directo del fideicomiso en Latinoamérica y Guatemala.

#### 4.2.3 Elementos

**Subjetivos:** Entre ellos están el fideicomitente, el fiduciario y el fideicomisario o beneficiario.

-El fideicomitente: Según nuestra legislación, es la persona que transfiere bienes o

derechos al fiduciario, afectándolos a fines determinados.

-El fiduciario: Es la persona que adquiere los bienes y se compromete a administrarlos o enajenarlos, con el objeto de cumplir con los fines estipulados en el contrato de fideicomiso. Según nuestro Código de Comercio, sólo pueden ser fiduciarios los bancos establecidos en el país, las instituciones de crédito autorizadas por la Junta Monetaria especialmente para constituir fideicomisos; Según la Ley del Mercado de Valores y Mercancías, también pueden ser fiduciarios los Agentes de Bolsa o Agentes de Valores delegados por las sociedades financieras privadas, en fideicomisos de inversión, constituidos de conformidad con dicha Ley.

Asimismo cabe mencionar que por mandato legal el fiduciario no puede fungir como fideicomisario del mismo fideicomiso.

-El fideicomisario o beneficiario: El Código de Comercio al respecto establece en su Artículo 769 que: “Fideicomisario puede ser cualquier persona, que en el momento de acuerdo con el fideicomiso le corresponda entrar a beneficiarse del mismo (...)”. Por lo que puede decirse que el fideicomisario es el beneficiario del fideicomiso.

**Reales:** Al hablar de elementos reales, se hace alusión a los bienes o derechos susceptibles de ser objeto de fideicomiso, el problema es que nuestra legislación no es clara en cuanto a este aspecto; por lo que al analizar el Artículo 776 del Código de Comercio se desprende que son susceptibles de transferirse en fideicomiso: bienes inmuebles, derechos reales, bienes sujetos a inscripción, créditos, obligaciones no endosables, títulos a la orden o al portador, bienes muebles sujetos a registro o inscripción, empresas industriales, comerciales o agrícolas. Respecto a las características de los bienes objeto de fideicomiso, el Código de Comercio es omiso, por lo que al analizar el Artículo 694 de dicho cuerpo legal en el que se establece: “Sólo a falta de disposiciones de este libro, se aplicarán a los negocios,





obligaciones y contratos mercantiles las disposiciones del Código Civil” necesariamente se recurre al Artículo 1538 del Código Civil, Decreto Ley 106 y sus reformas, el cual en su parte conducente establece: “no solo las cosas que existen pueden ser objeto de los contratos, sino las que se espera que existan; pero es necesario que las unas y las otras estén determinadas a los menos en cuanto a su género. La cantidad puede ser incierta con tal que el contrato fije reglas o contenga datos que sirvan para determinarla (...)” Así pues, se pueden transferir en fideicomiso todos los bienes anteriormente mencionados, que cuenten con las características ya indicadas.

#### 4.2.4 Clases de fideicomiso

Atendiendo a nuestra legislación se puede clasificar al fideicomiso así:

- **Por la forma de instituirse:** Por contrato o por testamento<sup>20</sup>.
- **Por los sujetos que intervienen:** Es el caso en que por disposición de la Ley, se permite constituir un fideicomiso sin indicar fideicomisario.<sup>21</sup>
- **Por los fines que persigue:** De acuerdo al principio de la autonomía de la voluntad, Innumerables son las posibilidades de constituir un fideicomiso como fines existan; por lo que a continuación, solamente se detallan algunas clasificaciones:
  - **Fideicomiso de administración:** Es la clase de fideicomiso en la que el fideicomitente transmite bienes al fiduciario para que se encargue de administrarlos y de realizar diversos actos en beneficio del fideicomisario. Como por ejemplo: cobros de rentas, pago de impuestos, celebración de contratos y otros.

---

<sup>20</sup> Artículo 770 del Código de Comercio de Guatemala, Decreto 2-70 del Congreso de la República.

