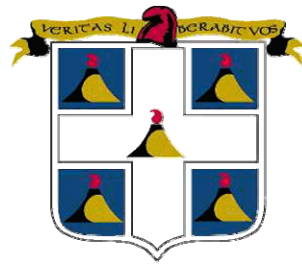


**UNIVERSIDAD CENTROAMERICANA  
UCA**

**FACULTAD DE CIENCIAS JURIDICAS**



**ANÁLISIS JURÍDICO DE LOS FONDOS DE TITULARIZACIÓN  
EN EL SISTEMA NICARAGÜENSE**

Escrito monográfico para la obtención del Título de Licenciada en Derecho con  
mención en Derecho Económico

Autores: Leyla Alejandra Chavarría Chow  
Gaudy Elizabeth Bermúdez Traña

Tutor: Dr. Jesús Jusseth Herrera

Managua, Nicaragua  
Septiembre, 2010

## Agradecimientos

Le doy infinitas gracias a *Dios*, día a día demuestras tu amor por mí, sin tu luz que me guía hoy yo no sería quien soy....

A mi abuelo que en paz descanse, fuente de inspiración, tu amor y sabiduría fueron ejemplares....

A mi Familia; mis padres a los cuales amo, gracias por enseñarme a vivir, a mis hermanos compañeros de vida y amigos eternos.

A mis incondicionales amigos, gracias por estar conmigo en todo momento ha sido una bendición tenerlos en mi vida, los adoro a todos. En especial gracias Mauricio.

En especial a mi compañera de tesis y amiga *Leyla Chavarría* compañera ejemplar, que con sus ideas e inteligencia me animaron y aprendí tantas cosas. Gracias por brindarme tu cariño y paciencia para ayudarme a culminar este trabajo, definitivamente *Dios* te puso en mi camino.

*Gaudy Bermúdez Traña*

*Las Palabras más Claras  
son aquellas que encierran verdad.*

*El Sentimiento más  
Grandioso es el llamado amor. Alegría, verdad,  
amor.*

Gracias Dios por darme fortaleza cuando parecían agotarse mis anhelos, por darme luz en mis momentos de duda.

No puedo dejar de agradecer a nuestro tutor el Doctor Jesús Herrera, quien corrigió minuciosamente el presente trabajo e impulsó para destacar la calidad de este estudio.

Debo especialmente a mi familia infinitas gracias, por su comprensión, sus contagiosos ánimos, sus consejos que guardo para toda la vida en mi corazón y por sobre todo su incondicional amor. Sin lugar a dudas ellos son mi más bella y eterna inspiración para la excelencia. Papá, Mamá, Hermano este primer logro y el éxito que esta por venir es por ustedes.

*Leyla Chavarría Chow*

*Sólo aquellos que se arriesgan a ir demasiado lejos  
pueden descubrir qué tan lejos  
se puede llegar.*

*Thomas Sterns Eliot*

## ÍNDICE

<b>INTRODUCCIÓN</b> .....	<b><u>1</u></b>
<b>OBJETIVOS</b> .....	<b><u>3</u></b>
<b>DISEÑO METODOLÓGICO</b> .....	<b><u>4</u></b>
<b><u>CAPÍTULO I. MERCADOS FINANCIEROS</u></b> .....	<b><u>5</u></b>
<b>I.1. Función, Noción y Características de los Mercados Financieros</b> .....	<b><u>5</u></b>
<b>I.1.A. Noción de Mercados Financieros</b> .....	<b><u>5</u></b>
<b>I.1.B. Características de Mercados Financieros</b> .....	<b><u>7</u></b>
<b>I.1.C. Clasificación de los Mercados Financieros</b> .....	<b><u>8</u></b>
<b>Mercados de Dinero y Mercados de Capitales</b> .....	<b><u>8</u></b>
<b>Mercado Crediticio y Mercado de Valores</b> .....	<b><u>9</u></b>
<b>Tipos de Organización de los Mercados Financieros (Mercados Complementarios y Mercados Derivados)</b> .....	<b><u>13</u></b>
<b>I.1.D. Mercados de Valores</b> .....	<b><u>18</u></b>
<b>I.1.E. Mercado de Valores Nicaragüense</b> .....	<b><u>22</u></b>
I.E.1. Desarrollo Histórico.....	<b><u>22</u></b>
I.E.2. La Regulación del Mercado de Valores en Nicaragua.....	<b><u>25</u></b>
I.E.3. Mercados Secundarios Organizados.....	<b><u>33</u></b>
1.E.3.A. Bolsas de Valores.....	<b><u>34</u></b>
1.3.2.1.B.2 Puestos de Bolsas.....	<b><u>35</u></b>
<b>I.2. Títulos Valores</b> .....	<b><u>39</u></b>
I.2.1. Teoría General de los Títulos Valores.....	<b><u>40</u></b>
I.2.2. Notas Características.....	<b><u>41</u></b>
I.2.3. Ley General de Títulos Valores.....	<b><u>46</u></b>
I.2.4. Valores Mobiliarios.....	<b><u>46</u></b>
I.2.4.A. Definición.....	<b><u>47</u></b>
I.2.4.B. Características de los Valores Mobiliarios.....	<b><u>48</u></b>
I.2.4.C. Régimen Jurídico Nicaragüense de los Valores Mobiliarios.....	<b><u>50</u></b>
I.2.5. Anotaciones Electrónicas en Cuenta y la Desmaterialización de los Títulos Valores .....	<b><u>52</u></b>

