

## LA TITULIZACIÓN DE ACTIVOS EN IBEROAMÉRICA

**SUMARIO:** I. FUNCIÓN ECONÓMICA DE LA TITULIZACIÓN. II. DESARROLLO ECONÓMICO DE LA TITULIZACIÓN. III. REGULACIÓN DE LA TITULIZACIÓN. IV. TIPOLOGÍA DE LA TITULIZACIÓN. V. ESTRUCTURA DE LA TITULIZACIÓN: 5.1. Descripción y características generales de la operación de titulización. 5.2. Los vehículos de titulización: sociedades y fondos y fideicomisos. 5.3. Los gestores de los vehículos de titulización. 5.4. Los acreedores originarios cedentes de los créditos titulizados: los bancos y demás entidades de crédito. 5.5. Los deudores originarios: especial referencia a las PYMES. VI. EL ACTIVO DE LAS SOCIEDADES, FONDOS Y FIDEICOMISOS DE TITULIZACIÓN: 6.1. Los créditos cedidos. 6.2. La cesión de los créditos. VII. EL PASIVO DE LAS SOCIEDADES, FONDOS Y FIDEICOMISOS DE TITULIZACIÓN: 7.1. Tipos de valores emitidos. 7.2. Tipos de inversores que adquieren los valores emitidos. 7.3. Colocación de los valores emitidos: Tipos de emisiones. 7.4. Negociación de los valores emitidos. 7.5. Instrumentos de mejora crediticia y garantía de los valores emitidos. 7.6. Calificación crediticia de los valores emitidos. VIII. SUPERVISIÓN PÚBLICA DE LOS PROCESOS DE TITULIZACIÓN: 8.1. Entidades supervisoras. 8.2. Proceso de autorización y registro de las sociedades, los fondos y fideicomisos de titulización. 8.3. Supervisión de las sociedades, fondos y fideicomisos de titulización.

## I. FUNCIÓN ECONÓMICA DE LA TITULIZACIÓN

Desde el punto de vista financiero, la titulización se define como un proceso de conversión de unos derechos de crédito poco líquidos en otro tipo de activos financieros más líquidos, que pueden negociarse entre los inversores. También se ha descrito la titulización como un mecanismo del que pueden valerse las empresas, sean o no entidades de crédito, para obtener financiación ajena mediante la emisión de valores, segregando de su patrimonio un número determinado de activos con cuyos rendimientos se atenderá el servicio financiero de los valores emitidos, constituyendo a su vez dichos activos la garantía básica del cumplimiento de las obligaciones de pago asumidas. Por último, puede entenderse también que la titulización es parte de un nuevo modelo de negocio con una forma de gestión del riesgo más sofisticada para las entidades de crédito, ya que les permite desligar sus actividades de concesión de préstamos de la cantidad y tipo de riesgos que asumen en última instancia. En este Estudio, prestamos una atención especial a la titulización como mecanismo financiero que facilita la financiación —particularmente bancaria— de las PYMES.

Desde el punto de vista jurídico, la titulización es un proceso en virtud del cual un sujeto (acreedor originario) que ostenta una posición jurídica acreedora —actual o potencial— respecto de otro u otros sujetos (deudores) que deben hacer frente al pago de su deuda en uno o varios momentos futuros; cede (cedente) aquel derecho de crédito —de manera onerosa y generalmente mediante una compraventa— a otro sujeto, con personalidad jurídica o sin ella, pero dotado, en todo caso, de autonomía patrimonial (cesionario), quien integra aquel crédito en su patrimonio y emite valores negociables con la garantía del derecho o derechos de crédito cedidos, valores que serán adquiridos por inversores, preferentemente institucionales.

Como cualquier otro mecanismo financiero, la titulización, para que resulte factible en la práctica, debe ofrecer ventajas para quienes intervienen en ella. Y efectivamente las ofrece:

- a) El acreedor originario (que actúa como cedente) consigue «movilizar» su crédito con anterioridad a su vencimiento, haciéndolo líquido de manera anticipada, congelando una ganancia cierta que vendría a remunerar su esfuerzo en la búsqueda y gestión de la oportunidad de

negocio y pudiendo integrar tales recursos líquidos en su particular proceso productivo; todo ello con un coste sensiblemente inferior a otros mecanismos de actualización de créditos.

- b) El emisor de los valores de titulación (que actúa como cesionario) —o, en el caso de que tal emisor sea un Fondo carente de personalidad jurídica, su Sociedad Gestora— obtiene una remuneración por su intervención en forma de comisiones de gestión.
- c) Los adquirentes finales de los valores emitidos encuentran valores nuevos y de riesgo conocido —por cuanto estarán previamente calificados en su calidad crediticia por agencias de calificación o «rating»— en los que invertir sus excedentes financieros, ampliación que resulta especialmente importante para los inversores institucionales (p.ej. Fondos de Inversión y de Pensiones) dadas sus necesidades de inversión, continuas en el tiempo y crecientes en su cuantía.

En el área iberoamericana, la titulación ha venido cumpliendo las funciones económicas indicadas hasta el momento y, en particular, ha compartido el proceso común a todos los mercados financieros desarrollados de la expansión desde el ámbito hipotecario, en el que se titulan créditos con garantía real inmobiliaria; hasta un ámbito general, donde se titulan créditos derivados de todo tipo de operaciones financieras (así, por ejemplo, operaciones de arrendamiento financiero, flujos futuros esperados provenientes de concesiones u obras públicas, etc.).

En todo caso, se constata que, en la mayor parte de los países iberoamericanos implicados en este Estudio, predomina la titulación hipotecaria. En este sentido, el proceso de la titulación hipotecaria constituye una muestra significativa de la función económica de la titulación en general por ser este el ámbito donde el fenómeno cuenta con un mayor desarrollo en la práctica. Si observamos la forma en la que acaece este proceso de titulación hipotecaria, por ejemplo en España, vemos que se desarrolla, sintéticamente, conforme al siguiente programa de actuaciones:

- 1º Un conjunto de personas físicas o jurídicas que pretenden adquirir o rehabilitar inmuebles, solicitan de una o varias entidades de crédito préstamos bancarios garantizando sus obligaciones de restitución del

principal del capital y de pago de intereses mediante las respectivas hipotecas; de tal manera que, una vez celebrados los contratos, aquellas entidades son acreedoras cuyos créditos de restitución gozan de garantía hipotecaria. Tales contratos son los «préstamos hipotecarios».

- 2º Con posterioridad, las entidades de crédito desean hacer líquidas sus posiciones acreedoras y, para ello, emiten un tipo de valores negociables característico del mercado hipotecario, denominados participaciones hipotecarias, en virtud de los cuales hacen participar a los adquirentes en los créditos hipotecarios iniciales, cediéndoles parcial o totalmente los mismos.
- 3º Estas participaciones hipotecarias pueden ser suscritas por los Fondos de Titulación Hipotecaria, actuando a través de sus Sociedades Gestoras. Sobre la base de esta posición acreedora que adquieren dichos Fondos, emiten valores «de segunda generación» —denominados en la práctica «bonos de titulación hipotecaria»— que incorporan el derecho de sus titulares a percibir intereses y obtener la restitución de la cantidad aportada sobre la base de los rendimientos que producirán los créditos hipotecarios participados. Así, pues, la función de estos Fondos es la propia de unos mecanismos de transformación de los conjuntos de participaciones en préstamos hipotecarios que adquieran de las entidades de crédito emisoras de aquellas en valores de renta fija homogéneos, estandarizados y susceptibles de negociación en el mercado de valores. A resultas de este efecto inmediato —consistente en facilitar la movilización de los préstamos hipotecarios— se incrementa la cantidad total que pueden prestar las entidades de crédito y, en un contexto de adecuada competencia entre las entidades de crédito, se consigue un resultado último de carácter social consistente en el abaratamiento de los préstamos para adquisición de viviendas.

## II. DESARROLLO ECONÓMICO DE LA TITULIZACIÓN

**Síntesis:** En el área iberoamericana, los niveles de desarrollo económico de la titulación son muy dispares de modo tal que existen países con un volumen muy apreciable de emisiones de valores de titulación, mientras otros no

tienen un desarrollo efectivo de esta técnica financiera. En particular, podemos distinguir entre países en los que existe una regulación específica de la titulación y un volumen notable de operaciones de titulación; países en los que no existe una regulación específica de la titulación, pero se han desarrollado operaciones de titulación; países en los que existe una regulación específica de la titulación, sin desarrollo efectivo de operaciones; y países en los que, en la actualidad, no existe una regulación específica de la titulación ni se han realizado operaciones de titulación. Nos remitimos a los datos estadísticos que se recogen en el Anexo 1 de este Libro sobre las emisiones de valores de titulación en el periodo 2001 a 2006.

**Argentina:** Los datos que constan en el Anexo 1 de este Libro muestran un crecimiento notable de las operaciones de titulación en el periodo 2001-2006 que ha llevado desde la cifra de 1.344,00 millones de USD en 2001 a la de 2.438,00 millones de USD en 2006. También es interesante constatar cómo la crisis económica general que sufrió el país se reflejó en una severa contracción de los volúmenes de operaciones de titulación en los años 2002 a 2004. Los datos del primer semestre de 2007 confirman la tendencia creciente al alcanzar la cifra de 1162,8 millones de USD.

**Bolivia:** Los datos del Anexo 1 nos muestran unos volúmenes modestos de operaciones de titulación con un desarrollo irregular a lo largo del periodo, de tal modo que, tras alcanzar el máximo de 12,5 millones de USD en 2002 y mantenerse en 11,2 millones de USD en 2003, desciende a 7,1 millones de USD en 2006.

**Brasil:** El cuadro del Anexo 1 de este Libro muestra un crecimiento espectacular de las emisiones de titulación en el periodo considerado que han pasado de 92,7 millones de USD en 2001 a 6.475,5 millones de USD en 2006. Desde el punto de vista cualitativo se observa una gran variedad de créditos titulizados, vehículos de titulación y valores emitidos. Los datos del primer semestre de 2007 confirman la tendencia creciente al alcanzar la cifra de 3401,5 millones de USD.

**Chile:** Los datos del cuadro que obra como Anexo 1 a este Libro muestran un desarrollo variable de las emisiones de valores de titulación que alcanzó su

máximo de 807,5 millones de USD en 2005, reduciéndose a 359,5 millones de USD en 2006. Los datos del primer semestre de 2007 confirman la tendencia creciente al alcanzar la cifra de 310,7 millones de USD.

**Colombia:** El cuadro del Anexo 1 de este Libro muestra un crecimiento muy notable de las emisiones de titulación en el periodo considerado que han pasado de 133 millones de USD en 2001 a 1539,7 millones de USD en 2006. También cabe destacar, desde el punto de vista cualitativo, la gran variedad de créditos titulizados. Los datos del primer semestre de 2007 no confirman una tendencia creciente al llegar a la cifra de 661,3 millones de USD.

**Costa Rica:** Desde 2000 a 2007 se han registrado 5 emisiones de titulación —3 de ellas hipotecarias— con un volumen total de 342,9 millones de USD.

**España:** De los datos recogidos en el Anexo 1 podemos deducir: primero, que la titulación tiene un notable desarrollo en España, alcanzando la cifra global en 2006 de 74.546,10 millones de USD; segundo, que, en el periodo 2001 a 2006, ha predominado la titulación hipotecaria, que represento este último ejercicio la cifra de 27.607,10 millones de USD; y, tercero, que el sector de las operaciones de titulación de créditos a PYMES es el segundo en importancia, alcanzando en el ejercicio 2006 los 10.190,50 millones de USD en crecimiento constante desde 2001. Los datos del primer semestre de 2007 confirman la tendencia creciente al alcanzar la cifra de 54.373,4 millones de USD.

**Panamá:** Desde 1994 hasta el primer semestre de 2007 se han registrado 12 emisiones de titulación —11 de ellas sobre créditos hipotecarios— con un volumen total de 360 millones de USD.

**Perú:** Desde 1998 hasta el primer semestre de 2007 se han registrado 33 emisiones de titulación con un volumen total de 1463,8 millones de USD. En el periodo 2001-2006 reflejado en el Anexo 1 se observa un crecimiento irregular que lleva de los 110 millones de USD en 2001 a los 140 millones de USD en 2006, tras haber alcanzado los 426,9 millones de USD en 2005.

**Venezuela:** Desde 1992 hasta el primer semestre de 2007 se han registrado 17 emisiones de titulación con un volumen total de 243,2 millones de USD.

Los datos del cuadro que obra en el Anexo 1 reflejan emisiones, dentro del periodo 2001-2006, en los dos últimos ejercicios que pasaron de 59,1 millones de USD en 2005 a 127 millones de USD en 2006.

### III. REGULACIÓN DE LA TITULIZACIÓN

**Síntesis:** En el área iberoamericana, el grado de desarrollo de la regulación de la titulación es dispar y corre parejo con el nivel de desarrollo económico de la misma. De modo tal que algunos países disponen de una normativa específicamente dedicada a la titulación, nacida en la década de los noventa y ubicada en el marco de la regulación de los respectivos mercados de valores; mientras que otros países carecen de aquel régimen. En todo caso, la estructura básica sobre la que se asienta la titulación es fruto de la combinación de mecanismos jurídicos tradicionales con raíces romanistas y de nuevas instituciones de procedencia anglosajona. Entre los primeros cabe citar la cesión de créditos que permite su aislamiento o separación como operación previa a su transformación; cesión genéricamente regulada en los Códigos decimonónicos (en España, por ejemplo, en los arts.1526 y ss. del Código Civil y en los arts. 347 y 348 del Código de Comercio). También los Códigos comerciales regulan la circulación de los créditos mediante títulos o valores (en España, por ejemplo, esta prevista en los arts.544 y 545 del Código de Comercio). Más modernos son otros mecanismos jurídicos que sirven de base a los procesos de titulación, como la circulación de los créditos mediante valores negociables representados mediante anotaciones en cuenta y las estructuras jurídicas de fondos, fruto de la importación en sistemas jurídicos latinos del “trust” anglosajón; sin perjuicio de que estos fondos cuentan con la experiencia ya consolidada en los Ordenamientos iberoamericanos de los fondos de inversión y de pensiones. Aun cuando, en determinados países del área, como es el caso de España, la estructura jurídica de los fondos de titulación presenta características peculiares respecto de los fondos de inversión; comparten la nota común de constituirse como patrimonios de afectación a sus respectivas finalidades y separados a efectos de responsabilidad y contables de los patrimonios de los diversos sujetos que actúan en su entorno (partícipes o bonistas, gestores, depositarios, etc.). Por último, conviene llamar la atención sobre el uso frecuente del fideicomiso financiero como estructura jurídica de la titulación.

**Argentina:** La titulación en Argentina está regulada por y la Ley 24.441 de Financiamiento de la vivienda y construcción en vigor desde enero de 1995 y reglamentada en el Capítulo XV de las Normas de la CNV. En el caso de Entidades Financieras reguladas por la Ley 21526 y modificatorias deben cumplir la normativa que, al respecto, dicte el Banco Central de la República Argentina.

**Bolivia:** La titulación esta regulada por la LMV de 31 de marzo de 1998, Decreto Supremo 25.514 que reglamenta la Titularización, tres resoluciones administrativas de la SPVS, sobre normas prudenciales, cesión de derechos de compra de activos y programas de emisores, y una resolución administrativa de la Superintendencia de Bancos.

**Brasil:** No hay una ley específica sobre titulación, pero tanto los CRI como los FIDC, que son valores mobiliarios, están descritos en art. 2º, inciso IX, de la Ley nº 6385/76 (Ley del Mercado de Valores brasileño). Además los certificados de crédito inmobiliario (CRI) están regulados en las Leyes 6385/76 y 10.303/01 y descritos en el art. 6 de la Ley 9514/97 del Sistema de Financiación inmobiliaria. Asimismo, la CVM los regula en su normativo 414/2004 modificado por las reglas 443 y 446. Por otra parte, los Fondos de inversión en derechos de crédito (FIDC), que son figuras de inversión colectiva, están regulados por la resolución CMN 2907 y normativo 356/2001 alterado por normas 393, 435, 442 y 446. Por otra parte, los FIDC no uniformes, están regulados en la norma 444/06.

El art. 60-A de la Instrucción CVM nº 356/01 indica que la CVM podrá autorizar procedimientos específicos y dispensar del cumplimiento de las disposiciones de la norma para los FIDC relacionados con el crédito de las PYMES. Es importante resaltar que este artículo no ha sido utilizado hasta el momento.

**Chile:** La titulación se regula por la Ley del Mercado de Valores 18045, título XVIII “De las Sociedades Securitizadoras” y cinco normas de carácter General de la SVS que regulan: contratos de administración de bienes, emisiones e información, programas, originadoras y contabilidad. Fuera del marco de mercado de valores, hay leyes específicas para securitizar créditos de financiación de estudios, leasing, ó la DFL Nº 3, Ley General de Bancos sobre créditos aptos para ser securitizados.



**Colombia:** La regulación de la titulización se inicia en 1992 (Resolución 645) y, tras sucesivas reformas, se consolida en la Resolución 400 de 1995 modificada por Resolución 882-1 de 1999 y 70 de 2007, todas de la Superintendencia de Valores, ahora, Superintendencia Financiera.

**Costa Rica:** Con carácter general, deben tomarse en consideración la Ley del Mercado de Valores y el Reglamento de Oferta Pública (art. 60 y siguientes) si las operaciones de titulización se estructuran mediante fidecomiso; así como el Reglamento General de Sociedades Administradoras y Fondos de Inversión, si lo hacen mediante Fondos de Inversión. También debe tenerse en cuenta que la Ley 8507 de desarrollo de mercado secundario de hipotecas, introduce los conceptos de entidad titularizadora y de universalidad. Actualmente la Superintendencia se encuentra trabajando en la propuesta reglamentaria que debe acompañar esta Ley.

**El Salvador:** La titulización no está regulada, aun cuando existe un Proyecto de Ley de Titularización de Activos al que se dio iniciativa de Ley en diciembre de 2005, para la aprobación en la Asamblea Legislativa.

**España:** La regulación de los Fondos de Titulización se inicia en el año 1992 y pasa por las 4 etapas siguientes, que afectan a 4 tipos de Fondos:

- 1ª. Los Fondos de Titulización Hipotecaria (en adelante, FTH), cuyo régimen está contenido en los arts.5º y 6º de la Ley 19/1992, de 7 de julio, sobre régimen de Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria y sobre Fondos de Titulización Hipotecaria y en la Circular 2/1994, de 16 de marzo, de la CNMV, por la que se aprueba el modelo de folleto informativo para su constitución.
- 2º. Los Fondos de Titulización de Activos (en adelante, FTA), cuyo régimen genérico está contenido en la Disposición Adicional Quinta de la Ley 3/1994, de 14 de abril, y desarrollado por el RD 926/1998, de 14 de mayo, por el que se regulan los fondos de titulización de activos y las sociedades gestoras de fondos de titulización; debiéndose tener en cuenta, además, la Orden EHA/3536/2005, de 10 de noviembre, de determinación de derechos de crédito futuros susceptibles de incorporación a los FTA.