- Fideicomiso de Garantía: Consiste en que los bienes fideicometidos sirven para garantizar el cumplimiento de una o varias obligaciones especialmente crediticias a favor del fideicomitente. Por ejemplo, en créditos obtenidos por éste a su favor por el fiduciario, dichos bienes garantizan el pago de tales créditos.
  
- Fideicomiso de inversión: En este tipo de fideicomiso el fideicomitente gira Instrucciones al fiduciario para que éste utilice los bienes fideicometidos en inversiones en valores que produzcan renta.

Por su importancia, a continuación se analiza el fideicomiso de inversión; haciendo la aclaración de que existen otras clasificaciones como los fideicomisos de seguros, de desarrollos, de gobierno y demás, que por no ser objeto de estudio en este trabajo, no se analizarán a profundidad.

#### **4.2.5 Fideicomiso de inversión**

La figura del fideicomiso de inversión se encuentra regulada tanto en el Código de Comercio, Decreto 2-70 del Congreso de la República, como en la Ley del Mercado de Valores y Mercancías, Decreto número 34-96 del Congreso.

El Código de Comercio en el Artículo 784 establece: "Salvo autorización expresa en contrario dada por el fideicomitente en el documento constitutivo, el fiduciario únicamente podrá hacer inversiones en bonos y títulos de crédito de reconocida solidez, emitidos y garantizados por el Estado, las entidades públicas, las instituciones financieras, los bancos que operen en el país y las empresas privadas cuyas emisiones califique como de primer orden la Comisión de Valores".

---

<sup>21</sup> Artículo 769 del **Código de Comercio de Guatemala**, Decreto 2-70 del Congreso de la República.



De conformidad con los Artículos 768 y 771 del mismo cuerpo legal pueden ser fiduciarios únicamente los bancos establecidos en el país o las instituciones de crédito autorizadas por la Junta Monetaria, y su constitución debe constar en escritura pública. Asimismo, pueden aportarse al patrimonio fideicometido la misma clase de bienes que pueden ser aportados a cualquier clase de fideicomiso. De emitirse certificados fiduciarios de conformidad con lo establecido en el Artículo 609 del mismo código, el procedimiento para la creación de los mismos es el mismo que establece la Ley para la emisión de bonos bancarios, en cuyo caso, previo a su emisión, se elabora un reglamento que regule las condiciones generales de las operaciones que realice sujeto a la aprobación de la Junta Monetaria.

Por su parte, la Ley del Mercado de Valores y Mercancías regula al fideicomiso de inversión como un contrato denominado “Contrato de fideicomiso de inversión” en su Artículo 76, esta norma legal establece que “los bancos y las sociedades financieras privadas podrán convenir con los agentes la delegación de su función como fiduciarios. El fiduciario delegado podrá realizar todas las actividades propias de un fiduciario y será junto con la entidad delegante, solidariamente responsable por su actuación. Tanto los bancos y las sociedades financieras privadas, como los fiduciarios delegados, podrán fungir como fiduciarios de fideicomisos constituidos para la inversión en valores que se encuentren en oferta pública (...)”.

Un aspecto interesante resulta el hecho que, tanto el fideicomiso de inversión regulado en el Código de Comercio, como el establecido en la Ley del Mercado de Valores y Mercancías son contratos, con la diferencia que la figura regulada en el Código de Comercio debe documentarse en escritura pública, mientras que la contemplada en la Ley del Mercado de Valores puede hacerse constar en documento privado, eximiéndole de la obligación de la escritura pública,



regulada por el Código de Comercio, a no ser claro está que se trate de inmuebles u otros activos que están sujetos a inscripción en alguno de los Registros del país.

Por lo tanto, este tipo de fideicomiso se puede definir como un contrato en virtud del cual los bancos, entidades financieras privadas o si fuere el caso Agentes de Bolsa o de Valores (actuando como fiduciarios delegados) reciben bienes de los fideicomitentes, con el encargo de invertirlos en valores y de emitir certificados fiduciarios u otros títulos que brinden mayores seguridades, abonando al fideicomisario que a su vez puede ser el mismo fideicomitente, el producto de la inversión o bien invirtiéndolo de nuevo en otros valores. A este tipo de fideicomiso se aplican todas las reglas del fideicomiso genérico, contando con ciertos aspectos como el mencionado en el párrafo anterior y otros que se mencionarán en éste trabajo.