<b><u>CAPITULO II. TITULARIZACIÓN DE ACTIVOS Y FONDOS DE TITULARIZACIÓN</u></b> .....	<b><u>54</u></b>
<b>II.1. TITULARIZACIÓN DE ACTIVOS</b> .....	<b><u>54</u></b>
II.1.1.A. Titularización de Activos en España.....	<b><u>56</u></b>
II.1.1.B. Reglamentación Comunitaria Europea.....	<b><u>58</u></b>
II.1.1.C. Antecedentes de Titularización Inmobiliaria en Nicaragua.....	<b><u>60</u></b>
II.1.2. Concepto de Titularización.....	<b><u>63</u></b>
II.1.3. Metamorfosis de los Activos.....	<b><u>65</u></b>
II.1.4. Fideicomiso Financiero.....	<b><u>66</u></b>
<b>II.1.5. PROCESO DE TITULARIZACIÓN</b> .....	<b><u>68</u></b>
II.1.5.A Originación.....	<b><u>68</u></b>
II.1.5.B. Cesión de Activos.....	<b><u>69</u></b>
▪ “Venta Versus Préstamo Garantizado- <i>True Sale</i> versus <i>Secured Loan</i> ”.....	<b><u>70</u></b>
II.1.5.C Estructuración de Activos.....	<b><u>73</u></b>
II.1.5.D. Calificación de Riesgo Crediticio.....	<b><u>74</u></b>
i. <b>Características del Activo Subyacente</b> .....	<b><u>75</u></b>
ii. <b>Resguardos y Garantías</b> .....	<b><u>76</u></b>
iii. <b>Administración de los activos</b> .....	<b><u>77</u></b>
iv. <b>Seguridad Jurídica</b> .....	<b><u>78</u></b>
<b>II.1.6. Sujetos Intervinientes en el Proceso de Titularización</b> .....	<b><u>78</u></b>
II.1.6.A. EL ORIGINADOR.....	<b><u>78</u></b>
II.1.6.B. VEHICULO DE PROPÓSITO ESPECIALIZADO.....	<b><u>79</u></b>
II.1.6.C. ESTRUCTURADOR.....	<b><u>82</u></b>
II.1.6.D. CALIFICADORA DE RIESGO.....	<b><u>83</u></b>
II.1.6.E. COLOCADOR.....	<b><u>83</u></b>
II.1.6.F. INVERSIONISTA.....	<b><u>84</u></b>
<b>II.2. FONDOS DE TITULARIZACIÓN</b> .....	<b><u>85</u></b>
<b>II.2.1. Naturaleza Jurídica</b> .....	<b><u>85</u></b>
<b>II.2.2. Elementos Característicos de los Activos que Conforman los Fondos de Titularización</b> .....	<b><u>89</u></b>

II.2.3. Estructuración del Patrimonio.....	<u>91</u>
II.2.4. Clasificación de los Fondos de Titularización.....	<u>92</u>
II.2.5. Naturaleza Jurídica de los Valores Emitidos por el VPE.....	<u>93</u>
II.2.6. Ordenamiento Jurídico Nicaragüense.....	<u>94</u>
II.2.7. La Titularización de Activos y su interacción en el Mercado de Valores.....	<u>104</u>
<hr/>	
<b><u>CAPÍTULO III. EXPERIENCIA INTERNACIONAL</u></b>	
III.1. CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL 2008.....	<u>108</u>
III.2.A. Organización Internacional de Comisiones de Valores- IOSCO.....	<u>112</u>
III.2.B. BASILEA.....	<u>115</u>
III.3. Contexto Normativo Nicaragüense tras la Crisis Financiera.....	<u>120</u>
<hr/>	
<b>CONCLUSIONES</b>	<u>124</u>
<b>RECOMENDACIONES</b>	<u>128</u>
<b>BIBLIOGRAFÍA</b>	<u>132</u>

## **HIPÓTESIS**

Las disposiciones sobre Fondos de Titularización contenidas en el Título VI “Titularización de Activos” de la Ley de Mercados de Capitales, se caracterizan por tener un alcance muy limitado en cuanto a contenido y esquema de procedimientos, por lo que representa para los empresarios un difícil acceso a este instrumento financiero.

## INTRODUCCIÓN

La Titularización de activos, por ser en un primer plano una herramienta de ingeniería financiera, debe contemplarse desde la óptica financiera y económica, aspectos contables que van más allá de la rama del Derecho. Se notará en el desarrollo del presente estudio una nueva perspectiva de rentabilidad que propone la innovación y crecimiento económico mundial, con la creciente internacionalización de los mercados financieros, respetando los límites creados por los sistemas de controles de capitales.