- 3.<sup>a</sup> Los Fondos de Titulación de Activos resultantes de la Moratoria Nuclear (en adelante, FTAMN), regulados en el apartado núm. 7 de la Disp. Ad. Séptima de la Ley 54/1997, de 27 de noviembre, del Sector Eléctrico y en el RD 2202/1995, de 28 de diciembre.
- 4.<sup>a</sup> Los Fondos de Titulación de Activos para favorecer la financiación empresarial (FTPYME), creados conforme al art.53 de la Ley 49/1998, de 30 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para 1999 (y actualizados en la cuantía del aval del Estado por el art.53 de la Ley 54/1999, de Presupuestos Generales del Estado para el año 2000) y regulados por la Orden PRE/3/2007, de 10 de enero, sobre los Convenios de Promoción de tales Fondos.

**Honduras:** Existe regulación vigente sobre la titulación (art. 253 LMV y Reglamento por resolución 890/09 —07-2004), pero no se ha estructurado ningún proceso de titulación.

**Nicaragua:** En Nicaragua la figura de la titulación es nueva y está regulada en la Ley del Mercado de Valores N° 587 de 15-12-2006 (título VI). La Superintendencia de Bancos se encuentra desarrollando el marco normativo de la ley del mercado de capitales con un plazo de 12 meses desde la fecha de su publicación (15/12/2006) y prorrogable a 12 meses adicionales.

**Panamá:** No hay regulación específica, pero sí un procedimiento de registro mediante acuerdo N° 6 de 19-05-2000. Hasta la fecha se han realizado 12 titulaciones.

**Perú:** La titulación esta regulada en el Reglamento de Procesos de Titulación de activos (Resolución CONASEV N° 001-97 EF/94.10) y preceptos de la Ley del Mercado de Valores y supletoriamente por el Reglamento de Oferta Pública y de Venta de Valores Mobiliarios (Resolución CONASEV N° 141-98-EF/94.10).

**Rep. Dominicana:** La titulación se encuentra regulada en la Ley del Mercado de Valores y su Reglamento de Aplicación, y por la Norma que establece determinadas disposiciones sobre el proceso de titularización (Resolución del

Consejo Nacional de Valores de fecha 28 de abril del 2006), la Norma para las compañías titularizadoras que establece requisitos de autorización para operar e inscribir en el registro del Mercado de Valores y Productos (Resolución del Consejo Nacional de Valores en fecha 28 de enero de 2005), la Norma que establece los requisitos de autorización e Inscripción en el Registro de una Oferta Pública de Valores Titularizados (Resolución del Consejo Nacional de Valores en fecha 10 de marzo del 2006), y por el Código Civil en cuanto al proceso de cesión de los activos objeto de la titularización. En la actualidad no se ha estructurado ningún proceso de titulación.

**Venezuela:** La Comisión Nacional de Valores, en uso de las atribuciones conferidas en el artículo 52 de la Ley de Mercado de Capitales, dictó las Normas Relativas a la Oferta Pública sobre la Titularización de Activos, publicadas en la Gaceta Oficial de la República de Venezuela N° 37.523 de fecha 09-09-02.

#### IV. TIPOLOGÍA DE LA TITULIZACIÓN

**Síntesis:** En los países de Iberoamérica, la titulación ha seguido un proceso expansivo que, naciendo en la mayoría de los casos de la titulación de activos relacionados con el crédito inmobiliario o hipotecario, se ha expandido a la titulación de otros activos vinculados con el consumo o con la financiación empresarial. Esta expansión ha afectado tanto a los tipos de activos titulizados como a las empresas beneficiadas por la titulación. Además, hay que tener en cuenta que la maduración de los diferentes mercados de valores y el proceso de especialización en la titulación de determinados tipos de activos ha llevado a crear, en algunos países (p. ej. en España), fondos de titulación especializados en determinados tipos de activos, bien por sus garantías (p. ej. créditos con garantía hipotecaria) o bien por las características de sus deudores (p. ej. créditos bancarios frente a PYMES).

**Argentina:** El artículo 1° de la Ley 24.441 es amplio al regular el tipo de bienes que pueden ser objeto de titulación cuando dice que *“habrá fideicomiso cuando una persona (fiduciante) transmita la propiedad fiduciaria de bienes determinados a otra (fiduciario), quien se obliga a ejercerla en beneficio de quien se designe en el*

*contrato (beneficiario), y a transmitirlo al cumplimiento de un plazo o condición al fiduciante, al beneficiario o al fideicomisario*". Por lo tanto mientras que se trate de bienes en el sentido que le establece el Código Civil Argentino, son susceptibles de ser titulizados, entre ellos; las hipotecas, las cuentas a cobrar, los derechos de crédito, recibos de tarjetas de crédito, de pasajes vendidos en cuotas, etc.). Cuando se trate de bienes registrables, procede la respectiva anotación en los "registros correspondientes" (ver art. 13 de la Ley 24.441).

**Bolivia:** Se contemplan los siguientes tipos de titulación: Titulación de carteras de créditos, tanto de entidades reguladas como no; titulación de inmuebles y proyectos de construcción; titulación de documentos de créditos y contratos; titulación de valores inscritos (acciones, deudas); y titulación de obras de Infraestructura y Servicios Públicos.

**Brasil:** Pueden ser titulizados o securitizados los derechos o títulos que representan créditos de operaciones financieras, comerciales, industriales, de hipotecas, leasing, servicios, y también aquellos provenientes de compra y venta de mercancías para futura entrega y prestación futura de servicios. Se contemplan las siguientes formas de titulación: Certificados de Recebiveis Inmobiliarias (CRI), Fondos de Inversión en derechos de créditos (FIDC), que pueden ser además multiclase y FIDC no uniformes.

**Chile:** La regulación no establece tipología de vehículos de titulación, pero sí reconoce la existencia de una variedad de activos aptos para ser titulizados: letras y mutuos hipotecarios, leasing, créditos y derechos de obra pública, créditos y derechos transferibles, etc.

**Colombia:** Se contemplan los siguientes tipos de titulación: Titulación hipotecaria; titulación de deuda pública, de títulos inscritos en Registro Nacional de Valores, de cartera de crédito, de documentos de crédito; titulación inmobiliaria, agropecuaria y agroindustrial y de rentas y flujos de caja.

**Costa Rica:** No existe una tipología de producto considerando el activo que se titulariza. Existe en la regulación una lista orientativa de los flujos a partir de los cuales podrían estructurarse procesos de titularización, sin que sea una lista taxativa. En la regulación sobre oferta pública se tiene una limitación expresa

para activos que no se consideran susceptibles de titularización (valores, bienes inmuebles o muebles). De acuerdo con el Artículo 61 del Reglamento sobre oferta pública de valores, podrán estructurarse procesos de titularización a partir de flujos provenientes de: créditos hipotecarios de vivienda, créditos hipotecarios comerciales, créditos revolutivos, créditos comerciales, créditos personales, cobro de contratos de arrendamiento, cobro futuro de servicios como líneas o llamadas telefónicas, servicio de televisión por cable, desarrollo de obra pública, y otros que defina el Superintendente por acuerdo de alcance general. No serán considerados activos susceptibles de titularización los valores, ni los bienes muebles o inmuebles. En estos dos últimos casos sí lo serán los ingresos que estos generen.

**El Salvador:** El Proyecto de Ley señala que constituyen activos susceptibles de titularización aquellos con capacidad de generar flujos de fondos periódicos y predecibles, y de naturaleza homogénea. Entre otros, podrán ser activos los contratos de préstamos, los derechos sobre flujos financieros futuros y otros.

**España:** Según antes quedó señalado, existen cuatro clases de fondos de titulación conforme al tipo de activos que titulan:

- 1.<sup>a</sup> Los Fondos de Titulación Hipotecaria (en adelante, FTH) que titulan créditos con garantía hipotecaria otorgados por entidades de crédito y que cumplen unos requisitos de calidad mínimos.
- 2.<sup>a</sup> Los Fondos de Titulación de Activos (en adelante, FTA), que pueden titular todo tipo de créditos, (incluidos también créditos con garantía hipotecaria aunque con características diferentes a los incluidos en los FTH), presentes y futuros, en las condiciones y con las garantías legalmente establecidas.
- 3.<sup>a</sup> Los Fondos de Titulación de Activos resultantes de la Moratoria Nuclear (en adelante, FTAMN), que titulan únicamente este tipo de activos.
- 4.<sup>a</sup> Los Fondos de Titulación de Activos para favorecer la financiación empresarial (FTPYME y FTGENCAT), que titulan créditos derivados de operaciones bancarias activas con PYMES.

**Honduras:** Según el vehículo se distingue entre titulación mediante fideicomisos o sociedades de propósito especial. En ambos casos, pueden titular cualquier tipo de activo.

**Nicaragua:** Se pueden titular activos homogéneos y capaces de generar flujos de pagos. No se admiten derechos futuros en tanto no se materialicen.

**Panamá:** En la práctica se titulan los préstamos hipotecarios y los peajes.

**Perú:** Se pueden titular todo tipo de activos presentes y futuros y expectativas, salvo embargadas y litigiosas.

**República Dominicana:** La regulación no establece tipología de vehículos de titularización, pero sí reconoce la existencia de una variedad de activos aptos para ser titularizados: aquellos que sean de naturaleza heterogénea y de liquidez restringida, tales como créditos hipotecarios, contratos de arrendamientos financieros, créditos de consumo y cuentas por cobrar, entre otros.

**Venezuela:** En relación al activo subyacente, se puede titular cualquier bien o conjunto de bienes aportados al vehículo de propósito especializado, destinados a respaldar la oferta pública de títulos de participación. Según el Vehículo de Propósito Especializado, la titularización se puede realizar mediante cualquier persona jurídica creada con el fin de recibir el activo subyacente, y que a su vez podrá emitir los títulos de participación. En la práctica se han utilizado los fideicomisos o las sociedades de propósito único.

## V. ESTRUCTURA DE LA TITULIZACIÓN

### 5.1. Descripción y características generales de la operación de titularización

**Síntesis:** En general, la titularización se presenta como una operación en la que varios entes —con personalidad jurídica (acreedor originario) o sin ella (Fondo o Fideicomiso)— celebran de manera sucesiva un conjunto de contratos coordinados —de tipo bilateral (la cesión inicial del crédito o créditos entre el acreedor

o acreedores originarios y la sociedad, el fideicomiso o el Fondo cesionario) o multilateral (el negocio de emisión de los valores por la sociedad, el fideicomiso o el Fondo)— con una finalidad común, cual es el fraccionamiento del crédito o créditos iniciales de características generalmente heterogéneas e importes considerables en otros créditos homogéneos de menores cuantías. Este fraccionamiento facilita la obtención del contravalor actualizado del crédito por el acreedor originario.

A esta descripción genérica de la estructura jurídica común a la titulación cabe añadir tres precisiones complementarias: 1ª Es presupuesto originario del proceso de titulación la realización del negocio o negocios jurídicos que dan origen al crédito o créditos titulizados (p.ej. el préstamo bancario con garantía hipotecaria). 2ª Mientras el negocio o negocios generadores de los créditos originarios tienen una finalidad específica y productiva (p.ej., los préstamos bancarios con garantía hipotecaria tienen por finalidad permitir la adquisición de viviendas); la operación de titulación tiene una finalidad neutra e instrumental, consistente en fraccionar aquel crédito o créditos iniciales, de un modo que permita la transferencia del riesgo de crédito de la entidad de crédito a los inversores. 3ª La titulación presenta un aspecto contractual complejo inherente a la idea de programación y de grupos de contratos; esto es, los negocios en los que se basa la titulación establecen programas de actuación de los sujetos implicados a través de una pluralidad de contratos coordinados.

**Argentina:** La ley permite que la titulación se estructure de dos formas: el fideicomiso financiero, la forma más utilizada, y el fondo común cerrado de crédito. Los bienes fideicomitidos salen del patrimonio del fiduciante. El fiduciario que tiene la propiedad fiduciaria de los mismos los debe aplicar al cumplimiento de la fiducia. El fiduciario se obliga a ejercer la fiducia en beneficio de quien se designe como beneficiario y a transmitirla al cumplimiento de un plazo o condición al beneficiario o fideicomisario una vez concluido el fideicomiso. El originador y el fiduciante no siempre coinciden y el originador puede aglutinar activos propios ó de terceros. Las emisiones suelen tener clases subordinadas o por un valor nominal menor que la cartera fideicomitida.

**Bolivia:** El proceso de titularización comienza cuando se cede el activo y concluye con la liquidación del patrimonio autónomo y la transferencia de los remanentes al sujeto establecido en el contrato de cesión. El originador puede, en

algún caso, administrar los bienes titularizados. El activo debe generar un flujo de caja y pertenecer al cedente. Las coberturas se calculan según la previsión del flujo.

**Brasil:** La titulación se realiza a través de las sociedades de securitización inmobiliaria, con patrimonio separado en la mayoría de las veces, y a través de fondos de inversión, los FIDC. Las compañías de securitización de créditos inmobiliarios son instituciones no financieras, cuyo objetivo es adquirir créditos y emitir Certificados (CRI), de acuerdo con la Ley n° 9514/97 y 10.931/2004, pudiendo la sociedad utilizar el régimen fiduciario, con patrimonio segregado, registrado en registro inmobiliario. Los FIDC tiene características de operaciones financieras estructuradas y de fondos de inversión. Con respecto al originador o cedente se establecen algunos requisitos: si representan más del 10% de los créditos FIDC, debe suministrar información sobre la Sociedad, tipo de negocio y experiencia ó historial; si es responsable de más del 20% y los créditos son de realización futura, deben presentar estados financieros auditados. Los originadores deben mantener la divulgación anualmente de sus estados financieros auditados hasta el ejercicio en que sus derechos de créditos alcanzan más del 20% de la cartera del FIDC.

**Chile:** La operación de securitización consiste en la venta de una cartera de activos por el originador a una Sociedad Securitizadora que, a su vez, constituye para cada emisión un patrimonio separado que es una unidad independiente del patrimonio común de la securitizadora, en la cual se alojarán los activos securitizados y se registrará la emisión de títulos de deuda de securitización.

**Colombia:** La regulación de la titularización establece dos posibilidades de estructuración: Contratos de fiducia mercantil irrevocables, utilizando o no el mecanismo de fondos comunes especiales, y, constitución de fondos comunes ordinarios. Para ser originador o cedente basta con que sea el titular de los activos, ya sea persona física o jurídica. En algunos casos no es necesario que exista un originador o cedente y se pueden realizar a partir de fondos comunes especiales. En el caso de la titularización hipotecaria puede hacerse a través de una sociedad titularizadora (en el marco de la Ley 546 de 1999) por medio de patrimonios autónomos, o, de manera directa la pueden realizar establecimientos de crédito u otras autorizadas.



**Costa Rica:** La titularización es un acto de venta de la cartera a un vehículo titularizador. Los procesos de titularización podrán estructurarse por medio de fideicomisos mercantiles y fondos de inversión. El originador puede ser cualquier persona física ó jurídica. Si es una entidad financiera deben ajustarse a las normas de la Superintendencia General de Entidades Financieras (SUGEF) sobre suficiencia patrimonial y exposición al riesgo.

**España:** Al realizarse la operación de titulización de activos mediante fondos de titulización, se desarrolla con la integración del activo de tales fondos mediante la cesión de los créditos por sus acreedores originarios (en la mayor parte de los casos, entidades de crédito que conceden los préstamos hipotecarios en el caso de los FTH o los créditos a PYMES, en el caso de los FTPYMES) y con la integración del pasivo de aquellos fondos mediante la emisión de los valores de titulización. En ambos procesos, es precisa la intervención de la sociedad gestora del fondo respectivo.

**Honduras:** La titulación puede ser desarrollada a partir de los siguientes patrimonios de propósito exclusivo: Patrimonios fideicomitidos mediante fideicomisos de titulación y Patrimonios de sociedades de propósito especial.

**Nicaragua:** La ley establece que sólo se podrán titularizar activos, actuando como originadores, los bancos, sociedades financieras y demás entidades que autorice la Superintendencia. Los activos crediticios transmitidos conservarán en todo momento los privilegios legales otorgados por la legislación bancaria. No será necesario notificar al deudor de la cesión de su crédito para su validez. El tipo de estructuración de las emisiones, vehículo que recibe los activos, formas y tipo de colocación, la administración y gestión del patrimonio, tipo de inversor, la forma de liquidación de posiciones inversoras, los instrumentos de mejora y garantía, son temas que serán objeto de desarrollo en la normativa respectiva.

**Panamá:** La experiencia panameña se ha circunscrito al fideicomiso como el vehículo que recibe los activos cedidos. El Contrato de Cesión se encuentra regulado, aunque de manera dispersa, en los Artículos 1084,1278 a 1281 y 1598 del Código Civil y en el artículo 789 del Código de Comercio (ver Anexos 1 y 2). Además, es un contrato consensual, aunque la legislación no lo indique de forma expresa, se dice que este contrato se perfecciona por el

sólo concurso de voluntades del cedente y cesionario, sobre el objeto-crédito a ceder y la prestación a cambio de la cual se realiza la transmisión del derecho personal. En el caso de la titularización hipotecaria el originador o cedente está representada por la persona que transfiere los bienes o activos (préstamos hipotecarios) que son la base del proceso de titularización. Los activos salen del balance general del cedente. Por la experiencia que tiene el cedente respecto a las hipotecas cedidas, ejerce también la función de administrador de los bienes del fideicomiso. Con respecto a la titularización de los flujos de peajes futuros, el originador o cedente lo constituye el concesionario quien es la persona que administra y opera la carretera por peajes.

**Perú:** Se realiza a través de fideicomisos. El originador, llamado también fideicomitente, es la persona propietaria de los activos a titularizar, que inicia todo este proceso y que ha tomado la decisión de obtener liquidez mediante la transferencia de los mismos y en interés de la cual se conforma un patrimonio de propósito exclusivo, integrado por los activos que se obliga a transferir. Las funciones que desempeña son diversas y estarán en función al tipo de activo a titularizar así como a las señaladas en el acto constitutivo de fideicomiso de titularización. La mayoría de emisiones han sido principales aunque ha habido alguna subordinada.

**República Dominicana:** La Regulación entiende el proceso de titularización como aquel mediante el cual se constituye un patrimonio cuyo propósito exclusivo es respaldar el pago de los derechos conferidos a los tenedores de valores emitidos con cargo a dicho patrimonio. Puede ser originador cualquier persona física o jurídica, nacional o extranjera, que transfiere sus activos, de derechos sobre flujos de pago y créditos, a entidades facultadas por la ley a llevar a cabo las actividades de titularización. Para el caso de las entidades de intermediación financieras, entre los que se encuentran los Bancos Múltiples y los Bancos de Ahorros y Créditos, pueden servir como originador o titularizador de carteras de tarjetas de créditos y préstamos hipotecarios.