En cuanto al patrimonio autónomo que se crea en virtud del nacimiento del fideicomiso, puede afirmarse que ésta es una característica que se aplica a cualquier clase de fideicomiso, ya que los bienes o derechos transferidos forman un patrimonio diferente del patrimonio del fideicomitente y del fiduciario, existiendo una separación contable; por lo tanto los acreedores del fideicomitente y del fiduciario no tienen acción sobre los bienes fideicometidos. El Código de Comercio de Guatemala es claro al indicar en su Artículo 777 que las únicas obligaciones por las que debe responder el fideicomiso son: a) Aquellas obligaciones que se refieren al fin del fideicomiso; b) derechos que se hayan reservado al fideicomitente; c) derechos que para el fideicomitente se deriven del fideicomiso; d) derechos adquiridos legalmente por terceros, inclusive fiscales, laborales y de cualquier otra índole; y e) derechos adquiridos por el fideicomisario con anterioridad o durante la vigencia del fideicomiso.

Respecto de los bienes que pueden ser transferidos en virtud de la constitución de éste tipo de fideicomiso, la Ley del Mercado de Valores y



Mercancías, establece en su Artículo 76: “(...) Tanto los bancos y las sociedades financieras privadas como los fiduciarios delegados, podrán fungir como fiduciarios de fideicomisos constituidos para la inversión en valores que se encuentren en oferta pública (...)” de este párrafo se interpreta que el patrimonio fideicometido de un fideicomiso de inversión, puede estar constituido por valores que estén o no en oferta pública, pudiendo aportarse bienes con las características que se requieren para ser aportados a un fideicomiso cualquiera (los cuales fueron mencionados en su oportunidad); pues el Artículo citado, únicamente hace alusión a que la finalidad de éste fideicomiso debe ser la inversión en valores que se encuentren en oferta pública.

En cuanto al tipo de valores que pueden emitirse, se debe tomar en cuenta que en el fideicomiso de inversión establecido en el Código de Comercio, se considera la emisión de certificados fiduciarios como una finalidad; mientras que en la Ley del Mercado de Valores y Mercancías en su Artículo 76 se deja abierta la posibilidad a que se emitan certificados fiduciarios<sup>22</sup> o bien otros valores como los establecidos en el Artículo 2 de ese mismo cuerpo legal (valores de contenido crediticio, de participación o mixtos). Al respecto vale la pena mencionar las diferencias que existen en cuanto a procedimiento, entre emitir certificados fiduciarios o bien emitir títulos ya sean de contenido crediticio, de participación o mixtos; en cuanto a los certificados fiduciarios, la Ley es clara en señalar que el procedimiento para emitirlos es el mismo que para la emisión de bonos bancarios.

En tal virtud, la Ley de bancos consigna un procedimiento que se resume, en que los bancos hipotecarios antes de emitir bonos hipotecarios deben elaborar un reglamento que regule las condiciones generales de las operaciones que se realicen, el cual está sujeto a la aprobación de la Junta Monetaria, que a su vez está facultada para emitir otros reglamentos sobre la emisión de tales títulos. Como se observa,

---

<sup>22</sup> “Si como resultado de la constitución del Fideicomiso se acordare la emisión de certificados fiduciarios, su oferta pública deberá inscribirse en el registro y a su vez, podrá el fiduciario solicitar su inscripción para cotizarse en Bolsa (...)” Artículo 76 **Ley del Mercado de Valores y Mercancías**, Decreto 34-96 del Congreso de la República.