La Asamblea Nacional de la República de Nicaragua, en fecha del 26 de Octubre del 2006 aprobó la Ley de Mercados Capitaes, Ley No. 587, publicado el 15 de Noviembre del mismo año, posteriormente, la Superintendencia de Bancos y Otras Instituciones Financieras publicó la Resolución No. CD-SIBOIF- 498-1-SEP5-2007 “NORMA SOBRE SOCIEDADES ADMINISTRADORAS Y FONDOS DE TITULARIZACION”, aprobada el 5 de Septiembre del 2007.

En la entrevista realizada por la revista Summa con el Doctor Raúl Lacayo Solórzano, ex - Presidente del Puesto de Bolsa INVERNIC, uno de los principales economistas y empresarios bursátiles nicaragüenses, había reconocido el gran avance que significaba para la economía nicaragüense la reciente aprobación de la Ley de Mercados Capitaes, puesto que permitía el establecimiento de infraestructura institucional de las empresas calificadoras de riesgo y empresas administradoras de Fondos de Titularización.

La Ley de Mercados Capitaes posee la potencialidad de ofrecer financiación mas barata para los empresarios. Los problemas de iliquidez que afrontan las empresas muchas veces son originados por las restricciones al rendimiento de cartera de la misma empresa y a limitaciones del aprovechamiento de las ventajas



de la diversificación de portafolio que puede ser explicado por la ausencia de títulos en el mercado. En este sentido, es de suma importancia contar con un régimen jurídico que establezca con claridad la ejecución de la dinámica o proceso de titularización.

Siempre es necesario tomar en cuenta la realidad del marco macroeconómico que enfrenta Nicaragua, y es aún más imperioso revisar este contexto a la hora de que nuestros legisladores procedan a dictar una norma. He aquí un problema, la discordancia entre lo establecido en el ordenamiento jurídico y las posibilidades reales para implementar los mecanismos legales ofrecidos en la norma; de modo que es un reto de todos los sectores del país procurar lo siguiente: mantener en Nicaragua un marco macroeconómico estable.

Con todo, la dificultad que procuramos abarcar en el emprendimiento del presente estudio es la insuficiente regulación escasa de sustantividad que no prevé obligaciones puntuales para cada una de las partes.

El presente estudio pretende poner en evidencia las lagunas, vacíos y contradicciones existentes en la regulación de los Fondos de Titularización, así también exponer los obstáculos legales y contextuales que no permiten desarrollar la tendencia titularizadora en nuestra economía.

## Análisis Jurídico de los Fondos de Titularización en el Sistema Nicaragüense

### Objetivo General:

**Analizar críticamente la naturaleza y régimen jurídico de los “Fondos de Titularización” como una actividad financiera alterna, rentable y novedosa de fortalecimiento económico del país.**

### Objetivos Específicos:

- **Indagar el origen, la evolución histórica y la noción actual de los Fondos de Titularización, asimismo su estrecha relación con los títulos valores y los mercados de valores.**
- **Analizar críticamente el régimen jurídico vigente en la materia de Fondos de Titularización, en particular los negocios jurídicos que nacen de las relaciones jurídico-económicas entre los participantes de la actividad; del mismo modo, analizar los sujetos que intervienen en la dinámica de la Titularización, definiendo el papel que juega cada uno y las obligaciones que emanan de las relaciones que los vinculan.**
- **Poner en evidencia, a través del método de Derecho Comparado, los vacíos, contradicciones e inconsistencias en materia de Fondos de Titularización.**

## DISEÑO METODOLÓGICO

La presente investigación se desarrolla bajo la idea de que la titularización puede facilitar a las instituciones la obtención de una significativa reducción en sus costos financieros, al proporcionar acceso a recursos del mercado de valores a un menor costo.

La investigación abarca un análisis jurídico del marco regulatorio de los Fondos de Titularización, por lo que el procedimiento lógico analítico y crítico se orienta a la recopilación de datos, análisis y presentación de resultados coherentes.

Del mismo modo, se recurre a las experiencias de otros países, determinando el régimen legal en que se desarrolló el esquema de Titularización y las circunstancias que permitieron una mejor implementación de esta figura de ingeniería financiera.

Se enfoca la atención no sólo en la exposición de las disposiciones legales que regulan los Fondos de Titularización, sino también en proponer la interpretación crítica de la manera más objetiva.



## **CAPÍTULO I. MERCADOS FINANCIEROS**

### **I.1. LOS MERCADOS FINANCIEROS**

#### **I.1. Noción, Función y Características de los Mercados Financieros.**

Antes de emprender el estudio de los Fondos de Titularización en el Sistema Nicaragüense no puede pasarse por alto el estudio de los mercados de capitales, una de las clases en que se dividen los Mercados Financieros, ya que el mercado de Capitales es el ámbito económico donde finalmente se transan los títulos valores producidos por la titularización de activos.