**Venezuela:** Las Normas que regulan la materia no hacen mención al originador, por lo que no existe ninguna limitación en relación a quienes pueden actuar como originadores de los procesos de titularización de activos. En la práctica los acreedores originarios cedentes han sido muy diversos, tanto bancos como empresas

que ceden sus derechos para conformar el activo subyacente. En cuanto al vehículo de propósito especializado, éste a su vez podrá ser emisor

## 5.2. Los vehículos de titulación: sociedades, fondos y fideicomisos

**Síntesis:** En el área iberoamericana, encontramos dos tipos de vehículos o instrumentos jurídicos para la titulación de activos que son las sociedades y los fondos o fideicomisos. Algunos Ordenamientos contemplan ambos instrumentos, mientras que otros admiten, únicamente, los fondos:

- a) En el primer caso está Chile, donde el proceso de titulación puede instrumentarse mediante las sociedades securitizadoras, reguladas por la Ley n° 18.045 del Mercado de Valores, o bien a través de unos tipos especiales de fondos de inversión cerrados denominados fondos de créditos securitizados, regulados por la Ley n° 18.715 sobre fondos de inversión. También la legislación de Perú contempla la posibilidad de que los patrimonios de propósito exclusivo creados por la Ley del Mercado de Valores de 1996 puedan adoptar la forma legal bien de patrimonios fideicomitidos mediante fideicomisos de titulación o bien de patrimonios de sociedades de propósito especial, quedando incluso abierta la posibilidad legal de otros vehículos pendientes de regulación.
- b) En el segundo caso esta España, donde los vehículos de titulación adoptan la forma jurídica de fondos en todo caso. En este segundo bloque de estructuras exclusivamente patrimoniales y no societarias podríamos situar a la Argentina donde la titulación puede seguir el camino de los Fondos Comunes Cerrados de Créditos o bien el del fideicomiso financiero.

Cuando se opta por la estructura de sociedades, estas se presentan, en todos los países iberoamericanos que cuentan con una regulación específica, como sociedades anónimas especiales caracterizadas esencialmente porque su objeto consiste en adquirir activos crediticios y emitir valores de renta fija con el respaldo de su patrimonio. Así ocurre con las sociedades securitizadoras de Chile y con las sociedades de propósito especial de Perú.

Cuando se opta por la estructura de fondos, es imprescindible la presencia de una sociedad gestora cuyo objeto social exclusivo consiste, precisamente, en la administración de este tipo de fondos de titulación. Ello sucede con los fondos de inversión de créditos securitizados en Chile y con los fideicomisos de titulación en Perú. También en España, la estructura jurídica común de estos fondos requiere la presencia de una sociedad gestora y opera sobre la base del siguiente esquema funcional: El acreedor o acreedores que quieren titular sus créditos los ceden onerosamente a un fondo de titulación, carente de personalidad jurídica y administrado por una sociedad gestora. Este fondo, cuyo activo está constituido por los créditos cedidos, actúa como un mecanismo de transformación financiera que, con cargo a dicho activo, emite valores de renta fija (bonos de titulación) que constituyen su pasivo. Según decimos, cuando se opta por configurar el vehículo específico de la titulación como un fondo, dado que se trata de un patrimonio carente de personalidad jurídica; es preciso que sea administrado por una persona jurídica dotada de la correspondiente capacidad para realizar los actos precisos para la vida del fondo. Esta persona jurídica es la sociedad gestora.

Los fondos de titulación pueden ser cerrados (como sucede en España con los FTH) o abiertos (posibilidad contemplada en el Derecho español para los FTA). Un fondo de titulación cerrado es aquel cuyo patrimonio permanece inalterado desde el momento de su constitución y en cuanto a su contenido esencial, sin perjuicio de las alteraciones accesorias que pueda experimentar su activo. Un fondo de titulación abierto es aquel cuyo patrimonio puede verse modificado esencialmente, con posterioridad al momento de su constitución, en su activo o su pasivo; sin perjuicio de que pueda experimentar las modificaciones accesorias previstas para los fondos cerrados.

**Argentina:** La titulación se realiza a través de Fideicomisos Financieros constituidos por entidades financieras ó Sociedades especialmente autorizadas por la CNV. En menor medida, se utilizan los Fondos comunes cerrados de inversión. En el caso del Fideicomiso, quien recibe los activos cedidos es el Fiduciario, quien es el propietario de los bienes fideicomitidos, según la ley 24.441 y el obligado a cumplir el contrato de fiducia. En el ámbito de la oferta pública, el fideicomiso financiero se encuentra establecido en el art. 19 de la Ley 24.441: “Fideicomiso financiero es aquel contrato de fideicomiso sujeto a las reglas

precedentes, en el cual el fiduciario es una entidad financiera o una sociedad especialmente autorizada por la Comisión Nacional de Valores para actuar como fiduciario financiero, y beneficiario son los titulares de certificados de participación en el dominio fiduciario o de títulos representativos de deuda garantizados con los bienes así transmitidos”. En el caso del Fondo Común Cerrado de Inversión, conforme a la ley 24.083, los fondos comunes de inversión constituyen patrimonios que pertenecen en copropiedad a un conjunto de inversores (los cuotapartistas), administrados por una sociedad gerente y bajo la custodia de una sociedad depositaria. Los cerrados tienen un número fijo de cuotapartes, en principio no rescatables, que se negocian en el mercado secundario.

**Bolivia:** El vehículo que recibe los activos cedidos recibe el nombre de Patrimonio Autónomo sin personalidad jurídica, que es administrado y representado por la Sociedad de Titularización.

**Brasil:** Tal y como se ha mencionado con anterioridad existen los certificados de créditos inmobiliarios (CRI) y los fondos de inversión en derechos de crédito (FIDC). Los CRI son títulos cuyo activos-base son créditos inmobiliarios provenientes de financiación del Sistema de Financiación Inmobiliario y alquiler, que deben ser garantizados por hipoteca, caución, alienación fiduciaria. El instrumento más utilizado para titulización es el FDIC, es un fondo de inversión mobiliaria en derechos de crédito no necesariamente uniformes, que en su mayoría se estructuran como fondos cerrados. Están compuestos por cuotas senior (para el público y que no hay subordinación con las otras cuotas para amortización y liquidación) y cuotas subordinadas (normalmente son para los originadores/cedentes, como una garantía adicional). Más de 50% del patrimonio del fondo debe estar conformado por derechos de crédito y lo restante por activos financieros fijos. Pueden ser multiclase, es decir, un fondo con derechos de crédito de más de un segmento y, recientemente se han creado los fondos no-uniformes (FIDC-NP) que son aquellos que aplican recursos en derechos de crédito ya vencidos; o de validez dudosa; y otras reconocidas por la CVM (Instrucción 444/06).

**Colombia:** Existen 4 posibles vehículos de titulización: Patrimonios Autónomos; Fondos que pueden ser comunes especiales o comunes ordinarios; Sociedades tituladoras que constituyen universalidades (hipotecaria); y directamente constituyendo universalidades (hipotecaria).

**Costa Rica:** Los procesos de titulación pueden estructurarse por medio de fideicomisos mercantiles o fondos de inversión, según lo dispuesto en el art. 64 del Reglamento sobre oferta pública de valores. En el caso de los fondos de inversión de titularización, estos deberán constituirse como fondos cerrados no financieros. Adicionalmente, las sociedades titularizadoras pueden estructurar emisiones por medio de universalidades. Esta figura se encuentra en proceso de regulación por parte de la Superintendencia.

**Chile:** Las sociedades securitizadoras, de acuerdo a lo establecido en el artículo 132 de la Ley de Mercado de Valores, son sociedades anónimas especiales cuyo objeto exclusivo es la adquisición de créditos y derechos sobre flujos de pagos para la emisión de títulos de deuda de corto o largo plazo. Es así como estas sociedades son los instrumentos creados por ley para llevar a cabo la securitización de activos. Las Sociedades titularizadoras tendrán la obligación de formar un patrimonio separado por cada emisión que efectúen.

**El Salvador:** El proyecto de Ley prevé que la Sociedad titularizadora constituya Fondos de Titularización.

**España:** En España, los vehículos de titulación genérica son los FTH cerrados y los FTA, que pueden ser cerrados o abiertos. En el caso de los FTH y FTA cerrados, la inmutabilidad de su patrimonio en su configuración fundamental afecta sin excepciones a su pasivo y admite excepciones de carácter accesorio o accidental en cuanto a su activo, que pueden referirse a dos tipos de activos: en primer lugar, a los activos agrupados en el momento de la constitución del FTA, respecto de los cuales se admite la amortización anticipada y la subsanación de vicios ocultos en relación con las características mencionadas en el folleto o en la escritura pública de constitución. En segundo lugar, a los activos que se puedan adquirir transitoriamente con posterioridad a la constitución del FTA a fin de cubrir los desfases temporales entre el calendario de los flujos de principal e intereses de los activos inicialmente incorporados y de los valores emitidos o créditos recibidos (art. 3 del Real Decreto 926/1998). En el caso de los FTA abiertos, la apertura del patrimonio de estos FTA puede establecerse en su escritura de constitución en tres direcciones: en primer lugar, por su activo si el mismo tiene carácter de renovable. En segundo lugar, por su pasivo cuando se prevea la emisión sucesiva de valores o la concertación de nuevos créditos.

Por último, por ambos lados en los que la incorporación de nuevos activos de lugar a la emisión de nuevos valores o a la concertación de nuevos créditos.

**Honduras:** Los vehículos de titulización son Fideicomisos y sociedades de propósito especial, con personalidad jurídica, que pueden manejar más de un fondo.

**Nicaragua:** La Ley del Mercado de Valores contempla la creación de Fondos de Titularización cerrados.

**Panamá:** Se utiliza como vehículo de titulización el Fideicomiso.

**Perú:** Se utilizan dos 2 formas de vehículos de titulización: Fideicomisos de Titulización y Sociedades Anónimas de propósito especial.

**Rep. Dominicana:** Se configura el vehículo como Patrimonio separado de la tituladora.

**Venezuela:** Puede utilizarse como vehículo de titulización cualquier figura jurídica, aunque en la práctica suelen ser Fideicomisos. Recientemente se ha creado una Sociedad Tituladora.

### 5.3. Los gestores de los vehículos de titulización

**Síntesis:** En los países iberoamericanos, la estructura de gestión de los vehículos de titulización esta directamente condicionada por el tipo de vehículo que se utilice, de entre los admitidos legalmente. Así, si se opta por el fondo de titulización, el fideicomiso u otra forma de patrimonio separado, su falta de personalidad jurídica impone la presencia de una sociedad gestora o de una entidad fiduciaria que se suele constituir como sociedad de capital con un objeto social exclusivamente dedicado a la gestión de fondos o fideicomisos de titulización. Si se opta por la sociedad de titulización, la gestión recae sobre sus administradores organizados conforme al sistema propio del tipo de sociedad que se elija.

**Argentina:** En el caso de Fideicomisos, la administración y gestión del patrimonio está reglado por los contratos suscritos y que son presentados a la CNV

para su aprobación para la obtención de oferta pública de los valores fiduciarios a emitirse. En el caso de Fondos, la administración recae en una sociedad gerente y bajo la custodia de una sociedad depositaria.

**Bolivia:** Actúa como gestora la Sociedad Titulizadora, únicas entidades autorizadas para ello.

**Brasil:** Los FIDC son gestionados por un administrador de Fondos, que pueden ser bancos comerciales, la Caixa Económica Federal, bancos de inversión, sociedades de crédito, financiación e inversión, sociedades corredoras de títulos y valores mobiliarios o sociedades distribuidoras de títulos y valores mobiliarios (art. 32 de la Instrucción CVM nº 356/01).

**Chile:** La administración primaria de los activos titulizados la realiza los originadores, pero las Sociedades Titulizadoras se reservan las funciones de administrador maestro y supervisa al administrador primario.

**Colombia:** La figura se denomina agente de manejo y son: Para patrimonios autónomos: Las Sociedades Fiduciarias; para los Fondos comunes: las Sociedades Fiduciarias; y, para las Universalidades: El originador ya sea directo o a través de Sociedades Titulizadoras.

**Costa Rica:** En el caso de Fondos, la gestión se realiza por Sociedades administradoras de Fondos de Inversión; en el caso de Fideicomisos, la gestión se efectúa por entidades sujetas a la supervisión de la SUGEF ó Bancos extranjeros. Si los Fideicomisos emiten valores de contenido crediticio pueden ser administrados por las Sociedades Anónimas de objeto Social exclusivo. En el caso de las Universalidades, se gestionan por Sociedades Titulizadoras.

**El Salvador:** La gestión del fondo de titulización, según el proyecto de Ley de Titularización de Activos, correrá a cargo de la Sociedad Titulizadora.

**España:** La administración de los fondos de titulización está a cargo de una Sociedad Gestora de Fondos de Titulización, sin perjuicio de que la administración y gestión del cobro de los derechos de crédito cedidos quede a cargo bien de la entidad originadora, bien de una tercera entidad contratada al efecto. Los



requisitos para constituirse como sociedad gestora están detallados en la normativa vigente. Su objeto social debe ser exclusivamente la constitución, administración y representación legal de fondos de titulización. En calidad de gestoras de negocios ajenos les corresponde la representación y defensa de los intereses de los titulares de los valores emitidos con cargo a los fondos que administren y de los restantes acreedores ordinarios de los mismos. Corresponderá al Ministerio de Economía y Hacienda, previo informe de la CNMV, autorizar su creación.

**Honduras:** El Administrador Fiduciario tiene que ser un Banco ó una Sociedad autorizada por Ley especial.

**Nicaragua:** La Sociedad Administradora de Fondos de Titularización tiene objeto exclusivo la administración de dichos Fondos.

**Panamá:** Corresponde al Cedente en el caso de Titulización hipotecaria, y en el de flujos de peajes futuros es el fiduciario. En ambos casos debe otorgarse licencia Fiduciaria por parte de la Superintendencia de Bancos.

**Perú:** La Sociedad Titulizadora respecto al Fideicomiso designa a una persona física denominada factor Fiduciario y, en ocasiones, puede designar una comisión administradora a cuyas decisiones se somete el factor Fiduciario.

**Rep. Dominicana:** El Titulizador puede directamente administrar los activos de los patrimonios separados que posee ó encargar la gestión al originador.

**Venezuela:** En el caso de fideicomiso, el emisor junto con el fiduciario generalmente fija mediante un contrato que tienen las más amplias facultades de administración y disposición del activo subyacente.

#### **5.4. Los acreedores originarios cedentes de los créditos titulizados: los bancos y demás entidades de crédito**

**Síntesis:** En los países iberoamericanos, por regla general, son los bancos y demás entidades de crédito y financieras autorizadas para realizar operaciones bancarias activas de préstamo o crédito quienes actúan como acreedores

originarios de los activos titulizados. En concreto, dada la vinculación inicial de la titulación a los créditos hipotecarios, han sido los bancos y entidades de crédito dedicadas a este tipo de créditos quienes han tenido un mayor protagonismo como “originadores” del proceso de titulación. En algunos países la titularización de créditos bancarios se rigen por normas específicas dictadas por instituciones distintas a las Comisiones o Superintendencias de Valores. Lo anterior se entiende sin perjuicio de que haya excepciones a esta regla general porque hay países, como es el caso de Brasil, donde los originadores no suelen ser los bancos ni son los créditos inmobiliarios los que son objeto de la mayoría de los procesos de titulación.

**Argentina:** La cesión voluntaria de carteras crediticia, hipotecaria o no, está regulada por el BCRA. También hay regulación para el caso de entidades financieras en problemas (Art. 35 bis, Ley Entidades Financiera).

**Bolivia:** Esta regulado por la Superintendencia de Bancos y Entidades Financieras. La cesión es a posteriori, una vez transcurridos los 10 días de colocación y sólo si se ha colocado el 100%. En caso contrario se liquida el Patrimonio Autónomo. El Banco cesionario sólo puede adquirir valores subordinados de la cartera cedida. El banco cedente debe ser el administrador de la cartera, y únicamente podrá ser reemplazado en caso de intervención por parte de la Superintendencia de Bancos y Entidades Financieras

**Brasil:** Específicamente para los originadores financieros (bancos o sociedades de arrendamiento mercantil), la resolución CMV 2907/2007 Art. 2, prohíbe al cedente, controlador y entidades participadas la adquisición de cuotas del fondo, excepto si se trata de subordinados.

**Chile:** En las Normas Financieras del Banco Central de Chile, se establecen las condiciones para la venta de cartera de bancos y sociedades financieras a sociedades securitizadoras. Esta normativa determina los activos que pueden ser sujeto de cesión a entidades securitizadoras, las características que deben cumplir estos activos, la información que los bancos e instituciones financieras deben entregar al público y a la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras producto de la cesión de activos así como los casos en que no se podrá realizar dicha venta. Por otra parte, el artículo N° 136 de la Ley N°18.045

señala que las sociedades securitizadoras no podrán tener en cada uno de sus patrimonios separados más de un 35% de activos que hayan sido originados o vendidos por un mismo banco o sociedad financiera relacionada a la sociedad securitizadora.

**Rep. Dominicana:** Es necesaria la previa aprobación de la Superintendencia de Bancos para operaciones de titulación que realicen Bancos Múltiples y Bancos de Ahorro y Crédito.

## 5.5. Los deudores originarios: especial referencia a las PYMES

**Síntesis:** La extensión de la titulación a todo tipo de créditos, con garantía hipotecaria, procedentes del consumo, etc. hace que exista una gran variedad potencial de deudores originarios que actúan como prestatarios o acreditados en las operaciones bancarias activas, pudiendo ser personas físicas o jurídicas, con estatuto empresarial o particular.

En todo caso, destaca la presencia de PYMES como un grupo específico de deudores originarios que pueden beneficiarse de los efectos de la titulación. A la hora de determinar qué empresas merecen tal consideración en cada país, debemos remitirnos al epígrafe correspondiente del Capítulo Primero de este Libro. De igual manera que nos remitimos al Capítulo Primero para determinar qué iniciativas de ayuda a la financiación de las PYMES se articulan mediante la titulación.

## VI. EL ACTIVO DE LAS SOCIEDADES, FONDOS Y FIDEICOMISOS DE TITULIZACIÓN

### 6.1. Los créditos cedidos

**Síntesis:** En los países iberoamericanos, son aptos para la titulación los activos financieros que tengan carácter transferible y produzcan flujos de pago, ya sean ciertos o estimables. En efecto, aun cuando, en algunos casos, se permite la titulación de todo tipo de bienes, es lo cierto que generalmente se titulan

créditos que han empezado teniendo garantía hipotecaria para, después, extenderse a otro tipo de créditos como, por ejemplo, los vinculados al consumo. En todo caso, el grado de variedad de los activos que se titulan en cada país es proporcional al nivel de desarrollo de la titulación.