existe el intervencionismo estatal, que supervisa las operaciones que constituye el procedimiento de creación de los certificados fiduciarios. La Ley del Mercado de Valores y Mercancías en su Artículo 76 señala que la emisión y negociación de los certificados fiduciarios a que se refiere el fideicomiso de inversión en específico, están sujetas únicamente a los requisitos que la Ley del Mercado de Valores y Mercancías requiere para realizar una oferta pública de valores emitidos por sociedades mercantiles. En concordancia, dichos requisitos se resumen en: a) Que los emisores (en este caso los fiduciarios) soliciten la inscripción. (Únicamente los emisores por sí o por medio de los agentes debidamente inscritos en el Registro del Mercado de Valores y Mercancías, pueden realizar oferta pública de valores.); b) que los valores estén inscritos en el Registro del Mercado de Valores y Mercancías; c) que se cumpla con los requisitos que establezcan las disposiciones normativas y reglamentarias de carácter general de la Bolsa de Comercio respectiva, (si se trata de una emisión bursátil); y e) que se acompañe, si existiere, la calificación de riesgo<sup>23</sup>.

Por las razones ya expuestas, queda claro que tanto la constitución de un fideicomiso de inversión, como la emisión de sus certificados fiduciarios o sus valores, resulta mucho más práctica y sencilla a la luz de las normas establecidas en la Ley del Mercado de Valores y Mercancías, que si se tratara de una emisión proveniente de un fideicomiso de inversión constituido de conformidad con lo establecido en el Código de Comercio.

Así pues, es correcto afirmar que la titularización de activos se puede implementar tomando como vía el fideicomiso genérico o bien el fideicomiso de inversión regulado en la Ley del Mercado de Valores y Mercancías, pero por la flexibilidad que ofrecen las normas de dicha Ley en cuanto a la constitución y

---

<sup>23</sup> Opinión emitida por una entidad calificadoradora de riesgo, en cuanto a la situación financiera de un emisor, todo ello con arreglo a las prescripciones técnicas reconocidas a nivel internacional.  
Artículo 2 **Ley del Mercado de Valores y Mercancías**, Decreto 34-96 del Congreso de la República.



emisión de valores, resulta más práctico y conveniente implementar el proceso a través del fideicomiso de inversión regulado por este cuerpo legal.

## CONCLUSIONES

1. La titularización de activos constituye un instrumento que permite el desarrollo del mercado de capitales, ya que responde a las necesidades de financiamiento inmediato que en un momento determinado un originador podría requerir para la realización de inversiones urgentes.
2. La titularización de activos se traduce como fuente de liquidez pues permite transformar activos tradicionalmente ilíquidos, que generan ciertos flujos predecibles, en títulos valores que se negociarán en el mercado bursátil o extrabursátil.
3. El proceso titularizador permite a los originadores obtener un beneficio mayor que el tradicional esquema de endeudamiento, por lo cual el proceso se torna mucho más atractivo.
4. La mayoría de países en los cuales la titularización ha alcanzado gran éxito cuentan con normas claras y razonables que regulan la creación, modificación, extinción y transmisión no sólo del proceso titularizador, de sus elementos y de sus participantes, si no también de los derechos y obligaciones que nacen de este.
5. Para que la titularización funcione y tenga el éxito esperado debe estar sustentada en leyes básicas que contemplen regulaciones sobre la transferencia de los activos, la perfección de los derechos sobre los activos y regulaciones sobre la quiebra.
6. En el caso de Guatemala, la normativa específica existente en materia de titularización establece al fideicomiso como vía para el desarrollo del proceso titularizador.
7. En Guatemala el marco legal en cuanto a titularización de activos no es claro, por lo que es necesario aplicar normas del derecho común específicamente las mercantiles que rigen al fideicomiso, con el fin de subsanar dichas lagunas de Ley.





8. El fideicomiso de inversión regulado por la Ley del Mercado de Valores y Mercancías es el mecanismo más idóneo para implementar la titularización en Guatemala, debido a la flexibilidad y bondades que dicha Ley confiere a la constitución y emisión de valores por medio de este tipo de fideicomisos, en contraposición con las formalidades e intervención estatal que presenta la constitución y emisión de certificados fiduciarios por medio del fideicomiso genérico regulado en el Código de Comercio de Guatemala.
  