#### **I.1.A. Noción de Mercados Financieros.**

A fines del presente estudio es necesario delimitar el ámbito de análisis de los mercados financieros, enfocándose en la parcela del Derecho de Mercados Capitales. La misma comprende el conjunto de normas que regulan los mecanismos que permiten garantizar la eficiente asignación del ahorro a la inversión<sup>1</sup>. El Derecho de Mercados Capitales comprende el dominio jurídico (de orden material y científico) destinado a recoger y proyectar en un nuevo sentido aquellos principios y normas que en buena medida viene a sustituir aquella otra parcela jurídica denominada “Derecho Bursátil”<sup>2</sup>. El Derecho de Mercados Capitales envuelve el marco jurídico que reúne reglas de orden público y privado, que en el plano subjetivo, objetivo, operativo e instrumental forman parte del

---

<sup>1</sup> ZUNZUNEGUI Fernando, Derecho del Mercado Financiero, §1. Concepto y Sistema del Derecho del Mercado Financiero, Pág. 19.

<sup>2</sup> HERRERA ESPINOZA, Jesús. “Estudio Introdutorio de la Ley de Mercados de Capitales”. Colección Legislativa. Editorial Facultad de Ciencias Jurídicas Universidad Centroamericana. Pág. 13.



entramado normativo, cada día más técnico y prolijo, de este nuevo sector material del ordenamiento<sup>3</sup>.

Ahora bien, una aproximación del estudio de los mercados financieros estaría en la definición del sistema financiero, el cual viene a caracterizarse principalmente por la función económica que se le asigna y por las instituciones que conforman al mismo, por lo que es dable afirmar que el concepto encierra el conjunto de intermediarios, mercados e instrumentos que vinculan las decisiones de ahorro con las de gasto, esto es la transferencia de renta desde unidades excedentes hacia las deficitarias.

CORTÉS<sup>4</sup> define a los mercados financieros como puntos de encuentros, o un lugar físico o virtual determinado, donde confluyen las ofertas y demandas de contratación de unos bienes específicos: activos financieros. Los activos financieros son derechos patrimoniales que confieren a su titular ciertas facultades contra terceros, aquellos que han recibido previamente una suma de dinero en concepto de financiación.

Por otro lado, de acuerdo a ZUNZUNEGUI los mercados financieros son los mecanismos que la ley prevé para la asignación del ahorro a las necesidades de financiación. Es el conjunto de fuerzas de oferta y demanda de ahorro, y mas concretamente se definen como los canales e instrumentos jurídicos, económicos y técnicos a través de los cuales se potencia el ahorro y se permite un equilibrio eficiente entre tales fuerzas<sup>5</sup>.

---

<sup>3</sup> Op. Cit. Pág. 13.

<sup>4</sup> URÍA, Rodrigo; MENENDEZ, Aurelio *“Derecho Mercantil II”*. Capítulo 69 “LOS MERCADOS DE VALORES Y CREDITO”. Pág. 335.

<sup>5</sup> NIETO CAROL, Ubaldo, *“El Mercado de Valores”*, Ed. Civitas, Santa Fé, Bogotá, 1993, Pág. 77.



## **I.1.B. Características de los Mercados Financieros.**

Los Mercados Financieros deben de cumplir determinados preceptos<sup>6</sup> a fin de desarrollar las funciones que le son propias, las características del mercado financiero presenta una doble perspectiva: Un Aspecto Cuantitativo y otro Aspecto Cualitativo, esquematizándose de la siguiente forma:

### 1.1.B.1. Aspecto Cuantitativo

- **Amplitud**, dirigiéndose al número de títulos financieros que se negocian en un mercado financiero (volumen suficiente de ordenes para diferentes niveles de precios), pues cuantos más títulos se negocien más amplio será el mercado financiero;
- **Profundidad**: (existencia de ordenes o posiciones de compra y venta por encima de y debajo de los precios a los que se contrata en un momento determinado) en cuanto a la existencia de curvas de oferta y demanda por encima y por debajo del precio de equilibrio que existe en un momento determinado;
- **Flexibilidad**: Precios de los activos financieros, que se negocian en un mercado, a cambiar ante un cambio que se produzca en la economía.

### 1.1.B.2. Aspecto Cualitativo

- **Transparencia**: Concebida como la posibilidad de obtener la información fácilmente, de manera tal que sirve como el medidor de nivel de eficiencia para asignar la mayor cantidad de recursos a los mejores precios y con el menor coste.

---

<sup>6</sup> Uría Menéndez, Javier CORTES. Op. Cit Pág. 337.



- **Competencia:** consistente en la independencia del comportamiento particular de cada uno de los sujetos del mercados.

Por último, y no menos importante, la **Libertad** es la otra nota que caracteriza a los mercados financieros, por la cual se denota la ausencia de barreras a los participantes en la entrada o salida del mercado financiero.

### **I.1.C. Clasificación de los Mercados Financieros<sup>7</sup>**

No existe un criterio univoco sobre la clasificación de los mercados financieros, de modo que el sistema de clasificación obedece a diversos preceptos, que se exponen de la siguiente manera:

#### **✓ Mercados de Dinero y Mercados de Capitales**

La estructura del Mercado Financiero se plantea de la siguiente forma: entre los mercados monetarios (oferta y demanda de fondos a corto plazo) y de capital (mediano y largo plazo)

#### **A. Mercados de Dinero**

Los Mercados de Dinero se orientan a la captación de financiación a corto plazo.