**Argentina:** La regulación permite titular “bienes”, por lo que es tremendamente abierta a todo tipo de titulaciones.

**Bolivia:** Se pueden titular múltiples tipos de activos, por ejemplo: créditos bancarios, inmuebles, proyectos de construcción, arrendamientos financieros, valores, obras de infraestructura y servicios públicos, etc.

**Brasil:** Se pueden titular derechos de crédito procedentes de operaciones en los siguientes segmentos: financiero, comercial, industrial, de hipotecas, leasing, servicios, bien como aquellos provenientes de compra y venta de mercancías para futura entrega y prestación futura de servicios. Mediante la edición de la Instrucción CVM n° 444/06, que ha creado los FIDC no uniformes, hay algunas modalidades más (derechos de crédito ya vencidos; ingresos públicos de los Estados y autoridades locales; de acciones judiciales en curso; de validez dudosa; originados de empresas en proceso concursal, etc.).

**Colombia:** Se pueden titular créditos hipotecarios, cuentas a cobrar, derechos de crédito, otros bienes y derechos.

**Costa Rica:** Son activos aptos para operaciones de titulación créditos hipotecarios de vivienda y comerciales, créditos renovables, créditos comerciales, créditos personales, cobro de contratos de arrendamiento, cobro futuro de servicios, financiación de obras públicas y otros supuestos que defina el Superintendente. No son susceptibles de titulación los valores, ni los bienes muebles o inmuebles.

**Chile:** Se puede titular cualquier activo que cumpla con lo establecido en la Ley del Mercado de Valores. En general, cualquier activo que produzca flujos de pago y que tenga el carácter de transferible.

**España:** La legislación española permite la titulación de cualquier activo financiero que figure en el balance del cedente, en particular, está permitida la

titulización de los préstamos concedidos a PYMES. Se admite también la titulación de derechos de crédito futuros y de importe indeterminado (aunque estimable).

Según decíamos anteriormente, el proceso expansivo de los créditos titulizables en España se refleja, desde 1998, en los FTA que pueden incorporar a su activo, en principio, todo tipo de derechos de crédito y, en particular, activos financieros (arts. 1.1 y 2.1 del Real Decreto 926/1998). Tradicionalmente se han enumerado como activos crediticios titulizables, junto a los derivados de préstamos hipotecarios, los derivados de préstamos para la adquisición de automóviles, las cuentas a cobrar de tarjetas de crédito, los derivados de operaciones de arrendamiento financiero, los derivados de la facturación empresarial en general, etc.

A su vez, dentro de estos derechos de crédito se establece una clara distinción —a los efectos de su potencial cesión a los FTA (art.2.1 del Real Decreto 926/1998)— entre los derechos de crédito presentes, que en el momento de la cesión *“figuran en el activo del cedente”*; y los derechos de crédito futuros, que incorporan *“ingresos o cobros de magnitud meramente conocida o estimada”*. El tratamiento que otorga el Real Decreto 926/1998 a los dos tipos de créditos —los presentes y los futuros— es notablemente diferente porque, mientras los créditos presentes en el activo del cedente se contemplan como una categoría de activos, en principio, abierta, esto es, aptos para ser cedidos a los FTA sin restricciones; los créditos futuros constituyen una categoría de activos circunscrita a los derechos de los concesionarios al cobro de peaje de autopistas (en los términos del art. 2.1.b.1º) y a los derechos análogos a los anteriores que se determinen específicamente por medio de una Orden ministerial (en los términos del art. 2.1.b.2º). La razón de este tratamiento diferenciado es clara porque, mientras los créditos presentes tienen una existencia actual y mensurable y el riesgo para el acreedor originario (cedente) o derivativo (FTA y bonistas) reside en la solvencia del deudor; los créditos futuros añaden a este último riesgo uno previo consistente en el nacimiento del crédito en sí y en las condiciones de tal nacimiento. Este riesgo añadido justifica la adopción en el Real Decreto 926/1998 de precauciones adicionales respecto a la integración en los FTA de créditos futuros tanto en lo relativo a su admisibilidad (en los términos antes dichos del art. 2.1.b) como en lo relativo a su evaluación por expertos (en los términos del párrafo 2º del nº 1 del art. 8). A este respecto, cabe citar la Orden

EHA/3536/2005, de 10 de noviembre, de determinación de derechos de crédito futuros susceptibles de incorporación a Fondos de Titulación de Activos que lista toda una serie de derechos de crédito futuros aptos para titulizarse y donde destacan los derechos de crédito derivados de derechos de la propiedad industrial o intelectual, así como los derivados de los contratos de provisión de bienes o servicios.

**Honduras:** Se pueden titularizar activos como las carteras de créditos y otros que generen un flujo de efectivo.

**Nicaragua:** Se pueden titularizar préstamos, créditos u otros activos capaces de generar un flujo continuado de recursos líquidos.

**Panamá:** Se pueden titularizar los créditos en general.

**Perú:** Se permite la titulación de todo tipo de activos.

**República Dominicana:** Los activos susceptibles de titulación pueden ser muy variados, tales como los créditos hipotecarios, los contratos de arrendamientos financieros, los créditos de consumo y las cuentas por cobrar, entre otros.

**Venezuela:** Se han titularizado créditos de financiación de vehículos y los generados por tarjetas de crédito, cánones de arrendamientos derivados del flete de un buque, facturas de diversas empresas.

## 6.2. La cesión de los créditos

**Síntesis:** En los países iberoamericanos, los créditos se integran en los vehículos de titulación —fondos, fideicomisos o sociedades— mediante su cesión onerosa por la que la entidad cedente (el acreedor originario que suele ser un banco u otra entidad de crédito titular de los créditos cedidos en virtud del contrato de préstamo o crédito antecedente) cede los créditos al vehículo a cambio de dinero que integrará en su proceso financiero típico para otorgar nuevos créditos que le permitan obtener el margen de intermediación que constituye su

principal ingreso. Las cesiones de créditos deben cumplir los requisitos comunes establecidos en los Códigos Civiles o Comerciales y, además, las específicas que impongan, en su caso, las normas concretas sobre titulación. Aun cuando, por regla general, en los países iberoamericanos, las cesiones de créditos suelen tener eficacia jurídica plena; su firmeza puede venir afectada en situaciones de insolvencia de la entidad cedente cuando los acreedores de la misma prueben que aquella cesión se hizo en fraude de sus créditos.

#### *6.2.1. Regulación y requisitos para la cesión de los créditos a los vehículos de titulación*

**Argentina:** La cesión de los créditos a los vehículos de titulación está regulada en la Ley 24.441 que establece determinados requisitos (por ejemplo: determinación de cada crédito expresando su importe, plazo, intereses y garantías; inscripción en los registros pertinentes; entrega a los interesados de los documentos probatorios, etc). En el caso de las entidades financieras, la supervisión corresponde al Banco Central. Si se trata de cesión de créditos de empresas concesionarias de servicios públicos, se estará a su legislación específica. La ley 24.441 en los artículos 70, 71 y 72 trata de la cesión de carteras de créditos. En el caso de las entidades financieras ver la referencia anteriormente realizada en cuanto al cumplimiento de la Comunicación A 3337, texto ordenado de “Cesión de cartera de créditos”, del BCRA. En caso de tratarse de cesión de créditos de empresas de servicios públicos concesionados por el Estado, deberá estarse a lo normado en los pliegos de concesión para los distintos tipos de créditos y las reglas fijadas por los organismos específicos de supervisión. Los requisitos legales para la cesión y/o incorporación de tales activos están contenidos en los arts. 70 a 72 de la Ley 24.441.

**Bolivia:** Los créditos son cedibles a los vehículos de titulación en los términos que establece la Ley para cada tipo de titulación. Está regulada por la Superintendencia de Bancos y Entidades Financieras. La cesión se produce al finalizar el periodo de colocación de 10 días hábiles. Se requiere la aprobación de la Superintendencia de Bancos.

**Brasil:** Los créditos son cedibles a los vehículos de titulación en los términos que establece la legislación específica y el código civil. Existe regulación por lo

que concierne a las cesiones hipotecarias, a los derechos de cobro y otros bienes y derechos. La supervisión de la cesión corresponde al Banco Central del Brasil en cuanto a la titulación bancaria y la Comisión de Valores, en cuanto al registro de ofertas públicas de venta de valores.

**Colombia:** Los requisitos de la cesión de créditos son los previstos por la normativa aplicable. El contrato ha de hacerse por escrito. Se aplican las reglas generales de cesión de contratos previstas en el código de comercio. La formalización se ha de hacer por escrito. Para la cesión no es necesario solicitar autorización de ningún ente, pero podrá contar con la oposición de la autoridad financiera si la cesión afecta a la solvencia o estabilidad de un establecimiento de crédito.

**Costa Rica:** La cesión de créditos está regulada por el reglamento sobre oferta pública de valores. La principal exigencia legal es que el originador ceda la cartera de activos al vehículo de titulación. En cuanto a los requisitos, hay que presentar el contrato de cesión e inscribirlo en el registro público. Cuando se trata de una entidad financiera la supervisión le corresponde al Superintendente General de Entidades Financieras. Para la emisión de los bonos de titulación se requiere también el pronunciamiento de dicho organismo.

**Chile:** La Ley del Mercado de Valores regula la cesión de créditos a los vehículos de titulación, estableciendo que los bienes que integren un patrimonio separado no podrán estar afectos a gravámenes, prohibiciones o embargos. Los contratos de cesión deben hacerse por escrito. La cesión no necesita aprobación explícita, aunque puede darse la intervención del supervisor para impedir que pueda realizarse. De manera complementaria, para bancos y entidades financieras el Banco Central de Chile ha dictado normas para la cesión de los créditos a los vehículos de titulación por parte de dichas entidades.

**España:** Los créditos se integran en el activo del FTA a través de su cesión por parte del cedente que será, por regla general, el acreedor originario. Este negocio de cesión se producirá, por lo tanto, entre el cedente —quien adoptará, por regla general, la forma de una persona jurídica de naturaleza mercantil— y el cesionario, que será el propio FTA que actúa representado por su sociedad gestora. El Real Decreto 926/1998 establece un conjunto de



requisitos especiales —de carácter imperativo— para la validez de la cesión de créditos a los FTA. Existe la regulación genérica que contiene el Código Civil y normas específicas para distintos tipos de cesiones. La regulación más detallada es la que contiene el Real Decreto 926/1998 en el que se establecen las características más importantes de esta figura. La formalización se ha de hacer por escrito y, en determinados supuestos, la cesión se instrumenta a través de la emisión de un valor (participación hipotecaria o certificado de transmisión de hipoteca). Si las carteras cedidas se incorporan a fondos de titulización se requiere la intervención de la CNMV.

En cuanto a los requisitos para la cesión, en el caso de los créditos a PYMES hay que cumplir unos determinados límites mínimos de lo que representen dichos préstamos sobre el total del patrimonio cedido. Es importante señalar el rigor que se exige para obtener el aval del Estado que garantiza al inversor la percepción de los intereses de los valores emitidos.

**Honduras:** Los bienes o activos del patrimonio autónomo deben ser inscritos en los registros públicos correspondientes. Interviene la autoridad del mercado de valores.

**Nicaragua:** La regulación de la transmisión de los activos se establece en la Ley de Mercado de Capitales. La transmisión de los activos se considerará perfeccionada por ministerio de la Ley, con la suscripción del convenio de la sociedad originadora y la sociedad administradora surtiendo efectos inmediatos para terceros sin perjuicio de su posterior formalización individual e inscripción en su caso.

**Panamá:** No existe regulación específica, aunque se utilizan los fundamentos del Código Civil y del Código de Comercio. La cesión de créditos debe constar en escritura pública según establece el Código Civil. No se requiere la aprobación de un supervisor.

**Perú:** La regulación de la cesión de los créditos se establece en la Ley del Mercado de Valores y los créditos son cedibles a los vehículos de titulización con los requisitos que determina la Ley del Mercado de Valores. Se requiere la aprobación de la Superintendencia de Banca, Seguros y Administradoras de Fondos de Pensiones.

**República Dominicana:** Existe legislación específica sobre la cesión de los créditos y estos créditos son cedibles a los vehículos de titulación con la exigencia establecida por el Código Civil de notificación al deudor de la transferencia realizada. Hace falta la aprobación previa de la Superintendencia de Bancos (en el caso de las entidades de intermediación financiera) y de la Superintendencia de Valores, aunque no hay norma específica que establezca el procedimiento y los requisitos para realizar la cesión de carteras de créditos.

Para el caso de oferta pública de valores titularizado una vez cedidos los activos a titularizar en el patrimonio separado de la compañía titularizadora, solamente se reputará conformado el patrimonio una vez recibido por parte de la Superintendencia de Valores, el certificado de entero que para tal efecto debe emitir el Representante de Tenedores, resultando la constitución del patrimonio separado oponible a terceros una vez la escritura pública contentiva del Contrato de Emisión con formación de patrimonio separado sea sometida a la formalidad del registro prevista en la legislación común dominicana la notificación al deudor de la transferencia realizada. La aprobación por parte de la Superintendencia de Valores del Contrato de Emisión de valores titularizados con formación de patrimonio separado, constituye un requisito para la autorización de la emisión correspondiente. No obstante, a los fines de la colocación de la emisión, ésta solamente podrá llevarse a cabo una vez la Superintendencia de Valores haya recibido el certificado emitido por el Representante de Tenedores.

**Venezuela:** La cesión de los créditos al vehículo de propósito especializado debe contar con el consentimiento o aceptación del deudor. Nuestra legislación, dispone que el cesionario no tiene derecho contra terceros sino después que la cesión se ha notificado al deudor, o que éste la ha aceptado

#### *6.2.2. Consecuencias financiero-contables de la cesión de los créditos a los vehículos de titulación. Especial referencia a las NIC*

**Síntesis:** Dado que actualmente se observa en la región un proceso generalizado de convergencia entre las normas contables locales y las Normas Internacionales de Contabilidad —bien por su incorporación directa o bien por estar en proceso de armonización progresiva de los principios locales con los internacionales propugnados por las NIC— a continuación vamos a señalar las implicaciones contables de la cesión de los créditos a los vehículos de titulación.

En primer lugar, resulta complicado considerar, con carácter general, que las cesiones de carteras de créditos mediante titulización es una transferencia de activos que cumple los requisitos de las Normas Internacionales de Contabilidad para que puedan darse de baja del balance, puesto que es necesario evaluar si el cedente:

1. Retiene la mayoría de los riesgos y beneficios de la cartera. En cuyo caso será necesario analizar la exposición del cedente, antes y después de la transferencia, a los riesgos y calendario de los flujos de efectivo, así como las garantías acordadas, las mejoras crediticias, etc. En la mayoría de las titulaciones, aún cuando se realizan cesión sin recurso, la entidad cedente ha retenido sustancialmente el riesgo de crédito o de mora.
2. Cuando no se pueda determinar, de manera precisa, si se han transferido o retenido sustancialmente los riesgos y beneficios inherentes a la propiedad, es preciso determinar si el cedente conserva el control sobre la cartera transferida.

En efecto, de acuerdo con el párrafo 17 (b) la NIC 39 Instrumentos Financieros: reconocimiento y medición, un activo financiero puede darse de baja cuando los derechos contractuales sobre los flujos de efectivo expiren o se transfieran. Por tanto, para que una cesión de carteras de crédito sea considerada una transferencia de activos que se dan de baja del balance, es necesario que:

1. Se transfieran los derechos contractuales a recibir los flujos de efectivo o se retengan los derechos contractuales pero exista un acuerdo contractual de pagarlos a uno o más cesionarios que cumple los siguientes requisitos: (i) el cedente sólo tiene obligación de pagar las cantidades cobradas del activo; (ii) no tiene derecho a vender o pignorar el activo transferido; (iii) tiene obligación de rembolsar sin demora y no está facultado para reinvertir (NIC 39 párrafos 18 y 19).
2. Se hayan transmitido los riesgos y beneficios inherentes a la propiedad de los activos y, en su caso, no se haya retenido, el control sobre dicha cartera (NIC 39 párrafos 20).

A este respecto los párrafos 21 a 23 de la NIC 39, establecen que:

- Sólo se transfieren sustancialmente los riesgos y beneficios cuando la exposición del cedente al valor presente de los flujos de efectivo ha disminuido sustancialmente con la transferencia de un activo.
- El cedente no ha retenido el control sobre los activos cuando el cesionario tiene capacidad para venderlo, sin imponer nuevas condiciones a la transferencia.

En definitiva para determinar si una cesión de créditos puede darse de baja del balance la entidad debe realizar juicios de valor y estimaciones, en función de las características concretas de la cesión realizada.

En segundo lugar, a modo de resumen, se señalarán las implicaciones contables de cada una de las siguientes posibilidades:

1. Si cumple los requisitos para ser dada de baja (NIC 39 párrafos 24 a 28):
  - Se eliminara la cartera de créditos en su totalidad, del balance de situación y se reconocerá separadamente, como activos o pasivos, cualesquiera derechos y obligaciones creados o retenidos por efecto de la transferencia. Entre dichos activos y pasivos se incluirá la comisión a recibir si la entidad retiene el derecho de administración, en función de si dicha comisión es superior o inferior a la adecuada compensación por la prestación de este servicio.
  - Se reconocerá un resultado por la diferencia entre el valor en libros de la cartera de crédito y la suma de la contrapartida recibida y cualquier resultado acumulado reconocido directamente contra patrimonio.
  - Si la cartera cedida es parte de la cartera de crédito total el importe en libros y los resultados acumulados reconocidos contra patrimonio se asignarán entre la parte cedida y la parte reconocida.

2. Si no cumple los requisitos para ser dada de baja, en este caso hay que analizar:
  - Si transmiten sustancialmente todos los riesgos y beneficios (NIC 39 párrafo 29) se seguirá reconociendo la cartera de créditos en el balance de situación y se reconocerá un pasivo financiero por la contraprestación recibida. En la cuenta de resultados se reconocerán tanto los ingresos financieros del activo transferido como los gastos financieros del pasivo financiero.
  - Si no transmiten sustancialmente todos los riesgos y beneficios y retiene el control (NIC 39 párrafos 30 a 35):
    - a. Se seguirá reconociendo la cartera de crédito en el balance de situación en la medida de su exposición a los cambios en el valor transferido, Así el activo transferido se valorará en función de la forma adoptada por la involucración continuada (garantía, opción comprada o emitida sobre el activo transferidos). Con carácter general el activo transferido deberá ser valorado por el menor entre el valor en libros del mismo y el importe máximo garantizado o el importe que la entidad pueda volver a comprar con la excepción de una opción de venta emitida por sobre un activo a valor razonable que se comparará con el precio de ejercicio de opción.
    - b. Se registrará un pasivo financiero medido de forma que el valor neto del activo transferido y el pasivo asociado sea el coste amortizado o valor razonable de los derechos y obligaciones retenidos por la entidad dependiendo de si el activo transferido se mide por al coste amortizado o al valor razonable.
    - c. Se registrará tanto los ingresos financieros del activo transferido en la medida de su involucración continuada, como los gastos financieros del pasivo financiero.