9. Actualmente las normas específicas sobre titularización de activos, regulan únicamente el caso en que los valores provenientes del proceso vayan a ser colocados a través de una Bolsa de Valores; por lo que la colocación de valores provenientes del proceso titularizador a nivel extrabursátil está desamparada.
  
10. Para que la titularización tenga éxito en Guatemala se necesita contar con factores claves tales como:
  - a) Un ambiente regulatorio adecuado;
  - b) un marco legal e impositivo que en materia de titularización responda a la realidad económica y social del país;
  - c) un volumen considerable de activos susceptibles de ser titularizados;
  - d) una adecuada difusión del proceso la cual permita hacer de conocimiento de los posibles participantes en la titularización y del público en general, las ventajas y desventajas del proceso titularizador;
  - e) incentivos para los originadores; y
  - f) la existencia de un mercado de capitales.

## RECOMENDACIONES

1. A nivel bursátil, se recomienda fortalecer la normativa actual por la que se rige la colocación de valores provenientes del proceso titularizador en Bolsa de Valores Nacional, S.A., ya que si bien es cierto que dicha normativa constituye uno de los pilares fundamentales en torno a regulación en materia de titularización en Guatemala, se necesita de un marco legal mucho más específico que regule los principales elementos de la titularización de activos, con la finalidad de crear un marco jurídico que cuente con normas claras y razonables, que le otorguen certeza jurídica al proceso e incentive el desarrollo de la titularización en nuestro país.
2. A nivel extrabursátil, debido a la inexistencia de normas que rijan la colocación de valores provenientes del proceso titularizador fuera una Bolsa de Comercio, se recomienda la creación de normas que regulen dicho proceso, haciendo una reforma a la Ley del Mercado de Valores y Mercancías y a su reglamento, en la cual se incluyan normas específicas que regulen el proceso de titularización extrabursátil.
3. A nivel general, se recomienda que se reforme la Ley del Mercado de Valores y Mercancías y su reglamento, no sólo en el sentido de regular la titularización a nivel extrabursátil, si no que se unifiquen los procedimientos para titularizar dentro o fuera de una Bolsa de Comercio, o bien se establezcan las disposiciones que dejen claro que en materia de titularización las normas creadas por las Bolsas de Comercio son suficientes para regir la implementación del proceso en virtud de su autorregulación.
4. Se recomienda al Registro del Mercado de Valores y Mercancías y a las Bolsas de Valores, llevar a cabo una fuerte campaña de publicidad y educación bursátil, a través de la cual se haga del conocimiento de posibles originadores, intermediarios y reguladores, en qué consiste el sistema de la titularización de activos como alternativa de financiamiento, sus ventajas y desventajas en comparación con otros medios de liquidez; todo esto con el objeto de dar a conocer el proceso y contribuir con ello a la difusión y desarrollo del mismo en



nuestro país ya que dicho proceso se traduce en fomento de inversión y de ingresos que coadyuvaran al desarrollo económico de la nación.

5. Se recomienda a las universidades del país en especial a las facultades de Ciencias Jurídicas y Sociales, incluir dentro de su pénsum de estudios al derecho bursátil y su relación administrativo financiera, puesto que nuestro país necesita urgentemente de profesionales en el derecho capaces de desenvolverse en el ámbito bursátil, ya que es una rama del derecho mercantil la cual todo profesional de área jurídico-financiera debe dominar como una herramienta que incrementará su competitividad en el campo laboral así como su acervo cultural.



## **ANEXOS**





**ANEXO I**  
**ALGUNAS EMISIONES DE TITULARIZACIÓN ESTRUCTURADAS EN LOS**  
**ÚLTIMOS DOS AÑOS**

<b>PAIS</b>	<b>EMISOR</b>	<b>PATRIMONIO TITULARIZADO</b>	<b>MONTO EN US\$</b>
Brasil	Alcoa, Aluminios, S.A.	Exportaciones futuras de aluminio	400
México	Grupo México	Exportaciones futuras de minerales	600
México	Imexa	Exportaciones futuras de acero	300
Argentina	Oil Trail Corp.	Exportaciones futuras de petróleo	400
México	Gobierno de México	Exportaciones futuras de petróleo	6.000
México	Banamex	Vouchers futuros de tarjetas de crédito	150
Costa Rica	ICE	Compensaciones futuras de pago sobre llamadas telefónicas internacionales	50