Los mercados de dinero se estructuran en diversos segmentos, entre ellos se destaca el mercado monetario, también conocido como Mercado de Mayoristas, puesto que es el mercado que opera “al por mayor”, de gran liquidez (debido a su corto plazo) y de bajo riesgo (elevada solvencia de los participantes, que suelen ser entidades de crédito).

---

<sup>7</sup> CORTÉS, Luis Javier. “Introducción (Los Mercados de Valores y Crédito)”, en obra colectiva de Uría-Menéndez. Curso de Derecho Mercantil, Tomo II, Civitas, Madrid, 2001, Pág. 336.



Otro segmento del mercado de dinero es el Mercado Interbancario, que se caracterizan por la financiación a corto plazo de aquellas entidades que precisan de liquidez.

La importancia de los mercados de dinero recae en ser elemento decisivo para la formulación de la política monetaria de un Estado, llevada a cabo por la realización de las funciones de los mercados interbancarios y de Deuda. Así es como se logra controlar la cantidad y precio del dinero, fijar los tipos de interés básico y de referencia para el sistema financiero. Los recursos obtenidos a través del mercado de dinero se caracterizan por responder a necesidades de consumo o inversión.

## **B. Mercado de Capitales**

Por lo que se refiere a Mercado de Capitales, se entiende como aquel mercado en que se efectúa toda clase de inversiones o transacciones relativas a capitales o activos financieros, cualesquiera sean su naturaleza, características o condiciones. Por consiguiente, a él concurren ofertantes y demandantes de capitales de mediano y largo plazo e inclusive de plazo indeterminado.

El Mercado de Capitales se organiza en los sectores de Mercado crediticio y Mercado de valores. De ahí se expone el segundo criterio de clasificación

### **✓ El Mercado Crediticio y Mercado de Valores**

#### **A. Mercado de Crédito**

El mercado crediticio es un mercado entre entidades de crédito e inversores, en el que se utilizan los recursos depositados por particulares y empresas. Las entidades de crédito cuentan con una organización más sostenible y, por tal razón, gozan de una posición privilegiada en la relación con los inversores. Es un mercado de negociación directa y cerrada al público.





El mercado crediticio está constituido por la oferta y demanda de fondos prestables que tienen las entidades de crédito, poniendo a disposición a particulares, empresas, organismos e instituciones, dinero en forma de préstamo o crédito con destino a la financiación de sus necesidades. La participación de las entidades de crédito como intermediadores trasciende más allá de una simple intermediación puesto que las entidades de crédito “transforman” los recursos financieros recibidos del público para posteriormente adecuarlos a las necesidades de la clientela.

Se podría decir que la regulación propia del mercado crediticio se encarga de establecer la fijación de tipos de interés. “El mercado crediticio propende a la redistribución o asignación de los recursos de las unidades económicas superavitarias a aquellas deficitarias que están dispuestas a pagar un precio o interés por recibir los aludidos recursos”<sup>8</sup>.

## **B. Mercado de Valores**

Los mercados de Valores, también denominados “Mercados de capitales en sentido estricto”<sup>9</sup>, son mecanismos para captar fondos de unidades económicas que tienen exceso de recursos y trasladarlos a otras unidades económicas. Dicha transferencia se ejecuta de forma directa.

En el mercado de valores, **los fondos prestados se sustentan en títulos valores**, requiriéndose al ahorro público, a los particulares y empresas en general, ofreciéndoles una rentabilidad para canalizar tales fondos hacia inversiones productivas. En él se centralizan las transacciones relativas a ciertos activos financieros denominados *valores mobiliarios*. Los instrumentos que se negocian

---

<sup>8</sup> CORTÉS, Luis Javier, “**El Mercado de Crédito**”, en la Obra Uría Menéndez. Curso de Derecho Mercantil, T.II, Civitas, Madrid 2001 pág. 477.

<sup>9</sup> El mercado de valores está inserto en el mercado de capitales, constituyendo un segmento especializado del mismo.



en el mercado de valores mobiliarios pueden ser emitidos con un plazo de vencimiento determinado, o pueden no estar sujetos a plazos pactados<sup>10</sup>. A diferencia del Mercado Crediticio, la negociación es abierta al público, sin que el prestatario se encuentre en una posición de desventaja.

El mercado crediticio y el mercado de valores también tienen una distinción a partir de la determinación de los sujetos participantes. Así, en el mercado crediticio pueden obtener fondos de los consumidores mientras que en el mercado de valores sólo son receptores de fondos las empresas y el estado. Por otra, en el primero de estos mercados los intermediarios financieros obtienen un margen o beneficio al dar a crédito lo que reciben a crédito, mientras que en el mercado de valores, no hay margen, sino comisión. En cuanto al objeto, en el mercado crediticio sólo se contrata capital-deuda, mientras que en el de valores se contrata capital-riesgo (acciones).