**Argentina:** El fiduciante debe dar de baja los bienes cedidos en el activo y registrar como contrapartida el dinero o activos recibidos en contraprestación.

Al eliminarse el principal del activo también se eliminan las provisiones que sobre ese activo se hubieran constituido. En el caso de cesión de carteras de créditos de entidades financieras, bajo la supervisión del BCRA, ya se mencionó que éste ha establecido normas particulares. El fiduciante deberá registrar en su contabilidad la transmisión fiduciaria de los bienes, dándolos de baja del activo y registrando como contrapartida el dinero o activos recibidos en contraprestación. Si la transferencia fuera por un valor diferente al *valor libros* de los bienes, la diferencia se registrará como resultado. En su caso deberá contabilizarse la estimación por pérdidas y gastos eventuales, cuando el fiduciante estuviera obligado a la cobertura de pérdidas en el fideicomiso o a la sustitución de los bienes fideicomitados. Cuando la transmisión fiduciaria no sea asimilable a una venta, los bienes fideicomitados serán reclasificados en una cuenta que refleje su afectación en fideicomiso, registrándose como activos y pasivos las prestaciones y contraprestaciones vinculadas con la operación. Por supuesto se trata de una ficción contable, porque los bienes fideicomitados no son ya propiedad del fiduciante. Eliminado el principal del activo también se eliminan las provisiones que sobre ese activo se hubieran constituido.

**Bolivia:** Si no hay mecanismos de cobertura, los bienes desaparecen del balance al producirse la cesión. También se anularán todas las provisiones contables. Si la entidad originadora otorga mecanismos de cobertura de riesgos, las provisiones contables se mantienen. Se registran en cuentas de orden.

**Brasil:** Se separa la cesión jurídica plena (que sí se produce) de la baja de balance por el cedente (que casi nunca es posible para las entidades de crédito).

**Colombia:** La cesión irrevocable supone la salida del activo del originador o cedente y pasan a formar parte del patrimonio autónomo en el que se va a materializar la titulización. El tratamiento de las provisiones contables dependerá de las distintas situaciones de riesgo en las que incurren los bienes.

**Costa Rica:** La cesión implica sacar de balance las carteras cedidas. Por ello, en cuanto a las provisiones, se saca de balance todo lo relacionado con las cuentas que corresponden a las carteras cedidas.

**Chile:** Se eliminan del balance del cedente los bienes cedidos, con la supresión de las provisiones correspondientes. Cabe notar las responsabilidades que para el cedente pueden derivar de la titulización mediante la adquisición de deuda subordinada emitida por el vehículo.

**España:** De acuerdo con la Circular 4/2004 del Banco de España un activo financiero se dará de baja del balance de una entidad cuando se transfiera en los términos que la norma especifica y se transmitan sustancialmente sus riesgos y beneficios. En consecuencia, parece que en la gran mayoría de las titulizaciones realizadas no pueden darse de baja los activos cedidos, dado que las entidades de crédito originadores retienen típicamente el tramo más subordinado del pasivo del fondo de titulización, ya sea en forma de un tramo de la emisión de valores o de préstamos concedidos al fondo. También conviene tener en cuenta lo establecido en la NIC 39 relativa a los instrumentos financieros. Por ello, el tratamiento de las provisiones se hará en función de lo que se hubiera decidido en la cesión principal.

**Nicaragua:** La transmisión de los activos que salen del balance de la entidad originadora para nutrir el patrimonio del fondo, debe realizarse con carácter incondicional y por todo el plazo restante hasta el vencimiento del crédito cedido.

**Panamá:** La cesión de las carteras hace desaparecer del balance del originador las mismas y las provisiones que puedan haberse constituido.

**Perú:** Depende de las obligaciones que puede asumir el originador. Si no tuviera ninguna la cesión es plena y definitiva y las provisiones desaparecen cuando se produce la transferencia plena.

**República Dominicana:** No existe normativa aplicable, por lo que no está claro si en la cesión de crédito se produce la eliminación del mismo en el balance del originador.

**Venezuela:** la cartera pasa a formar parte de un fideicomiso y se presenta en una cuenta de orden fuera del balance.

### 6.2.3. La validez y eficacia de las cesiones de crédito a los vehículos de titulación

**Argentina:** Para que la cesión sea válida y eficaz, es necesario el cumplimiento de los trámites que señala la Ley (ejemplo: formalización por escrito; la entrega del título, etc). En concreto, debe notificarse la cesión al deudor del crédito mediante acto público, salvo previsión contractual entre cedente y deudor. La notificación debe revestir algunas características o formalidades especiales. El deudor puede oponerse a la cesión por vía de excepción según determina el código civil, en los mismos supuestos en los que quepa excepción contra el cedente (por ejemplo: no contar el cedente con el consentimiento contractual del deudor). Podría, caso de ser necesario, sustituirse la notificación de la cesión del deudor por la aceptación expresa de éste a la firma del contrato autorizando al acreedor una eventual cesión futura. La legislación permite que la cesión del crédito por parte del originador/cedente sea definitiva, plena e incondicionada. El límite lo constituye el posible fraude, según determina la Ley 24.441. La cesión de crédito puede ser reversible en el caso de no cumplirse alguno de los requisitos legales. Los acreedores del fiduciario pueden impugnar la cesión por existencia de fraude, si consideran que tal acto ha agravado la insolvencia del deudor.

La validez y eficacia de la cesión se encuentra sujeta a la acción de fraude, ver artículo 15 de la ley 24.441. La cesión puede ser reversible en el caso de no cumplirse con alguno de los requisitos legales establecidos en la normativa vigente (ver inciso b) del artículo 72 de la Ley 24.441). Los acreedores del fiduciario pueden impugnar la transferencia fiduciaria a través de una acción de fraude (artículo 15) conforme a lo dispuesto en el art. 961 del Código Civil, si considerasen que tal acto ha agravado la insolvencia del deudor. Es requisito de la acción de fraude según el art. 962 que el deudor se halle en estado de insolvencia ya sea con anterioridad al acto de transferencia, o que la insolvencia resulte del acto mismo. Si el acto del deudor insolvente fuese a título gratuito, puede ser revocado a solicitud de los acreedores aun cuando el adquirente ignorase la insolvencia del deudor. Si el acto fuese a título oneroso, para que pueda ser revocado, se exige que el tercero adquirente haya sido cómplice en el fraude (art. 968), se exige presumiéndose tal complicidad por el conocimiento que tenía o debía tener del estado de insolvencia del deudor al momento de tratar con él (art. 969). Como regla *“los bienes fideicomitidos quedarán exentos de la acción...colectiva de los acreedores del fiduciario.*



*Tampoco podrán agredir los bienes fideicomitidos los acreedores del fiduciante...*”. La legislación concursal contempla dos casos de ineficacia de actos de disposición realizados por el fallido en el periodo de sospecha: los actos ineficaces de pleno derecho (art. 188 de la ley 24.522 de Concursos y Quiebras) y los actos ineficaces por conocimiento de la cesación de pagos. El periodo de sospecha es el lapso que transcurre entre la fecha que se determine como inicio de la cesación de pagos y la sentencia de quiebra.

**Bolivia:** El Código Civil establece que la cesión de créditos puede hacerse sin el consentimiento del deudor, pero para que esta cesión sea eficaz debe ser aceptada por el deudor o que le sea notificada. En concreto, debe notificarse la cesión al deudor del crédito. La notificación no tiene que revestir algunas características o formalidades especiales. El deudor no puede oponerse a la cesión. Podría, caso de ser necesario, sustituirse la notificación de la cesión del deudor por la aceptación expresa de éste a la firma del contrato autorizando al acreedor una eventual cesión futura. La Ley especifica claramente que la cesión es irrevocable y absoluta, tanto en términos contables como jurídicos. Sin perjuicio de ello, la cesión de crédito puede ser reversible mediante la llamada acción pauliana, que es cuando la entidad ha cedido sus activos en detrimento de sus acreedores. Se puede decretar la nulidad de una cesión de crédito titularizada en el caso de que se produzcan vicios en el contrato, mediante verificación por parte de la autoridad jurisdiccional.

**Brasil:** La cesión debe notificarse al deudor del crédito. La notificación no tiene que revestir algunas características o formalidades especiales. Podría, caso de ser necesario, sustituirse la notificación de la cesión del deudor por la aceptación expresa de éste a la firma del contrato autorizando al acreedor una eventual cesión futura. La legislación permite que la cesión del crédito por parte del originador/cedente sea definitiva, plena e incondicionada. Sin perjuicio de ello, la cesión de crédito puede ser reversible en los términos previstos por el código civil para casos de simulación y fraudes.

**Colombia:** Para que la cesión sea válida y eficaz deberá cumplir con las disposiciones generales sobre cesión de contratos. Es irrelevante la notificación de la cesión al deudor. El deudor puede oponerse a la cesión cuando se haya estipulado tal posibilidad en el contrato. La cesión ha de ser plena y, por tanto, irrevocable,

según determina la Ley del Mercado de Valores. No existe la posibilidad de acciones revocatorias, fundamentándose en la protección de los derechos de los inversores representados en los activos objeto de titulación. Sin embargo, cabe decretar la nulidad de la cesión de crédito titulizada en los supuestos generales previstos en el código de comercio (cuando la titulación contraría la normativa imperativa general); cuando su causa u objeto sean ilícitos; y cuando se haya celebrado por personas absolutamente incapaces.

**Costa Rica:** Para el cedente la eficacia se produce desde el momento de la cesión y para el deudor desde la notificación, si es necesaria. Hace falta diligencia notarial, carta certificada u otra forma auténtica o de fácil comprobación, según establece el código de comercio. Debe notificarse la cesión al deudor del crédito cuando no hubiera previsión distinta en el contrato. Tampoco es obligatoria la notificación cuando se cedan derechos para garantizar la emisión de títulos valores mediante oferta pública. El deudor puede oponerse a la cesión según establece el código civil. Según el código de comercio, ese derecho puede ejercitarse en el plazo de tres días. Podría, caso de ser necesario, sustituirse la notificación de la cesión del deudor por la aceptación expresa de éste a la firma del contrato autorizando al acreedor una eventual cesión futura. El Código Civil dispone que la cesión del crédito por parte del originador/cedente sea definitiva, plena e incondicionada. El código civil establece que la propiedad se transfiere al cesionario desde que se produce la cesión. No hay supuestos de retracto. Así se establece tanto en el código civil como en el código de comercio. Sin embargo, cabe decretar la nulidad de la cesión de crédito titulizada porque el código civil establece la posible nulidad absoluta de los contratos en tres supuestos: por incumplimiento de condiciones esenciales para su constitución, por falta de requisitos de formalización y por incapacidad absoluta de los contratantes. Solo el tercer supuesto resultaría aplicable a la cesión de créditos ya que no se exigen las otras condiciones señaladas.

**Chile:** Para que la cesión sea válida y eficaz será necesario cumplir requisitos tales como la entrega del título o el endoso. En concreto, debe notificarse la cesión al deudor del crédito. Debe ser practicada por un fedatario público. Podría, caso de ser necesario, sustituirse la notificación de la cesión del deudor por la aceptación expresa de éste a la firma del contrato autorizando al acreedor una eventual cesión futura e incluso la aceptación puede ser tácita. El deudor puede

oponer a la cesión excepciones que nazcan del documento o del contrato, tal como lo hubiera podido hacer frente al cedente u otras excepciones que no resulten del título cedido. La legislación permite que la cesión del crédito por parte del originador/cedente sea definitiva, plena e incondicionada. Sin perjuicio de lo anterior, la cesión de crédito puede ser reversible cuando prospere una acción pauliana o revocatoria en el caso de insolvencia, o una acción de nulidad. Además, cabe decretar la nulidad de la cesión de crédito titulizada en los casos que señala la Ley del Mercado de Valores.

**España:** El contrato de cesión se perfecciona y es válido por la mera prestación del consentimiento, aunque su formalización mediante instrumento público es el más claro medio de prueba. La notificación de la cesión al deudor del crédito no es condición necesaria para la cesión, pero su omisión puede ser causa para que se produzcan distintos efectos para las relaciones obligacionales entre cedente y deudor. Por ejemplo, el deudor que no haya sido notificado de la cesión queda liberado de la deuda en el momento en que paga a su acreedor originario, ya que sin notificación no se produce efecto jurídico frente al tercero deudor. La notificación no tiene que revestir características o formalidades especiales. Podría, caso de ser necesario, sustituirse la notificación de la cesión del deudor por la aceptación expresa de éste a la firma del contrato autorizando al acreedor una eventual cesión futura. La legislación permite que la cesión del crédito por parte del originador/cedente sea definitiva, plena e incondicionada, con la excepción de la denominada titulización sintética. No cabe, en principio, la reversión, salvo que se establezcan reglas de sustitución y subsanación para el caso de amortización anticipada o cuando se dieran vicios ocultos que causaran el incumplimiento de los atributos de los activos cedidos. Cabe decretar la nulidad de la cesión de crédito titulizada en el caso de que se pruebe dentro del procedimiento concursal del emisor la existencia de fraude de acreedores.

**Nicaragua:** Por disposición de la Ley de Mercado de Capitales los activos crediticios transmitidos conservaran en todo momento los privilegios legales otorgados por la legislación bancaria. No será necesario notificar al deudor de la cesión de su crédito para su validez.

**Panamá:** Para que la cesión sea válida y eficaz, hay que cumplir los requisitos previstos en el Código Civil y en el Código de Comercio como, por ejemplo,

el otorgamiento de escritura pública. En concreto, debe notificarse la cesión al deudor del crédito. La notificación no tiene que revestir algunas características o formalidades especiales. El deudor puede oponerse a la cesión. Es posible sustituir la notificación de la cesión del deudor por la aceptación expresa de éste a la firma del contrato autorizando al acreedor una eventual cesión futura siempre que figure tal previsión en el contrato. La legislación permite que la cesión del crédito por parte del originador/cedente sea definitiva, plena e incondicionada. Sin perjuicio de lo cual dicha cesión puede ser reversible si no se cumple con las formalidades que establecen el Código Civil y el Código de Comercio. Además, puede decretarse la nulidad de la cesión de crédito titulizada si no cumple con las formalidades para el perfeccionamiento del contrato que exigen el Código Civil y el Código de Comercio. Como, por ejemplo, cuando falta alguna condición esencial para la formación del contrato, o cuando las personas contratantes sean absolutamente incapaces.

**Perú:** Para que la cesión sea válida y eficaz debe hacerse el registro público correspondiente. En concreto, debe notificarse la cesión al deudor del crédito. El Código Civil exige que se produzca aceptación expresa del deudor o que le sea comunicada fehacientemente. El deudor no puede oponerse a la cesión. Podría, caso de ser necesario, sustituirse la notificación de la cesión del deudor por la aceptación expresa de éste a la firma del contrato autorizando al acreedor una eventual cesión futura, según contempla la Ley del Mercado de Valores. La legislación permite que la cesión del crédito por parte del originador/cedente sea definitiva, plena e incondicionada. La cesión de crédito no puede ser reversible. Por lo tanto, no puede decretarse la nulidad de la cesión de crédito titulizada, sin perjuicio de los derechos del transferente o de los terceros a ejercer las acciones civiles, administrativas o penales que correspondan.

**República Dominicana:** Para que la cesión sea válida y eficaz se exige por el Código Civil la entrega del título por parte del cedente. También se exige la notificación al deudor cedido de la transferencia hecha. En concreto, debe notificarse la cesión al deudor del crédito. Podría, caso de ser necesario, sustituirse la notificación de la cesión del deudor por la aceptación expresa de éste a la firma del contrato autorizando al acreedor una eventual cesión futura cuando en efecto lo hubieran previsto en el contrato de préstamo. El deudor no puede oponerse a la cesión. El Código Civil no prohíbe que la cesión del crédito por

parte del originador/cedente sea definitiva, plena e incondicionada. La cesión de crédito puede ser reversible, siempre y cuando tal previsión se establezca en el contrato de cesión. Además, puede decretarse la nulidad de la cesión de crédito titulizada cuando se violen los procesos de notificación de la cesión o cuando exista algún vicio o dolo en la realización de la cesión.

**Venezuela:** La venta o cesión de un crédito son perfectas, y el derecho cedido se transmite al cesionario, desde que haya convenido sobre el crédito o derecho cedido y el precio, aunque no se haya hecho la tradición. La tradición se hace con la entrega del título que justifica el crédito o derecho cedido.

*6.2.4. Especial referencia a la eficacia y validez de la cesión de créditos a los vehículos de titulización en el caso de insolvencia sobrevenida del acreedor originario que cede el crédito*

**Argentina:** Como regla, los bienes cedidos quedan exentos de cualquier acción concursal, tanto por los acreedores del fiduciario como del fiduciante. En este caso, la situación de derechos y obligaciones tanto del cedente como del cesionario será la que se corresponda con la inmunidad concursal que corresponde a los bienes cedidos. Podría decretarse la nulidad de la cesión con carácter retroactivo. Existe en la legislación concursal un periodo durante el cual la cesión crediticia podría declararse nula.

**Bolivia:** El juez puede declarar nulas las cesiones de hasta 2 años antes de la quiebra. En tal caso, la situación de derechos y obligaciones tanto del cedente como del cesionario será la que se deriva del ejercicio de la acción por fraude. Por ello, podría decretarse la nulidad de la cesión con carácter retroactivo. Existe en la legislación concursal un periodo durante el cual la cesión crediticia podría declararse nula que no es aplicable a las cesiones en procesos de titularización.

**Brasil:** La cesión que sea válida no puede verse afectada por ninguna situación concursal, salvo los supuestos de fraude. Por ello, podría decretarse la nulidad de la cesión con carácter retroactivo en los supuestos anteriormente mencionados. Existe en la legislación concursal un periodo durante el cual la cesión crediticia podría declararse nula.

**Colombia:** Las cesiones de crédito no quedan afectadas por el procedimiento concursal del acreedor originario salvo cuando el cumplimiento de las obligaciones de la titulación esté a cargo directamente del originador, con su patrimonio propio. No podría decretarse la nulidad de la cesión con carácter retroactivo, salvo en lo que afecte al ordenamiento general, como antes ha quedado expresado. Por lo que concierne a la nulidad absoluta, cabe plantearla en cualquier momento, en los supuestos antes señalados.