Fuente: Nafibo



**ANEXO II**  
**IMPLICACIONES DE LA TITULARIZACIÓN DE ACTIVOS EN EL DESARROLLO**  
**DEL MERCADO DE CAPITALES**

<b>MERCADO DE CAPITALES</b>	
<b>Existiendo la titularización de activos</b>	<b>No existiendo la titularización de activos</b>
El sistema dominante recae en los intermediarios financieros tradicionales.	Existe coexistencia entre el sistema de intermediarios y los instrumentos (bancos y fideicomisos).
Surge la concentración de propiedad.	Se logra llegar a pequeños inversionistas, por medio de la venta de títulos a largo plazo con rendimientos atractivos.
Existe la escasez de instrumentos seguros, líquidos de corto plazo, ya que se limita a captación por medio de instrumentos de renta fija (pagarés) y renta variable (acciones).	Ofrece mediante variedad de títulos, constituyéndose como opción para los ahorrantes e inversionistas institucionales con variedad de riesgos, plazos y rendimientos.
Las operaciones se concentran en el corto plazo.	Permite la generación de títulos a largo plazo, con un menor riesgo para fondos institucionales.
Ineficiencia de intermediarios porque el crecimiento de la cartera esta sujeto a captación directa.	Competencia entre intermediarios, lo que crea mayor eficiencia y una reducción en costos, al recurrir a otras fuentes de fondos.
Intermediarios asumen los riesgos, lo que puede provocar un incremento en los costos y un mayor riesgo para el originador.	Riesgos están contemplados en el proceso, logrando una diversificación y dispersión de los mismos.

Fuente: Nafibo







## GLOSARIO

**Agente de Bolsa o Casa de Bolsa:** Persona jurídica que se dedica a la intermediación con valores, mercancías o contratos bursátiles, conforme a las disposiciones legales aplicables y los reglamentos de las bolsas.

**Agente de valores:** Persona jurídica que se dedica a la intermediación con valores, mercancías o contratos extrabursátiles, conforme a las disposiciones legales aplicables.

**Assets:** Activos.

**Asset turnover:** Rotación de inventario.

**Asset backed bonds:** Bonos respaldados con activos.

**Atipicidad:** Término que se refiere a títulos-valores, mercancías o contratos, no establecidos en la ley.

**Bankrupt:** quebrado, fallido.

**Bankruptcy:** bancarrota, quiebra.

**Bolsa de comercio:** Sociedad mercantil especial, que tiene por objeto la prestación de servicios para facilitar la negociación de valores, mercancías o contratos.

**Bolsa de valores:** Sociedad mercantil especial, que tiene por objeto prestar la infraestructura y los servicios necesarios, para la negociación de títulos-valores.

**Bursátil:** Se refiere a todas las actividades relacionadas con las bolsas de comercio y las entidades que operan en su seno.

**Cash assets:** Activos disponibles, disponibilidades



**Cash collateral Account:** Cuenta de caja colateral.

**Cash flow:** Flujo de fondos, flujo de caja, movimiento de caja, flujo de efectivo.

**Cedula hipotecaria:** Título de crédito el cual incorpora un crédito garantizado con hipoteca.

**Certificado fiduciario:** Título de crédito que confiere a sus titulares alguno o algunos de los siguientes derechos: a) a una parte alícuota de los productos de los bienes fideicometidos; b) a una parte alícuota del derecho de propiedad sobre dichos bienes, o sobre el precio que se obtenga en la venta de los mismos y c) al derecho de propiedad sobre una parte determinada del bien inmueble fideicometido.

**Contratos bursátiles:** Acuerdo de voluntades entre dos o más personas, en virtud del cual se crean, modifican o extinguen derechos y obligaciones, dentro del mercado bursátil.