Por la forma, el mercado crediticio es un mercado fundamentalmente negociado mientras que el de valores es un mercado fundamentalmente organizado, aunque en parte sea negociada pues la colocación de las emisiones puede negociarse, y en parte no-negociado ya que existe un mercado extrabursátil.

Hay que tener en cuenta que en el mercado de capitales siempre se producen traslapes en virtud de que una determinada transacción, por estar referidas a capitales de corto plazo, pertenece al ámbito del mercado monetario, pero adicionalmente pertenece al mercado de capitales incorporados o representados en títulos valores.

---

<sup>10</sup> Acciones representativas de capital de las sociedades anónimas.



## **Tipos de Organización de los Mercados Financieros (Mercados Complementarios y Mercados Derivados)**

Las Tipologías Organizativas de los Mercados son diversas, puesto que se someten a una diversidad de métodos. URÍA MENÉNDEZ<sup>11</sup> emprende la siguiente dilucidación:

- Atendiendo al modo en que se encuentran la oferta y demanda en el Mercado:

- Mercados de Búsqueda Directa:

Las parte contratantes se localizan por si mismas. En ella, quien desea comprar o vender un instrumento financiero debe localizar, por sus propios medios, a los potenciales vendedores o compradores. En consecuencia, la existencia de entidades especializadas, encargadas de facilitar el proceso de cotización-contratación, es nuda<sup>12</sup>. Ejemplo de ello son los mercados de crédito, mas específicamente los mercados de operaciones al por menor.

- Mercados de Mediadores o *Brokers*:

Un bróker es la entidad que actúa en nombre del inversionista que desea ejecutar sus órdenes. Desde un punto de vista jurídico-institucional, se debe afirmar que un bróker es un agente, este recibe, transmite y ejecuta las órdenes de los inversionistas con otros inversionistas a cambio de una comisión explícita por estos servicios, la cual se entiende como un costo de transacción de los mercados de valores<sup>13</sup>

---

<sup>11</sup> Uría Menéndez, Javier CORTES. Op. Cit. Pág. 339.

<sup>12</sup> Consultado en fecha 29 de Noviembre del dos mil nueve <http://www.eumed.net/cursecon/cursos/mmff/organizacion.htm> 15,

<sup>13</sup> Son mercados especializados, que ponen en contacto a compradores y vendedores a cambio de una comisión.



○ Mercados de Especialistas o *Dealers*:

Los intermediarios denominados Dealers se encargan de la oferta de una contrapartida por cuenta propia, lo que a su vez proporciona mayor liquidez al mercado. Las ordenes o posiciones ofertadas públicamente no se llevan al mercado, sino que se retienen por los intermediarios.

○ Mercados de Subasta Doble:

Los precios son determinados mediante sistemas centralizados. La centralización de los sistemas consiste en la concentración de todas las órdenes de compra y venta que están disponibles, congrega a demandantes y oferentes en un solo escenario competitivo. El término que corresponde a esta idea es “La dirección del Mercado por órdenes”, ejemplo de ello es lo que conocemos como el Mercado de Accionistas<sup>14</sup>.

- Atendiendo a la Forma de Organización de los Mercados. La diferencia consiste en una cuestión de grado. Dicha clasificación no responde ante al criterio de la regulación o normalización, ya que en ambos casos el componente reglamentario está presente de cierta forma.

○ Mercados Organizados:

La negociación y liquidación corresponden al seguimiento de disposiciones normativa que “determinan un elevado grado de normalización del tráfico”, lo cual implica los siguientes beneficios:

- El ahorro de costes y riesgos económicos y jurídicos.
- El aseguramiento de un correcto funcionamiento del Mercado

<sup>14</sup> FERNÁNDEZ Bernardo, FERNÁNDEZ Vladimir, ALDEZOSO René. “**Flexibilización del tipo de cambio en Bolivia mediante mecanismo de subasta doble**”. Banco Central de Bolivia, Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto, Julio 2008. El mecanismo de subasta doble ha sido adoptado por varios países de la región con el objeto de flexibilizar gradualmente el tipo de cambio. Pág.7.



o Mercados No Organizados:

El ejemplo mas clásico son los OTC<sup>15</sup>, por los cuales las condiciones de negociación y liquidación son pactados libremente entre las partes, sin restricciones. Dicha denominación se explica en USA, por ser mercados sin localización física, cuyas operaciones se realizan a través de una red electrónica. En Francia existe algo similar, conocido como “*le Second Marché*” para compañías que no deseen participar en el mercado oficial.

**Según la fase de negociación de los Activos.**

**A. Mercados Primarios (De Emisión):**

CHULIÁ VINCENT define la emisión como cada conjunto de valores negociables procedentes de un mismo emisor y homogéneos entre sí por formar parte de una misma operación financiera o responder a una unidad de propósito incluida la obtención sistemática de financiación, por ser igual su naturaleza y régimen de transmisión, y por atribuir a sus titulares un contenido sustancialmente similar de derechos y obligaciones<sup>16</sup>. No obstante, la homogeneidad de un conjunto de valores, no es afectada por la posibilidad de existencia de diferencias entre ellos en lo relativo a aspectos de naturaleza accesorio, tales como: su importe unitario, fechas de puesta en circulación, de entrega de material o de fijación de precios, procedimientos de colocación, u otros.