**Costa Rica:** Las cesiones de crédito quedan afectadas por el procedimiento concursal del acreedor originario cuando la cesión se haya producido en los 3 o 6 meses anteriores a la declaración de quiebra del originador. El cesionario se subroga en los derechos del cedente en relación con el crédito, excepto en las acciones de anulación o rescisión que el cedente hubiese podido intentar. Podría decretarse la nulidad de la cesión con carácter retroactivo porque así lo permite el código civil en cuanto que la nulidad absoluta o relativa da derecho a las partes a ser restituidas en la misma posición que ocuparan antes de la anulación. Existe en la legislación concursal un periodo durante el cual la cesión crediticia podría declararse nula, según se ha expresado anteriormente.

**Chile:** Las cesiones de crédito pueden quedar afectadas por el procedimiento concursal del acreedor originario ya que hay posibles acciones de reversión durante un periodo determinado. La situación de derechos y obligaciones tanto del cedente como del cesionario dependería de la acción que se entablara. Por ello, podría decretarse la nulidad de la cesión con carácter retroactivo con la consecuencia de que las partes tengan que realizar prestaciones mutuas para volver a la situación previa al contrato. La cesión crediticia podría declararse nula durante el periodo sospechoso: periodo que media entre la declaración de quiebra y la fecha que se establezca de cesación de pagos.

**España:** Solamente cabe impugnar la cesión si se demuestra en el procedimiento concursal que ha existido perjuicio a los acreedores. En el caso de concurso, el propietario del título goza de derecho absoluto de separación. Podría decretarse la nulidad de la cesión con carácter retroactivo en caso de rescindirse la cesión del crédito por fraude de acreedores, en cuyo caso se reintegra el activo a la masa concursal junto a sus frutos e intereses. Son rescindibles los actos perjudiciales para la masa que se hubieran realizado en los dos años anteriores a la declaración del concurso.

**Nicaragua:** Por disposición de la Ley de Mercado de Capitales en ningún caso la cesión de la titularidad de los activos puede empeorar la condición del deudor, ni hace desaparecer las excepciones que el mismo podría haber opuesto al cedente.

**Panamá:** Las normas concursales no podrán afectar a la cesión, ya que a partir de ésta los bienes pertenecen al fideicomiso. El cedente debe transferir el derecho vendido y garantizar o sanear el crédito vendido. El cesionario debe pagar al cedente el precio estipulado. Puede decretarse la nulidad de la cesión con carácter retroactivo si no cumple con las formalidades antes señaladas del Código Civil y del Código de Comercio. Existe un periodo que va de los cuatro años para decretar nulidad relativa o de quince para decretar nulidad absoluta.

**Perú:** Las cesiones de crédito no quedan afectadas por el procedimiento concursal del acreedor originario. Los créditos titulizados no se integran en la masa concursal del cedente insolvente. Ello no obsta para que puedan reclamar en su caso los activos remanentes. No podría decretarse la nulidad de la cesión con carácter retroactivo. No existe en la legislación concursal un periodo durante el cual la cesión crediticia podría declararse nula.

**República Dominicana:** Las cesiones de crédito no quedan afectadas por el procedimiento concursal del acreedor originario, salvo cuando el cumplimiento de las obligaciones de la titulación esté a cargo directamente del originador, con su patrimonio propio.

**Venezuela:** Las cesiones de crédito no quedan afectadas por el procedimiento concursal del acreedor originario. La cesión crediticia podría declararse nula durante el periodo sospechoso según establece el Código de Comercio.

## VII. EL PASIVO DE LAS SOCIEDADES, FONDOS Y FIDEICOMISOS DE TITULIZACIÓN

### 7.1. Tipos de valores emitidos

**Síntesis:** En el área iberoamericana, el pasivo de los vehículos de titulación está integrado por valores de renta fija garantizados por los créditos cedidos

a los respectivos vehículos y que integran sus patrimonios. Estos valores de titulación se emiten, por regla general, en forma de oferta pública y, por lo tanto, quedan sometidos al previo cumplimiento de los requisitos de verificación y registro por las respectivas autoridades supervisoras de los mercados de valores.

**Argentina:** Es posible emitir “*certificados de participación en el dominio fiduciario*” o “*títulos representativos de deuda garantizados con los bienes fideicomitidos*”. Se prevé que los certificados de participación serán emitidos por el fiduciario. Los títulos representativos de deuda podrán ser emitidos por el fiduciario o por terceros. Recientemente el Directorio de la CNV interpretó que no resulta objetable la emisión de certificados de participación que devenguen una tasa de interés. Cuando el vehículo por medio del cual se titula sea un fondo común cerrado, los mismos podrán emitir: cuotas partes que podrán dar derechos de copropiedad y, también cuotas partes de renta con valor nominal determinado y una renta calculada sobre dichos valores cuyo pago estará sujeto al rendimiento de los bienes que integren el haber del fondo. En principio las cuotas partes no son rescatables, sino que se negocian en un mercado secundario. Se contempla la posibilidad de clases diferentes de valores con derechos específicos, siendo la estructura clásica, una serie senior, una intermedia y una clase totalmente subordinada.

**Bolivia:** Pueden emitirse los siguientes valores de titulación: valores de deuda, de participación y mixtos.

**Brasil:** Puede haber emisiones de valores de titulación tanto subordinadas como senior (éstas suelen ir dirigidas al público en general y las primeras las suelen suscribir los cedentes).

**Colombia:** Los “*títulos movilizados*” pueden tener un contenido crediticio (porque incorporan el derecho a reclamar sumas de dinero en concepto de capital o intereses), participativo (porque incorporan la titularidad sobre una parte alícuota del patrimonio autónomo conformado por los activos objeto de titulación) o mixto y pueden ser objeto de oferta pública y, entonces, deberán cumplir los requisitos inherentes a dichas ofertas. Pueden ser nominativos o a la orden y su plazo no debe ser inferior a un año salvo autorización expresa.



**Costa Rica:** Pueden emitirse los siguientes valores de titulización: a) valores de participación (derecho de propiedad proporcional sobre el fondo de inversión o patrimonio de fideicomiso, el inversionista no adquiere un valor de rendimiento fijo sino que participa en las utilidades o pérdidas que genere el patrimonio) con posibilidad de redención parcial o total; y b) valores de contenido crediticio (incorporan el derecho a percibir la cancelación del capital y de los rendimientos financieros en los términos y condiciones señalados en el valor). Puede haber emisiones tanto subordinadas como principales.

**Chile:** Pueden emitirse los siguientes valores de titulización: Títulos de deuda de securitización que comparten las mismas características de los bonos definidos en la Ley del Mercado de Valores chilena. Su oferta pública se condiciona a su inscripción en el Registro de Valores que lleva la Superintendencia de Valores y Seguros en la que el vehículo emisor debe presentar, además de la solicitud, un contrato de emisión elevado a escritura pública, un prospecto o folleto y otros antecedentes adicionales.

**El Salvador:** De acuerdo al Proyecto de Ley de Titularización de Activos, pueden emitirse los siguientes valores de titulización: a) Valores que representan una participación individual de los inversores en el crédito colectivo a cargo del Fondo. En los procesos de titulización de inmuebles sólo puede haber valores de esta clase. b) Valores que representan la participación en el patrimonio de un Fondo. Puede haber valores con distinta prelación y deben estar representados en anotaciones en cuenta.

**España:** El pasivo de los FTA puede clasificarse en dos categorías: pasivo principal, constituido por valores de renta fija (que deben representar más de un 50% del total del pasivo) y pasivo secundario, constituido por préstamos concedidos por entidades de crédito y aportaciones de inversores institucionales. Los valores deben cumplir dos requisitos específicos: a) Su riesgo financiero deberá ser objeto de evaluación por una entidad calificadora reconocida por la CNMV en los términos reglamentariamente previstos. b) Deberán ser objeto de negociación en un mercado secundario organizado. Por su parte, el pasivo de los FTH está constituido por los valores que emiten, denominados bonos de titulización hipotecaria, exclusivamente representados por medio de anotaciones en cuenta, que pueden ofrecer características diversas en cuanto sus tipos de

interés (fijo o variable) plazos y formas de amortización, prelación en el cobro, etc., cuyo riesgo financiero debe ser evaluado por una agencia autorizada y que debe negociarse en un mercado secundario oficial u organizado establecido en España (art. 5º de la Ley 19/1992).

**Honduras:** En los Fideicomisos de Titulación se pueden emitir valores: de contenido crediticio (principal e intereses con cargo al patrimonio), de participación y otros que determine la Comisión. Las Sociedades de Propósito Especial (SPE) tienen libertad de emisión siempre que se recoja el tipo de valor en la escritura de constitución.

**Nicaragua:** Los valores emitidos en un proceso de titularización podrán adoptar la modalidad de valores de participación y de valores de contenido crediticio. Estos valores deben representarse mediante anotaciones en cuenta y sus características particulares y modalidades deben ser claramente identificadas.

**Panamá:** Pueden emitirse los siguientes valores de titulación: Bonos emitidos de forma nominativa en múltiplos de 1.000\$, con posibilidad de amortización anticipada. Las emisiones son de carácter principal, no subordinado.

**Perú:** En Perú se observa una gran amplitud y flexibilidad en cuanto a los valores que pueden emitir los vehículos de titulación y ello porque se nos dice que los fideicomisos de titulación pueden emitir valores que otorguen un derecho de crédito a ser cancelado exclusivamente con los activos titulizados, un derecho a participar en el flujo de efectivo generado por aquellos activos o una combinación de ambos derechos; pudiendo ser, además emitidos no sólo por la sociedad tituladora que gestiona el fideicomiso de titulación, sino incluso por un tercero. Por su parte, las sociedades de propósito especial pueden emitir, en concepto de valores de titulación, tanto acciones comunes como preferentes, bonos simples o convertibles, etc. En particular, pueden diferenciarse los siguientes tipos de valores emitidos: a) Títulos de contenido crediticio (pueden emitirse por terceras personas): rendimiento establecido de antemano y amortización del principal en una fecha pactada. Pueden ser a corto plazo (papel comercial, pagarés u otros de vencimiento menor a un año) o a largo plazo (bonos u otros). b) Títulos de participación: parte alícuota sobre los activos titulizados. El inversor participa

de las utilidades o pérdidas de los activos. c) Valores combinados entre los arriba mencionados. Es opcional que los valores estén representados mediante anotaciones en cuenta. En la mayor parte de las titulaciones, las series de bonos son principales aunque por ley se permite que sean también subordinadas.

**República Dominicana:** Hasta hoy no se ha emitido ningún valor titularizado. La normativa vigente solamente establece el mecanismo para la emisión de oferta pública de valores representativos de deuda emitidos por las compañías titularizadoras. Se denominarán valores titularizados y podrán ser emitidos a corto y largo plazo.

**Venezuela:** Pueden emitirse los siguientes valores de titulación: Títulos de Participación con cupones y sin cupones, con amortizaciones y pago al vencimiento.

## 7.2. Tipos de inversores que adquieren los valores emitidos

**Síntesis:** Aun cuando, por regla general, en los países iberoamericanos, los valores de titulación pueden ser adquiridos, en principio, por todo tipo de inversores; en la práctica suelen ser objeto de inversión por parte de los denominados inversores institucionales; sin perjuicio de que, en algunos países, como el caso de Brasil, los inversores cualificados son los únicos autorizados para invertir en Fondos de Derecho de Crédito (FIDC). En efecto, los destinatarios naturales de los valores emitidos por los fondos, fideicomisos y sociedades de titulación son los inversores institucionales: los fondos de pensiones, compañías de seguros, fondos mutuos y de inversión, y entidades financieras. En la mayoría de los países, las Administradoras de Fondos de Pensiones pueden invertir en valores de titulación existiendo algunas limitaciones (porcentajes máximos de inversión, límites de concentración por emisor, etc) e incluso se exige que los valores adquiridos para las carteras de estos Fondos de Pensiones cuenten con una cierta clasificación de riesgo (caso de Chile o Argentina), o que estén negociados en mercado primario o secundario organizado. Los valores de titulación suelen cumplir estos requisitos adicionales y, por ello, pueden ser objeto de inversión por aquellos Fondos.

**Argentina:** Los Fideicomisos Financieros pueden ser adquiridos por todo tipo de inversores. Si existe algún tipo de restricción no está originada en la Ley 24.441, ni en la CNV. Sin embargo la Ley que regula el accionar de las administradoras privadas de fondos de pensión, ley 24.241, requiere que los valores con oferta pública incluidos, los títulos fiduciarios, cuenten con calificación de riesgo para poder ser adquiridos por parte de las Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones. En el art. 74 de la mencionada ley 24.241 se establecen los porcentajes máximos de inversión que los Fondos de Pensiones pueden detentar en valores de titulización sin perjuicio de ello en forma conjunta la Superintendencia de Administradores de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (SAFJP), el Banco Central de la República Argentina (BCRA) y la Comisión Nacional de Valores (CNV) pueden reducir esos máximos. Los límites actuales están contenidos en la Instrucción 22/2003 de la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones. Por otro lado, los Fondos Comunes que lo prevean en su Reglamento de Gestión pueden invertir en valores fiduciarios siempre que respeten las reglas de diversificación establecidas en el art. 29 de Capítulo XI de las Normas de la CNV. En la práctica y generalmente respecto de Certificados de Participación, contractualmente se limita el radio de posibles inversores. Existen fideicomisos en que, con sentido universal, la invitación se dirigió a inversores institucionales.

**Bolivia:** Pueden adquirir los valores de titulización tanto los inversores institucionales y minoristas. Los recursos del Fondo de Capitalización Individual (FCI) administrado por las Administradoras y Fondos de Pensiones pueden invertir en valores representativos de deuda emitidos a partir de un proceso de titularización que cuenten con calificación de riesgo. El límite máximo fijado es de 25%, como porcentaje de inversiones del FCI. Los Fondos de Inversión pueden invertir únicamente en valores de Oferta Pública (valores de titularización) autorizados e inscritos en el Registro del Mercado de Valores de la Superintendencia de Pensiones, Valores y Seguros y listados en Bolsa de Valores local y con ciertos límites de concentración de inversiones.

**Brasil:** En el caso de los FIDC (Fondos de Inversión en Derechos de Crédito) sólo pueden adquirir los valores de titulización los inversores cualificados, definidos mediante el art. 109 de la Instrucción CVM n° 409/04: instituciones financieras; compañías de seguro y sociedades de capitalización; entidades abiertas y cerradas de

seguridad social complementarias; personas físicas o jurídicas que tengan inversiones financieras superiores a R\$ 300.000,00 y que, adicionalmente, acrediten por escrito su condición de inversor cualificado en documento propio, de acuerdo con el Anexo I de la Instrucción; fondos de inversión destinados exclusivamente a inversionistas cualificados; administradores de cartera y consultores de valores mobiliarios autorizados por la CVM, en relación a sus recursos propios; regímenes propios de seguridad social de la Federación, Estados, Distrito Federal o autoridades locales. En cuanto a los CRI (Certificados de Créditos Inmobiliarios) dado su valor, superior a 300 mil R\$, generalmente los inversores que los adquieren no son minoristas, a pesar de que los inversores minoristas de los CRI tienen beneficios fiscales.

**Colombia:** Las emisiones se pueden dirigir al público en general o a inversionistas calificados. De acuerdo con la Circular Básica Jurídica (Título Cuarto, Capítulo Cuarto), los fondos de pensiones obligatorias podrán invertir en Bonos y títulos hipotecarios, Ley 546/99 y otros títulos de contenido crediticio derivados de procesos de titularización de cartera hipotecaria (Límite 40%), también podrán invertir en títulos derivados de procesos de titularización cuyos activos subyacentes sean distintos a cartera hipotecaria (Límite 20%). En todo caso, los títulos derivados de procesos de titularización deben haber sido emitidos en desarrollo de procesos de titularización autorizados por la Superintendencia Financiera de Colombia. De otro lado, el decreto 2175/07, estipula cómo las carteras colectivas definen su política de inversión y los requisitos para hacerlo. Así se establece que la sociedad administradora de carteras colectivas debe determinar los niveles de inversión, directa o indirecta, en valores cuyo emisor, avalista, aceptante, garante u originador de una titularización sea la matriz, las subordinadas de ésta o las subordinadas de la sociedad administradora, si es del caso.

**Costa Rica:** Pueden adquirir los valores de titulización tanto los inversores institucionales como el público en general. Si no existe información histórica sobre la cartera de activos de los dos últimos años o del originador, necesariamente deberán realizar una oferta pública restringida (inversores institucionales o sofisticados)

**Chile:** Adquieren los valores de titulización casi en su totalidad inversores institucionales y, entre ellos, principalmente administradoras de fondos de pensiones y compañías de seguros. De acuerdo a lo establecido por el Decreto

Ley N° 3.500 y la Circular N° 1.216, las administradoras de fondos de pensiones están permitidas de adquirir los títulos de deuda emitidos por sociedades securitizadoras, siempre y cuando ellos cuente con una clasificación igual o superior a BBB, debiendo respetar ciertos límites de inversión. Cabe destacar que los cuerpos normativos aplicables a la inversión de los fondos de pensiones no hacen mayores distinciones entre los títulos de deuda emitidos por empresas no bancarias y por sociedades securitizadoras, siendo aplicables los mismos límites a ambos tipo de entidades. En cuanto a los Fondos Mutuos y los Fondos de Inversión pueden invertir en valores de Titularización, con un límite hasta 25% para el valor del fondo en Fondos Mutuos y un 30% para los Fondos de Inversión, dentro de estos últimos también se encuentran los Fondos de Inversión de Capital Extranjero y los Fondos de Inversión de Capital Extranjero de Riesgo, los cuales poseen el mismo límite de 30% de inversión para los valores del fondo.

**El Salvador:** la Ley del sistema de Ahorro para Pensiones que regula la diversificación de las Inversiones que deberán tener las Administradoras de Fondos de Pensiones indica que se podrá invertir en Valores de oferta pública, emitidos por sociedades titularizadoras salvadoreñas entre el 0% y el 20%. Para tal fin, la Comisión de Riesgo deberá fijar los límites máximos para la inversión de cada uno de los portafolios del Fondo de Pensiones. A la fecha no se aplica, en tanto que no existe la titularización en su sentido estricto, por encontrarse el proyecto de Ley de Titularización de Activos en proceso de aprobación en la Asamblea Legislativa.

**España:** La normativa no establece restricciones respecto al colectivo al cual pueden dirigirse los valores, sin embargo, todas las colocaciones realizadas en el mercado español, a excepción de una, se han realizado entre inversores cualificados.

**Honduras:** El colectivo de inversores que pueden adquirir los valores de titularización se determinará en el prospecto de información, pero a la fecha no se ha estructurado ninguna titularización. En la actualidad existe un proyecto de reforma en curso que permitirá a los inversionistas institucionales públicos invertir en valores de titularización. En cuanto a los fondos mutuos y los fondos de inversión, la Ley de Mercado de Valores establece que pueden invertir en valores inscritos en el registro, entre los cuales estarían los de titularización.