**Emisión:** Conjunto de valores inscritos dentro o fuera de Bolsa, o la acción de un emisor de poner a disposición de terceros interesados a través de ofertas públicas y mediante series, valores inscritos.

**Emisor:** Persona jurídica que realiza una oferta pública bursátil o extrabursátil.

**Endowment mortgage:** Tipo de hipoteca que combina préstamo con un seguro de vida.

**Extrabursátil:** Se refiere a todas las actividades relacionadas con la negociación de valores, mercancías o contratos fuera de las bolsas de comercio.

**Fixed debt:** Deuda fija.

**Fixed income:** Ingresos fijos.

**Fixed rate:** Tipo de interés fijo, tasa fija.

**Fixed term-bond:** Bono a plazo fijo.



**Floating rate notes:** Pagarés de tipo de interés variable, pagarés con tasa flotante.

**Intermediario:** Persona jurídica que se dedica a negociar valores, mercancías o contratos, de conformidad con las disposiciones legales aplicables.

**Leasing:** Arrendamiento, alquiler, arrendamiento financiero, alquiler con opción de compra,

**Mercado de valores:** Serie de actividades que se realizan para la compra-venta de títulos valores.

**Mercado primario:** Consiste en la primera negociación de cualquier valore inscrito para oferta pública.

**Mercado secundario:** Se refiere a las negociaciones de valores que han sido previamente adquiridos en un mercado primario, subsiguientes a su adquisición.

**Mercancías:** Son todos aquellos bienes que no estén excluidos del comercio por su naturaleza o por disposición de la ley.

**Mortgage:** Hipoteca, hipotecar.

**Mortgage bond:** Bono hipotecario.

**Mortgage loan:** Préstamo hipotecario.

**Mortgagee:** Acreedor hipotecario.

**Mortgagor, mortgager:** Deudor hipotecario.

**Negocio jurídico:** Declaración de voluntad de una o más personas, tendiente a crear, modificar o extinguir derechos y obligaciones.



**Pass:** Pasar, transferir.

**Pass through:** Transferencia.

**Pass through certificates:** Certificados de transferencia.

**Pay:** Pagar, abonar, remunerar.

**Pay back:** devolver, reembolsar.

**Pay cash:** Pagar en efectivo.

**Pay through:** Pagar a través de.

**Prepayment:** Prepago.

**Registro del Mercado de Valores y Mercancías:** Órgano del Ministerio de Economía, de carácter estrictamente técnico, cuyo objeto es el control de la juridicidad y registro de los actos que realicen y contratos que celebren las personas que intervienen en los mercados bursátiles y extrabursátiles.

**Savings certificate:** Certificado de depósito depósito de ahorro, certificado de ahorro.

**Securities:** Valores bursátiles, títulos cotizados en bolsa, título-valor.

**Serie:** Conjunto de valores homogéneos plenamente sustituibles entre sí, que forman parte de una misma emisión.

**Sterling:** Libra esterlina.



## BIBLIOGRAFÍA

- ARISTIZABAL, Gustavo. **Introducción a la titularización**, Bolsa de Medellín. Colombia: Ed. Ediciones bancarias y financieras, 1992.
- Actualidad económica, titularización, un nuevo reto del mercado de valores**. Costa Rica: Ed. Trejos Hermanos Sucesores, 1990.
- BATIZA, Rodolfo. **Principios básicos del fideicomiso y de la administración fiduciaria**. México: Ed. Porrúa, S.A. 1977.
- CASCANTE, Javier. **La titularización un recurso necesario para desarrollar el mercado de valores**. Costa Rica: (s.e.), 1992.
- DAVALOS MEJÍA, Carlos. **Títulos y contratos de crédito, quiebras** . México: Ed. Harla, 1984.
- Diccionario de administración y finanzas**. Barcelona, España: Ed. Océano Centrum, 1995.
- Diccionario de la lengua española de la Real Academia Española**. 19na. ed.; Madrid, España: (s.e.), 1978.
- DYM, Steven I. **Securitization: Mortgages and other asset-backed securities**. New York, E.E.U.U.: Ed. Lenham Brothers, Institute of Finance, 2000.
- ESCAMILLA, Gabriela. **La titularización de activos y su viabilidad en el mercado guatemalteco**. Tesis de graduación, Universidad Francisco Marroquín, 1999.
- FABOZZI, Frank. **Advances & innovations in the bond and mortgage markets**. Chicago, Illinois, E.E.U.U. : Ed. Probus, 1989.
- GONZÁLEZ, Ingrid. **El fideicomiso de inversión como vía idónea para la implementación de procesos de titularización en Guatemala**. Tesis de graduación, Universidad Francisco Marroquín, 2001.