IBARRA HERNÁNDEZ, autor de El Diccionario Bancario y Bursátil, recoge una acepción de el mercado primario, en sentido amplio, como cualquier mercado en el que el producto de la venta de valores se entregue al emisor, dicho término incluye la colocación inicial de emisores de valores de empresas, las subastas de valores gubernamentales, las ventas iniciales de contratos de opción y las ventas de contratos a futuro de mercancías. Los mercados primarios (de emisión) son

<sup>15</sup> OTC por sus siglas en inglés “*over the counter*”

<sup>16</sup> Chuliá Vincent, “*Derecho Mercantil*”, Editorial Tirant 1995, Pág. 525.



aquellos en el que los demandantes requieren nueva financiación ya sea a través de la emisión de valores de capital-deuda o a través de valores de capital-riesgo. El mercado primario es una alternativa para las empresas que buscan lograr la autofinanciación mediante la emisión de acciones, así también el mercado ofrece la posibilidad de obtener crédito a través de la emisión de obligaciones y otros títulos.

En el caso de valores de capital-deuda se acude a capital ajeno con la obligación por parte del prestatario de reintegrarlo en un plazo determinado y retribuirlo con el pago y un interés fijo. Mientras tanto, en los casos de valores de capital-riesgo se dirige hacia un capital propio sin que quepa hablar de amortización, siendo la retribución variable y dependiente del resultado del emisor.

El Mercado Primario comprende la emisión y colocación de los valores mobiliarios, en consecuencia, el volumen de las operaciones que se realizan en él permite apreciar el flujo de recursos financieros o de capital canalizados hacia las actividades productivas a través del mercado de valores o, dicho en otros términos, el grado de captación de ahorros mediante los mecanismos del citado mercado.

En el mercado primario se comercializan título valores de primera emisión que son ofertados por las empresas con la finalidad de obtener recursos frescos, ya sea para la constitución de nuevas empresas o para inyectar nuevos recursos a las empresas en marcha.

### **B. Mercados Secundarios:**

En el Mercado Secundario se negocian títulos valores anteriormente colocados en el mercado primario brindando liquidez, seguridad, rentabilidad a los inversionistas y permitiéndoles revertir sus decisiones de compra y venta<sup>17</sup>.

<sup>17</sup> <http://fcaparral.wordpress.com/2008/04/08/exposicion-mercado-de-capitales/> Consultado en



Su importancia radica en la coexistencia e interacción con el mercado primario, pues a falta de un mercado secundario difícilmente se suscribirían las emisiones de activos financieros ya que no existiría la posibilidad de liquidar la inversión por la vía de la transmisión. De ahí se dice que este mercado proporciona liquidez a las inversiones, sin afectar directamente a la financiación de las mismas.

El objeto del mercado secundario es transferir activos financieros ya existentes y, por lo tanto, reflejar a través de las operaciones el grado de liquidez del mercado de valores. La insuficiencia de un mercado secundario solo dejaría a los sujetos intervinientes las opciones de disfrutar una renta o esperar el vencimiento del título, y consecuentemente disminuiría el atractivo de adquirir valores mobiliarios en primera colocación

Dicha interacción también se manifiesta en la determinación de las bases y condiciones de las emisiones provocada por los acontecimientos del mercado secundario.

- **Clasificación de los Mercados Secundarios:**

Los mercados secundarios de valores se clasifican en oficiales (mercados bursátiles) y no oficiales (mercados paralelos).

Se remarca la diferencia de estas dos clasificaciones a partir de que los mecanismos técnico jurídicos creados con el fin de consagrar seguridad jurídica en los mercados, empiezan a ser considerados como obstáculos, impedimentos y sobrecargas. Toda oficialización comporta una serie de trabas y requisitos que intentan evitar la creación de nuevos mercados mucho más accesibles, generalmente próximos a la bolsa. A este tipo de mercados, que carecen de transparencia oficial, se les denomina mercados paralelos.



- Mercados Bursátiles

El Mercado Bursátil es la integración de todas aquellas Instituciones y sujetos que realizan transacciones de productos financieros, entre ellos se encuentran la Bolsa de Valores, Casas Corredores de Bolsa de Valores, Emisores, Inversionistas e instituciones reguladoras de las transacciones que se llevan a cabo en la Bolsa de Valores.

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

Un Mercado Bursátil debe contar con los elementos para que se lleve a cabo las transacciones bursátiles, es decir: un espacio o local referido a oficinas de la Bolsa de Valores; demandantes, o inversionistas; oferentes, o emisores; y aun más importante una institución reguladora.