**Nicaragua:** No hay restricciones para su adquisición por parte de cualquier inversionista, salvo las que pueda dictar el Consejo Directivo de la Superintendencia de Bancos por norma General.

**Panamá:** Puede adquirir los valores de titulación el público en general, aunque la mayoría de las veces las adquieren los institucionales. No existe norma alguna que regule las inversiones de los inversores institucionales como sujetos adquirientes de los valores de titularización emitidos. Los Fondos de Jubilación y Pensiones podrán invertir en instrumentos titularizados o titularizaciones de flujos futuros documentados, tomando en cuenta que al menos el 80% de los instrumentos financieros adquiridos con recursos de estos Fondos deberán ser negociados en un mercado primario o secundario regulado. Las sociedades de inversión también pueden invertir en valores de titularización, existiendo límites de concentración de inversiones pero no son específicos para dichos valores.

**Perú:** Pueden adquirir los valores de titulación tanto los inversores institucionales como el público en general, aunque en el 99% de los casos se trata de inversores institucionales (administradoras de fondos de pensiones, fondos mutuos, instituciones financieras, compañías de seguros, organismos del Estado).

**República Dominicana:** La normativa no establece restricciones respecto al tipo de inversor a que puede dirigirse los valores. De conformidad a lo establecido en el Art. 97 de la Ley de Seguridad Social de la República Dominicana establece que los recursos de los Fondos de Pensiones podrán ser invertidos en títulos de deuda emitidos tanto por empresas públicas como privadas. Respecto a los límites de inversión de los Fondos de Pensiones establece que los fondos de pensiones estarán sujetos a límites máximos de inversión en títulos de deuda de empresa hasta un 70% del valor del fondo.

**Venezuela:** Todas las emisiones han de ser colocadas en Oferta Pública. Las entidades inversión colectiva pueden invertir en títulos valores privados objeto de oferta pública, de acuerdo con el art. 43 de normas relativas a las EIC y sus sociedades administradoras, que establece los límites de diversificación de sus inversiones.

### 7.3. Colocación de los valores emitidos: Tipos de emisiones

**Síntesis:** Los valores emitidos por las sociedades o fondos de titulación y fideicomisos se colocan, por regla general, a través de oferta pública, por lo que, en estos casos, deben cumplirse los requisitos que en cada país se establecen para realizar dicha oferta. También es posible, en determinados países, realizar colocaciones privadas de los valores de titulación.

**Argentina:** A efectos de mejorar la calidad crediticia de los valores, es decir reducir el riesgo, se suele utilizar dos técnicas:

- a) La emisión de clases diferentes con derechos específicos (estructura clásica: una clase de valores “senior” con un derecho de cobro preferente, una clase intermedia, subordinada a la senior, y una clase totalmente subordinada).
- b) La emisión de valores por un valor nominal menor al total de la cartera fideicomitida, lo que genera una sobregarantía que refuerza la posibilidad de pago.

Los Fondos Comunes Cerrados de Crédito, que es otra de las posibilidades para titular, regidos por el art. 78 de la Ley 24.441 que modificó la Ley 24.083 de Fondos Comunes de Inversión, están bajo la tutela de la CNV. Las cuotapartes de estos fondos se negocian en mercados autorregulados una vez obtenida la oferta pública. La colocación privada de títulos fiduciarios es posible, pero aún no ha sido objeto de regulación por parte de la CNV.

**Bolivia:** Los valores de titulación se emiten exclusivamente mediante oferta pública.

**Brasil:** Se establece el aseguramiento obligatorio para colocación pública de los valores. Hay colocación privada pero no se registra en la CVM, ni se considera operación del mercado de capitales, regulándose por el Código Civil.

**Colombia:** Las colocaciones pueden ser mediante oferta pública o colocación privada.



**Costa Rica:** Los valores de titulación se pueden emitir tanto mediante colocación privada: no sujeta a supervisión (criterio n° inversores), como mediante oferta pública y oferta pública restringida. Las empresas que se inscriban en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios con los requisitos establecidos para PYMES, deben colocar sus emisiones únicamente en oferta pública restringida.

**Chile:** No existen restricciones para la emisión de los valores de titulación. Por ello, puede darse en bolsa (conducida por un corredor de bolsa) o fuera de ella, directamente por el emisor o por un agente de valores o corredor de bolsa.

**El Salvador:** Según el Proyecto de Ley de Titularización de Activos, la titularizadora tendrá 180 días contados a partir de la fecha de la primera oferta pública para vender el 75% de los valores emitidos por ella, en representación del fondo, de lo contrario deberá proceder a liquidar el fondo de titularización. Si el representante de los tenedores de valores, dentro de los noventa días contados a partir de la primera oferta pública, no otorgare la certificación (constancia de que los bienes han sido transferidos al fondo), el fondo entrará en liquidación, aplicándose las normas sobre liquidación de fondos de titularización, salvo que la Superintendencia prorrogue dicho plazo hasta por noventa días adicionales, a solicitud de la titularizadora. Pendiente del otorgamiento de la certificación en mención, la titularizadora podrá modificar el contrato para reducir la emisión de valores al monto efectivamente colocado a esa fecha o proceder al rescate anticipado de todo o parte de los valores efectivamente colocados.

**España:** La mayor parte de las emisiones realizadas por los fondos de titulación están aseguradas, de tal manera que las entidades financieras aseguradoras intervinientes en la operación colocan los valores de manera discrecional. En muchos casos, las propias entidades originadoras suscriben una parte de los valores emitidos. La normativa en vigor también permite colocaciones privadas de los valores entre inversores cualificados.

**Honduras:** La colocación se determinará en el prospecto de información. Al no haberse estructurado ninguna titulación se desconoce. Tipo de emisiones no hay ninguna disposición al respecto.

**Nicaragua:** Las colocaciones pueden ser mediante oferta pública o colocación privada. De conformidad a la Ley de Mercado de Capitales cuando

los valores emitidos por el Fondo se coloquen exclusivamente entre compañías de seguros, bancos u otras entidades sujetas a supervisión prudencial, bastará comunicar el proceso y el nombre de las entidades participantes en el mismo al Superintendente, sin que se requiera tampoco la intervención de las agencias de calificación. En tal caso, la transmisión de los valores representativos del fondo, solo podrá hacerse entre entidades pertenecientes a esa misma categoría de inversionistas, sin que en ningún caso puedan traspasarse al público en general. Los valores de esos fondos tampoco podrán ser objeto de negociación en un mercado secundario organizado.

**Panamá:** Se indica que todas las titulaciones hipotecarias han sido colocadas a través de un mercado organizado.

**Perú:** Los valores de titulización se pueden emitir de dos maneras: a) Colocación pública: es objeto de registro en CONASEV (Comisión de Valores). El proceso de colocación es conducido por un intermediario bursátil (Sociedad Agente de Bolsa) y se realiza mediante subasta. b) Colocación privada: la emisión no se inscribe y los valores se negocian fuera de bolsa, aunque puede solicitarse su admisión.

**República Dominicana:** La oferta pública de valores titularizados debe de cumplir con las mismas exigencias legales respecto a la oferta pública, y debe ser previamente aprobada por la Superintendencia de Valores, y deberán negociarse directamente por sus emisores o en la Bolsa de Valores a través de los intermediarios de valores. La aprobación de la oferta pública estará limitada a que cumplan con todos los requisitos establecidos en la Norma que establece los requisitos de autorización e inscripción en el Registro de una Oferta Pública de Valores titularizados, entre los que se encuentran documentos legales del emisor bien sea una compañía titularizadora o una entidad facultada por la Ley, la documentación financiera del emisor, la calificación de riesgo de la cartera o activos titularizados, copia anulada del fascímil del valor y el proyecto de aviso de oferta pública.

#### 7.4. Negociación de los valores emitidos

**Síntesis:** Por regla general, los valores de titulización deben ser admitidos a negociación en un mercado secundario de valores, bursátil o de otro tipo, para garantizar su liquidez.

**Argentina:** Los valores fiduciarios pueden negociarse en las bolsas o mercados autorregulados. Por ello, las transacciones que se realicen en las bolsas o mercados autorregulados se liquidarán en los plazos establecidos por las entidades y aprobados por la CNV (típicamente T+3). Cuando la titulación se haya llevado a cabo a través de un Fondo Común Cerrado de Crédito y, dado que las cuotas partes que estos emiten, deben ser negociadas en bolsas o mercados autorregulados, la liquidación se efectuará en los plazos que tenga aprobados la bolsa o mercado. El fideicomiso quedará extinguido de acuerdo a lo previsto en el Capítulo VII de la Ley 24.441.

**Brasil:** Para las ofertas públicas de los valores de titulación, es necesario que los valores coticen en bolsa o en otro mercado organizado. Sin embargo, las negociaciones de estos valores son infrecuentes.

**Colombia:** La negociación de los valores de titulación no resulta obligatoria.

**Costa Rica:** La negociación de los valores de titulación es obligatoria para los instrumentos emitidos en oferta pública.

**Chile:** Los títulos son emitidos desmaterializados (sin existencia física) y son depositados en la única entidad de depósito y custodia de valores que realiza la liquidación tras verificar la existencia de los títulos y los fondos.

**España:** La normativa en vigor establece que los valores emitidos por los fondos de titulación tienen que cotizar en un mercado secundario organizado, que en el caso español se localiza en el mercado AIAF de renta fija privada y, para los fondos conocidos como FTGENCAT en la Bolsa de Barcelona. Existe una excepción a la norma general que permite que los valores que se enmarquen en operaciones privadas entre inversores cualificados no tengan que listarse en ningún mercado.

**Honduras:** Los modos de negociación de los valores emitidos deben determinarse en el prospecto de información. Al no haberse estructurado ninguna titulación se desconoce.

**Perú:** La negociación de los valores emitidos no es obligatoria.

**República Dominicana:** La negociación de los valores titularizados en el mercado primario, tal y como se ha mencionado, deberán negociarse directamente por sus emisores o en la bolsa a través de intermediarios de valores, y en el mercado secundario deberán ser negociadas a través de los intermediarios de valores registrados en la Superintendencia de Valores, de conformidad a lo establecido en la legislación de mercado de valores.

**Venezuela:** No todas las emisiones se han inscrito en la Bolsa por lo que algunas se negocian en el mercado OTC.

## 7.5. Instrumentos de mejora crediticia y garantía de los valores emitidos

**Síntesis:** En general, la mejora crediticia de los valores de titulación queda en manos de las entidades implicadas, que ofrecen garantías internas; sin perjuicio de que, en determinados casos, se exija que los valores emitidos cuenten con instrumentos externos de mejora crediticia, que pueden consistir en la subordinación, en suministros transitorios de liquidez, en la sobrecolateralización, etc.

**Argentina:** No existe obstáculo alguno para otorgar garantías adicionales al objeto de mejorar las posibilidades de cobro de los valores fiduciarios. Tales garantías pueden ser internas o externas con relación al fideicomiso:

- a) Por garantías internas debe entenderse la asignación de bienes adicionales al fideicomiso de manera que exista una sobre cobertura de los riesgos.
- b) Las garantías externas son aquellas en las cuales: se otorga una garantía personal por parte del fiduciante o un tercero, o cuando se constituye una garantía real para asegurar el cumplimiento de los servicios de los valores fiduciarios. Puede ser una hipoteca, una prenda o una afectación de bienes a un fideicomiso de garantía. En algunos pocos casos, como mecanismo particular de mejora del crédito, se registró la existencia de fianzas.

**Bolivia:** Los instrumentos de mejora crediticia y garantía de los valores emitidos son los siguientes: Subordinación, sustitución de cartera, fondo de liquidez,

contratos de crédito, aval, seguros de crédito, avales de terceros, exceso de flujo de caja. En el caso de titulación realizada por entidades financieras reguladas se citan las siguientes: subordinación (con el límite del importe menor entre el 20% de la emisión o de su patrimonio neto), sobrecolateralización y fondo de liquidez que no podrá exceder del 5% de la emisión.

**Brasil:** Los instrumentos de mejora crediticia y garantía de los valores emitidos son:

- a) Para los certificados de créditos inmobiliarios (CRI): fondos de reserva, liquidez, régimen de fiducia, subordinación, hipotecas, y alienación fiduciaria.
- b) Para los Fondos de Inversión en Derechos de Crédito (FIDC): sobrecolateralización, subordinación, cuentas de reserva, obligación del cedente.

**Colombia:** La reglamentación establece, salvo que se trate de emisiones dirigidas a inversionistas calificados, la obligación de adoptar mecanismos de apoyo crediticio internos o externos.

**Costa Rica:** Pueden utilizarse mecanismos de mejora crediticia internos (subordinación de las series —aunque no para fondos de inversión—, sobrecolateralización, cuentas de reservas, sustitución de cartera), o externos (líneas de liquidez, garantía del originador, avales o garantías de entidades financieras, aseguradoras y del Estado, contratos de fideicomiso mercantil de garantía, u otros que autorice el Superintendente.

**Chile:** De entre los instrumentos de mejora crediticia y garantía de los valores emitidos, el más utilizado es la emisión de deuda subordinada. Para activos hipotecarios utilizan el diferencial de tasas o la sobrecolateralización. Para créditos con revolving limitan el importe de la deuda a la cartera securitizada.

**España:** Los instrumentos de mejora crediticia y garantía de los valores emitidos no están predefinidos por la normativa, por lo que se recurre a unos u otros en función de las características concretas de cada operación. Entre las más habituales se pueden mencionar: la sobrecolateralización, subordinación de las distintas

series de valores, fondos de reserva, permutas financieras de tipos de interés, líneas de liquidez, avales y garantías de terceros, descuentos sobre el precio.

**Honduras:** Los instrumentos de mejora crediticia y garantía de los valores emitidos deben determinarse en el prospecto de información. Al no haberse estructurado ninguna titulación se desconoce.

**Nicaragua:** Conforme la Ley de Mercado de Capitales cualquier proceso de titularización requerirá de las coberturas internas (subordinación, cuenta de margen o reserva, etc) o externas (cartas de crédito, pólizas de seguro), así como de los mecanismos de liquidez necesarios para alcanzar y mantener la calificación crediticia que pretendan disfrutar los valores emitidos por el fondo.

**Panamá:** Se indica que, hasta la fecha, no han contado con este tipo de instrumentos de mejora crediticia y garantía de los valores emitidos.

**Perú:** Los Instrumentos de mejora crediticia y garantía de los valores emitidos pueden ser de dos tipos:

- a) Internas: subordinación de las series, sobrecolateralización, fondo de liquidez (cuentas de reserva), fondos de covenant, sustitución de activos, garantías del originador.
- b) Externas: garantías de entidades financieras, garantías de títulos valores, garantías hipotecarias, avales, pólizas de seguros, depósitos de terceros, cartas de crédito stand by, fideicomisos de usufructo.

**República Dominicana:** La determinación de los instrumentos de mejora crediticia y garantía de los valores emitidos esta pendiente de normativa de acuerdo al tipo de titularización. Para la emisión de oferta pública de valores titularizados la normativa establece que es a opción del emisor si existirán o no garantías y/o mecanismos de cobertura adicionales a los créditos que respaldan la emisión de valores titularizados, debiendo de describir su naturaleza jurídica, el monto estimado con su respectivo fundamento, procedimiento y plazo para su constitución, procedimiento de sustitución, modificación o renovación.

**Venezuela:** De conformidad con nuestra Normativa, dependiendo de la naturaleza del activo subyacente, la Comisión Nacional de Valores, podrá solicitar al ente emisor, que garantice el cumplimiento de sus obligaciones, mediante la adopción de alguno de los siguientes mecanismos de cobertura: 1. Garantía General; 2. Garantía de Margen o Adicional; 3. Exceso de Flujo de Fondos; 4. Sustitución de Activos; 5. Contratos de Apertura de Crédito; 6. Póliza de Seguro y 7. Fideicomiso de Garantía.

## 7.6. Calificación crediticia de los valores emitidos

**Síntesis:** En algunos países y para todas o determinadas categorías de valores de titulación, se exige que se realice su “rating” o calificación crediticia y que ésta alcance determinados niveles de calidad. En la mayor parte de los países implicados en este Estudio, las agencias de calificación crediticia suelen estar inscritas en los registros de las autoridades supervisoras de los mercados de valores, donde constan sus metodologías de calificación. Además, suele exigirse una actualización periódica de las calificaciones.

**Argentina:** La calificación crediticia en el caso argentino no es un requisito de la Ley 24.441, ni de la CNV, pero lo ha impuesto recientemente la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA) para algún tipo de valores fiduciarios que quieran negociarse en ella. La calificadora de riesgo, siguiendo el manual de calificación específico, registrado ante la CNV, examina la cartera y otorga un dictamen independiente (calificación) sobre los valores a emitir. De optarse por calificar los valores a emitir, no podrá prescindirse de la calificación hasta la cancelación total de los mismos, salvo consentimiento unánime de sus tenedores.

**Bolivia:** La calificación crediticia de los valores emitidos es obligatoria para los valores de deuda.

**Brasil:** Las cuotas de los FIDC colocadas al público deben tener calificación por una agencia de rating, actualizada trimestralmente. Para los CRI, no es obligatoria, pero en caso de existir, debe ser también divulgada y actualizada trimestralmente.

**Colombia:** Salvo en las acciones, es obligatorio que los valores emitidos sean calificados por una calificadoradora debidamente autorizada por la Superintendencia Financiera.

**Costa Rica:** La calificación crediticia de los valores emitidos para oferta pública es obligatoria. Las emisiones procedentes de PYMES inscritas en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios Financieros se califican anualmente, las emisiones de otras entidades así como las participaciones de los fondos de inversión, se califican semestralmente.

**Chile:** La calificación crediticia de los valores emitidos es obligatoria. Los títulos de deuda de securitización deberán contar con dos clasificaciones de riesgo ininterrumpidas mientras se encuentren vigentes dichos títulos.

**El Salvador:** De acuerdo al Proyecto de Ley de Titularización de Activos, los valores emitidos con cargo al Fondo deberán ser sometidos a un proceso continuo de clasificación de riesgo, por una entidad de riesgo inscrita de conformidad a la Ley del Mercado de Valores.

**España:** Al igual que ocurre con la admisión a negociación de los valores, la normativa obliga a que los valores emitidos por los fondos de titulación estén calificados al menos por una agencia de rating, salvo en las operaciones privadas entre inversores cualificados.

**Honduras:** Debe obtenerse la calificación en el caso de emisión de valores representativos de derechos crediticios y valores que representen un derecho de participación de un patrimonio fideicomitido formado por uno o más créditos.

**Nicaragua:** La calificación crediticia de los valores emitidos es obligatoria por la Ley del Mercado de Capitales. Mientras el fondo siga vivo, la calificación deberá actualizarse anualmente y también procederá dicha actualización en todos los casos en los que se introduzcan modificaciones no previstas en el prospecto de emisión de los valores del fondo.