GONZÁLEZ TORRE, Roberto. **La titularización de activos a la luz de la ley del mercado de valores**. Ecuador: (s.e.), 2001.

**La titularización en Colombia**. Colombia: Ed. de la Superintendencia de Valores de Colombia, 2002.

MILES, Andrew. **Business english spanish dictionary**. Barcelona, España: Ed. Océano Centrum, 2000.

PAOLANTONIO, Martín E. **Fondos comunes de inversión: Mercado financiero y mercado de capitales, securitización o titulización**. Buenos Aires, Argentina: Ed. De Palma, 1994.

PAVELL, Christine. **Securitization**. Chicago, Illinois: Ed. Probus, 1989.

RADRESA, Emilio. **Bolsa y contratos bursátiles**. Buenos Aires, Argentina: Ed. De Palma, 1995.

RAVIGLIONI, Carlos. **Securitización de hipotecas**, trabajo realizado para la universidad de Buenos Aires, materia Derecho Privado. Argentina: (s.e.), 2000.

RODRÍGUEZ AZUERO, Sergio. **La responsabilidad del fiduciario**. Medellín, Colombia: Ed. Rosaristas, 1997.

RODRÍGUEZ RODRÍGUEZ, Joaquín. **Curso de derecho mercantil**. 1t.; México, D.F.: Ed. Porrúa, 1974.

SCHWARCZ, Steven. **The alchemy of asset securitization**, Stanford Journal of Law, business and finance. E.E. U. U.: (s.e.), 1994.

**Seminario titularización de activos hipotecarios**. María del Pilar Galvis y Michael Márez. Guatemala: 27 de marzo, 1998.



SOLER RAMOS, José A. et. al. **Gestión de riesgos financieros, un enfoque práctico para países latinoamericanos**, Banco Interamericano de Desarrollo, Grupo Santander. Washington D.C., 1999.

VILLEGAS LARA, René Arturo. **Derecho mercantil guatemalteco obligaciones y contratos**. 3t.; Guatemala: Ed. Universitaria, 1987.

#### **Legislación nacional:**

**Constitución Política de la República de Guatemala**. Asamblea Nacional Constituyente, 1986.

**Código Civil**. Enrique Peralta Azurdia, Jefe de Gobierno de la República de Guatemala, Decreto Ley 106, 1964.

**Código de Comercio de Guatemala**. Congreso de la República, Decreto número 2-70, 1971.

**Ley del Mercado de Valores y Mercancías**. Congreso de la República, Decreto número 34-96, 1997.

**Reglamento de la Ley del Mercado de Valores y Mercancías**. Presidente de la República, Acuerdo Gubernativo número 557-97, 1997.

**Reglamento para la Inscripción de Valores**. Bolsa de Valores Nacional, S.A. al 21 de enero de 2005.

#### **Legislación internacional:**

##### **Ecuador:**

**Ley del Mercado de Valores**, título XVI (23 de julio de 1998)





**Reglamento sobre procesos de titularización aplicable a originadores de derecho privado**  
(Resolución CNV-009-2000).

**Perú:**

**Ley del Mercado de Valores**, Decreto N.861

**Reglamento de los Procesos de Titulización de Activos** (Resolución CONASEV N.1-1997-  
EF/94.10)

**Colombia:**

**Resolución 400**, 1995.

**Basilea:**

**Asset Securitization**, consultative document, supporting document to the New Basel Capital  
Accord, enero de 2001.