**Panamá:** No se exige la calificación crediticia de los valores emitidos.



**Perú:** Se exigen 2 calificaciones crediticias por lo general en las ofertas públicas. En la titulación es obligatoria para valores de contenido crediticio y para valores de participación cuando el patrimonio esté formado por uno o más créditos. Si se trata de otro tipo de valores, la calificación es opcional.

**República Dominicana:** La oferta pública de valores titularizados deberá contar con una calificación de riesgo de la cartera o activos titularizados (no los valores emitidos) emitida por una compañía calificadora autorizada. Las calificaciones deberán revisarse de forma trimestral o con otra periodicidad que determine la Superintendencia.

**Venezuela:** Las normas dejan a juicio de la Comisión Nacional de Valores (CNV) el exigir o no una calificación de riesgo. La CNV ha adoptado como criterio solicitar en todos los casos una calificación. Las calificaciones se revisan semestralmente.

## VIII. SUPERVISIÓN PÚBLICA DE LOS PROCESOS DE TITULIZACIÓN

### 8.1. Entidades supervisoras

**Síntesis:** La supervisión de los procesos de titulación corresponde, en todos los países, a la autoridad competente de control del mercado de valores respectivo, por cuanto se instrumenta mediante una estructura típica financiera (como el fideicomiso) y se traduce en la emisión de los valores por el vehículo titularizador y su colocación se realiza mediante oferta pública. Además, dado que, en algunos países, los valores de titulación se admiten a negociación en mercados secundarios de valores, sean bolsas o mercados autorregulados, también intervienen en la supervisión los organismos rectores de tales mercados. Por último, hay que recordar la directa implicación de las autoridades de supervisión bancaria en la vigilancia de estos procesos de titulación tanto porque los acreedores originarios suelen ser bancos, entidades de crédito o entidades financieras sujetas a su supervisión (por lo que la separación del balance de los créditos cedidos se somete al criterio de tales autoridades bancarias) como porque los créditos que se titulan suelen proceder de operaciones bancarias, contar con garantías hipotecarias y negociarse, en ocasiones, en mercados hipotecarios sujetos a su supervisión.

**Argentina:** Si se estructura como Fideicomiso financiero o Fondos Comunes de Crédito, la autoridad de aplicación es la CNV, según el art. 19 de la Ley 24.441. Si los valores fiduciarios van a negociarse en una entidad autorregulada deberán cumplir el reglamento que al efecto tenga la misma. En el caso de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, específicamente se tratará a través del reglamento de cotización de valores fiduciarios.

**Bolivia:** La autoridad supervisora de la titulación es la Superintendencia de Valores, Seguros y Pensiones para su regulación y supervisión. Para el caso de las entidades financieras, la Superintendencia de Bancos tiene facultades de reglamentación para su participación.

**Brasil:** Las autoridades supervisoras de la titulación son la CVM (Comisión de Valores) en los aspectos operacionales, el Banco Central de Brasil, en la regulación de su utilización por los bancos y el Fisco.

**Colombia:** La autoridad supervisora de la titulación es la Superintendencia Financiera.

**Costa Rica:** La autoridad supervisora de la titulación es la Superintendencia General de Valores. No obstante, si los cedentes son entidades financieras, tiene que dar el visto bueno la Superintendencia General de Entidades Financieras.

**Chile:** La autoridad supervisora de la titulación es la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS).

**El Salvador:** De acuerdo al Proyecto de Ley de Titularización de Activos, la autoridad supervisora de la titulación será la Superintendencia de Valores.

**España:** La supervisión de los fondos de titulación y de las sociedades gestoras corresponde a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).

**Honduras:** La autoridad supervisora de la titulación es la Comisión Nacional de Bancos y Seguros.

**Nicaragua:** La autoridad supervisora de la titulación es la Superintendencia de Bancos. Asimismo, puede desarrollar las normas relativas a los procesos de titulación.

**Nicaragua:** La autoridad supervisora de la titularización es la Superintendencia de Bancos y de Otras Instituciones Financieras. Asimismo, es la encargada de desarrollar las normas relativas a los procesos de titularización.

**Panamá:** La Comisión Nacional de Valores es la encargada de regular y supervisar las titulaciones. Además, la licencia fiduciaria y la aplicación de la normativa relativa a la fiducia corresponde a la Superintendencia de Bancos.

**Perú:** CONASEV (Comisión de Valores) ejerce el control y la supervisión de las personas que intervienen en la titulación. Está facultada para emitir normas y además autoriza y supervisa a las sociedades tituladoras.

**República Dominicana:** La autoridad supervisora de la titulación es la Superintendencia de Valores (SIV). Para el caso de las entidades financieras, cuentan adicionalmente con la supervisión de la Superintendencia de Bancos.

**Venezuela:** La autoridad supervisora de la titulación es la Comisión Nacional de Valores (CNV).

## **8.2. Proceso de autorización y registro de las sociedades, los fondos y fideicomisos de titulación**

**Síntesis:** En el área iberoamericana se contempla cómo el nacimiento de los procesos de titulación parte de la simultaneidad de dos actos jurídicos diferenciables que son la cesión de los créditos por los acreedores originarios al activo de la sociedad, fideicomiso o fondo de titulación y la emisión de valores que constituyen el pasivo de estos vehículos especiales de titulación. Pues bien, ambos actos están sometidos a control público que se traduce en el cumplimiento de los requisitos comunes a las emisiones y ofertas públicas de valores (fundamentalmente, la elaboración de un folleto informativo) ante las entidades supervisoras de los respectivos mercados de valores. Por otro lado, el

desarrollo y la extinción de las sociedades, fideicomisos o fondos de titulación también esta supervisada por las autoridades públicas.

**Argentina:** El capítulo XV de las normas de la CNV regula a los Fideicomisos y establece los requisitos para obtener la inscripción en el registro como Fiduciario Financiero así como los requisitos y procedimiento de autorización de los Fideicomisos Financieros.

**Bolivia:** En primer lugar, las sociedades emisoras deben inscribirse como tales en el Registro del Mercado de Valores. Adicionalmente, para la autorización de la emisión, deberán aportarse los siguientes requisitos: copia del contrato de cesión de bienes o activos, descripción de los activos que conforman el patrimonio y procedimiento utilizado para su valoración, copia de las garantías o mecanismos de cobertura, relación de gastos del patrimonio autónomo, calificación de riesgo si se trata de valores de contenido crediticio, folleto informativo y proyecto de aviso de oferta pública.

**Brasil:** Sólo son objeto de registro en la CVM las ofertas públicas, no las privadas, que se regulan por el código civil. El régimen de registro de las ofertas es automático a los 5 días de la solicitud hecha por el administrador del fondo.

**Colombia:** Se autoriza la inscripción de los valores emitidos en procesos de titulación en el Registro Nacional de Valores y Emisores para realizar una oferta pública y/o ir a Bolsa.

**Costa Rica:** Se debe presentar la solicitud, prospecto, calificación de riesgos, información financiera anual e intermedia, acuerdos sociales notarizados y otra documentación de orden administrativo (art 24 del Reglamento sobre Oferta Pública de Valores), asimismo, se debe adjuntar el contrato de cesión de activos, los criterios de la selección de la cartera de activos, historial de la cartera de activos (si tiene antigüedad menor a dos años, se presenta el historial de la cartera del originador), valoración financiera de la cartera y estimación del flujo que generará.

**Chile:** La Sociedad Securitizadora (SS) remite a la SVS una solicitud de inscripción en el Registro de Valores compuesta por un Contrato de Emisión, un

Prospecto de Emisión y Antecedentes Adicionales. La SVS revisa la documentación y emite reparos a través de un Oficio Ordinario. Tras la corrección de los mismos se inscribe la emisión en el Registro de Valores lo que se acredita con un Certificado de Inscripción.

**El Salvador:** Según el Proyecto de Ley, se requerirán: i) constitución e inscripción, una vez obtenido el permiso de la Superintendencia y ii) integración de los activos en el Fondo, cuando el representante de los tenedores de los valores emite una certificación de que los bienes han sido transferidos al fondo, libres de gravámenes, prohibiciones y embargos. En vez de escritura pública, lo que hay es un contrato de titulación elevado a público.

**España:** La constitución de los fondos de titulación se somete con carácter previo a un proceso de verificación y registro por la CNMV, de una serie de documentos semejante al previsto con carácter general para las emisiones de valores en el Título III de la Ley del Mercado de Valores y en el Real Decreto 1310/2005, que será aplicable con carácter supletorio. En este sentido, la sociedad gestora del fondo de titulación deberá presentar ante la CNMV, para la verificación por parte de la misma y posterior incorporación a sus registros públicos, los siguientes documentos: una comunicación del proyecto de constitución del fondo; los documentos acreditativos precisos para su constitución y de los activos agrupados en el mismo; el proyecto de escritura pública de constitución; los informes sobre los activos que se integraran en el fondo elaborados por la propia sociedad gestora, por los auditores de cuentas o por otros expertos independientes con aptitud suficiente a juicio de la CNMV; los informes sobre la calificación crediticia de los pasivos emitidos por el fondo, elaborados por las agencias reconocidas ante la CNMV; y un folleto informativo ajustado al modelo europeo. Una vez verificados y registrados por la CNMV los anteriores documentos, la sociedad gestora deberá otorgar la escritura pública de constitución del fondo, en la cual deberán identificarse y describirse las características de su patrimonio tanto en los aspectos de su activo como de su pasivo, añadiendo las operaciones previstas a lo largo de su vida y las reglas para la liquidación del mismo. Una vez otorgada la escritura de constitución, la sociedad gestora podrá presentarla para su inscripción en el Registro Mercantil (art.5 y ss. del Real Decreto 926/1998). Durante la vida del fondo, su sociedad gestora deberá depositar sus cuentas anuales en el Registro Mercantil y aportar a la CNMV las mismas con sus correspondientes informes de auditoría. En particular, los FTA

de emisión sucesiva o ampliables por el pasivo deberán presentar certificaciones complementarias análogas para representar por medio de anotaciones en cuenta las sucesivas emisiones de valores (art.6.3 del Real Decreto 926/1998). En los fondos abiertos por el activo toda nueva incorporación requiere también de la verificación de la CNMV. La extinción de los fondos de titulación comienza por su disolución, que puede obedecer a causas voluntarias (las previstas en la escritura de constitución o la amortización íntegra de su activo si se trata de un FTA cerrado) o a causas forzosas, que, a su vez, pueden afectar tanto al propio FTA (circunstancias excepcionales que imposibiliten su equilibrio financiero o impago indicativo de un desequilibrio grave) como a su sociedad gestora (sustitución forzosa de la misma por suspensión de pagos o quiebra). Cuando concurra una causa de disolución del fondo, su sociedad gestora deberá proceder, previa información a la CNMV, a su liquidación conforme a lo previsto en la escritura de constitución (art.11 del Real Decreto 926/1998).

**Honduras:** El acto constitutivo del fideicomiso (mediante escritura pública), los valores que éste emita y los valores emitidos por las SPE deben inscribirse en el Registro Público del Mercado de Valores. Para ello deben remitir determinada información.

**Nicaragua:** La constitución de cualquier fondo de Titularización deberá ser previamente autorizada por el Superintendente y deberá hacerse mediante escritura pública, suscrita por la entidad o entidades originadoras de los activos y por la sociedad administradora del fondo, el prospecto y el resumen del mismo, en original y copia; el código ISIN; así como aquellos otros requisitos indicados en la resolución de inscripción emitida por el Superintendente. El contenido mínimo de la escritura de constitución del fondo se encuentra detallado en el artículo 115 de la Ley de Mercado de capitales.

**Panamá:** Procedimiento regulado en el Acuerdo No.6-00 de 19 de mayo de 2000 (normativa general de ofertas públicas). Debe registrarse un prospecto informativo para el registro y una actualización mediante suplemento si acontece algún hecho relevante o prospecto anual en caso de que continúe ofreciendo valores.

**Perú:** En el caso de Ofertas Públicas, es requisito indispensable el registro del Acto Constitutivo del Fideicomiso de Titularización en los Registros Públicos

correspondientes y la Inscripción de los Valores en el Registro Público del Mercado de Valores, debiendo aportar lo siguiente: acuerdos sociales, folleto informativo, contrato constitutivo del fideicomiso, contratos financieros asociados, los 2 últimos estados financieros auditados del fondo (o por el tiempo de existencia), debiendo constar en el último ejercicio con opinión favorable y dos calificaciones de riesgo en su caso.

**República Dominicana:** La sociedad tituladora, las entidades jurídicas facultadas por la ley a realizar procesos de titularización y los patrimonios separados conformados a los fines de titularización, deben cumplir con los requisitos establecidos por la Norma de autorización e inscripción en el Registro de una oferta pública de valores titularizados, presentando ante la Superintendencia de Valores la documentación legal, societaria, financiera y operativa necesaria para su evaluación y aprobación. La SIV, una vez que la compañía deposite los documentos cuenta con un plazo de 30 días para aprobar la emisión de oferta pública de valores titularizados. Se entenderá cumplida la obligación de conformar totalmente el activo del patrimonio separado de la compañía, cuando la SIV reciba el certificado que al efecto deba otorgar el representante de tenedores de valores, en el que conste que los bienes que conforman el activo separado se encuentran debidamente aportados y en custodia, libre de gravámenes o embargos, que se han cumplido todos los requisitos establecidos en el contrato de emisión o en la documentación complementaria y que se han constituido los aportes adicionales pactado, si fuera el caso. Una vez la Superintendencia de Valores haya recibido dicho certificado, corresponderá a la compañía tituladora colocar los valores titularizados y percibir el pago correspondiente.

**Venezuela:** Es similar al aplicable al resto de títulos valores: el originador presenta una solicitud a la que la CNV tiene 30 días para responder. Al autorizarse, la CNV ordena su registro en el Registro Nacional de Valores y el emisor tiene tres meses para iniciar la colocación y seis para culminarla.

### 8.3. Supervisión de las sociedades, fondos y fideicomisos de titularización

**Síntesis:** La supervisión de los vehículos de titularización se proyecta en dos momentos: primero, en el momento de acceso o registro de los fondos, fideicomisos o sociedades y de los valores de titularización que se emiten; y, segundo,

durante el desarrollo de los vehículos y la vida de los valores emitidos. En ambos casos, el instrumento esencial de supervisión consiste en la información que deben suministrar los gestores de los vehículos a la autoridad de supervisión del mercado de valores respectiva tanto en el momento inicial como sucesivamente, con periodicidad variable. Además, hay que tener en cuenta la necesaria coordinación de las autoridades de supervisión de los mercados de valores con las autoridades bancarias, dada la implicación en los procesos de titulación, como acreedores originarios, de los bancos, entidades de crédito y entidades financieras en general.

**Argentina:** El capítulo XV de las Normas de la CNV reglamenta el Fideicomiso Financiero. Allí se establecen los requisitos para obtener el registro como Fiduciario Financiero, así como el régimen de información periódico. Le rigen además las normas de prevención de lavado de activos del Capítulo XXII de las Normas de la CNV. Por último, se le aplican también las Normas del Capítulo XXI sobre Transparencia en el ámbito de la Oferta Pública.

**Bolivia:** Obligatoriedad de aportar la información periódica del patrimonio autónomo: estados financieros mensuales, estados financieros anuales y semestrales con auditoría externa. Comunicación de hechos relevantes que puedan afectar al patrimonio autónomo. Las Sociedades de Titularización deben presentar semestralmente una rendición de cuentas del uso de los activos del Patrimonio autónomo de Titularización.

**Brasil:** los administradores deben enviar a la CVM los estados financieros mensuales y los anuales auditados, bien como informes trimestrales de los directores responsables del fondo, acompañados de la actualización del rating. Todo es enviado por internet y queda a disposición del público en la página web de la Comisión.

**Costa Rica:** Los emisores (fondos de inversión, fideicomiso, empresa tituladora y garantes) deben aportar estados financieros anuales auditados, así como estados financieros intermedios. Si hay garantías reales o fideicomisos de garantía, deberán aportarse actualizaciones de las certificaciones de bienes, avalúos e informes de cumplimiento del fiduciario.

**Chile:** La SVS establece requisitos de información continua tanto para las Sociedades Securitizadoras como para el representante de los tenedores de los



títulos. Dicha información se publica en la página web de la SVS. Asimismo, la SVS elabora mensualmente un informe referente a la deuda vigente emitida por entidades securitizadoras.

**Colombia:** Los emisores, incluyendo los de los procesos de titularización, están cobijados con los requisitos generales de información periódica y relevante, información que es pública y es la base para la supervisión de los mismos.

**El Salvador:** De acuerdo al Proyecto de Ley, se prevé la obligatoriedad de aportar estados financieros anuales auditados y estados semestrales.

**España:** La supervisión de los fondos y sus sociedades gestoras se concreta básicamente en: análisis de las cuentas anuales auditadas de ambas figuras, revisión de información pública periódica, registro de hechos relevantes y visitas in situ a las sociedades gestoras para revisar sus medios y sistemas de control interno.

**Honduras:** Los fideicomisos de titulación deberán poner a disposición del público e inversionistas y remitir a la Comisión determinada información financiera y corporativa, así como hechos esenciales. La inscripción de un valor respaldado por una SPE también genera la obligación de presentar la información que le corresponde como emisor de valores y otras informaciones adicionales.

**Nicaragua:** Está pendiente de desarrollar la normativa sobre los requisitos de información y transparencia. En todo caso, la supervisión e inspección corresponde a la Superintendencia de Bancos y de Otras Instituciones Financieras. La redacción de las normas a las que deberán sujetarse dichas entidades son competencia del Consejo Directivo de la Superintendencia de Bancos y de Otras Instituciones Financieras.

**Panamá:** Se exige la presentación trimestral de Informes de actualización del cual forman parte los estados financieros intermedios. Anualmente, debe presentarse un Informe de Actualización con estados financieros auditados y declaración jurada de responsabilidad.

**Perú:** Deberán aportarse estados financieros trimestrales y anuales auditados, junto con indicadores financieros trimestrales, cambios de los órganos de

administración o supervisión, informe trimestral sobre activos, modificaciones a las cláusulas relativas al fideicomiso o modificaciones relativas a los contratos o participantes.

**República Dominicana:** El titulizador deberá cumplir con todas las disposiciones establecidas para los emisores de valores de oferta pública y deberá remitir respecto a sí mismo y respecto a cada patrimonio separado que administre información financiera y corporativa, cambios de los órganos de administración, así como cualquier modificación societaria, además de cualquier hecho relevante. El Representante de Tenedores también deberá remitir a la SIV información sobre las Asambleas efectuadas, un informe anual y documentos sobre cambios en las garantías.

**Venezuela:** Se lleva a cabo por la CNV con las mismas normas aplicables a cualquier emisor de títulos valores, incluyendo las normas para la transparencia del mercado.