- Mercados Paralelos

Estos mercados pueden surgir incluso dentro de la propia Bolsa, tal como la práctica lo ha demostrado. Son fundamentalmente mercados de aclimatación o adaptación en los que se exige para su admisión requisitos menos rigurosos que en el mercado oficial para transcurrido un cierto tiempo, poder cumplir con las exigencias de acceso al primer mercado. Surgen también estos mercados como vías alternativas de financiación para la pequeña y mediana empresa





excesivamente dependiente del crédito bancario, y que suele financiar inversiones a medio y largo plazo con créditos a corto, todo lo cual conduce a una excesiva carestía de los medios de financiación. Con la existencia de estos mercados paralelos se hace más factible la consecución de recursos a largo plazo o de capital propia mediante emisiones de valores que podrían ser fácilmente transmitidos a estos mercados secundarios.

El mercado clasificado en bursátil y extra bursátil, de acuerdo a que las transacciones relativas a los valores mobiliarios se ejecuten en el recinto de la bolsa y en rueda, o se lleven a término fuera de la bolsa o en sus instalaciones, pero en este caso no utilizando los mecanismos de la rueda, sino los llamados mercados extra bursátiles centralizados u organizados, es decir la mesa de negociación y la mesa de productos. Es donde se realiza operaciones de compra venta de valores emitidos anteriormente, siendo la Bolsa de Valores la institución que centraliza dichas operaciones.

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

#### **I.1.D. Mercados de Valores**

La función económica de los mercados de valores es la de ser un mecanismo directo para la asignación del ahorro entre las opciones alternativas de financiación mediante negocios sobre valores mobiliarios<sup>18</sup>.

---

<sup>18</sup> ZUNZUNEGUI Fernando. “**Derecho del Mercado Financiero**”. Marcial Pons. Madrid, 2005. Pág. 21.



### **I.1.D.1. Segmentos de Mercados de Valores**

#### **I.1.D.1.1. Mercado Primario**

Es el segmento del mercado de valores en el que se colocan los títulos o valores por primera vez con el objeto de proporcionar un flujo de recursos de los inversionistas hacia el emisor<sup>19</sup>.

El mercado primario nicaragüense hace una distinción en base al objeto de las emisiones, ya que estos últimos pueden ser de dos tipos: títulos del sector público y títulos del sector privado.

Los títulos del sector público son emitidos por medio de subastas del Banco Central. Una vez que estos títulos sean comprados por Puestos de Bolsas por orden de un cliente, se debe registrar dicha operación al Sistema de la Bolsa de Valores de Nicaragua.

Los valores negociables del sector privado, son emitidos directamente a través de la Bolsa de Valores de Nicaragua y simultáneamente ingresados al Sistema de Negociación por el Puesto de Bolsa que representa al emisor.

#### **I.D.1.1.2. Mercado Secundario**

Este segmento abarca el conjunto de negociaciones entre compradores y vendedores que manifiestan el interés de adquirir títulos o valores que ya se encuentran en circulación. El intercambio de flujo monetario y de valores se presenta entre dos sujetos distintos al emisor original: un inversionista que ya haya adquirido un valor y otro inversionista dispuesto a comprar dicho valor.

---

<sup>19</sup> SÁNCHEZ CALERO, Fernando. Instituciones de Derecho Mercantil. Volumen II. 24ª Edición. Mc. Graw Hill. Madrid 2002. Pág. 229.



El Mercado Secundario opera exclusivamente entre tenedores de títulos, los cuales venden o compran los títulos que han adquirido con anterioridad. En este mercado el público puede modificar el plazo de la inversión.

### I.D.1.1.3. Mercado de Opciones

El contrato de opción cabe dentro de la categoría de la institución de los contratos preparatorios por ser un contrato en que las partes plasman la voluntad de celebrar un acto jurídico en el futuro. El contrato preparatorio consiste en preparar y asegurar situaciones jurídicas que comprometen a las partes a la formalización o ejecución de un contrato posterior. Su función es de garantía para asegurar el cumplimiento de un contrato a realizarse a futuro<sup>20</sup>.

Según el catedrático Alonso Díaz Etienne,<sup>21</sup> las opciones se definen como aquellos contratos bursátiles en virtud del cual una persona llamada comprador de la opción adquiere, a cambio de una contraprestación denominada pago de prima, el derecho más no la obligación, de vender (*put*) o comprar (*call*) a otra persona llamada vendedor de la opción una cantidad determinada de activos subyacentes a un precio de ejercicio determinado a lo largo de un plazo o en fecha específica.

El ejercicio de estos derechos sólo se podrá realizar en una fecha futura fija, a un precio o a un rendimiento invariable, ambos determinados el día de su emisión. Sobre esto cabe resaltar dos tipos de opciones diferenciados a partir de la designación de la fecha de ejercicio de la opción: tasa de interés de tipo europeo (la opción del ejercicio de los derechos del contrato solo se podrá realizar en una fecha determinada) y de tipo americano (se podrá ejercitar el derecho durante el plazo de vigencia de la opción).

<sup>20</sup> Consultado en portal web en fecha diecinueve de diciembre del dos mil nueve [http://www.rodriquezvelarde.com.pe/articulos\\_1.htm](http://www.rodriquezvelarde.com.pe/articulos_1.htm).

<sup>21</sup> Ensayo de Díaz Etienne, “*El Contrato de Opción*”, publicado en la Revista Jurídica Anuario del Departamento de Derecho de la Universidad Iberoamericana, pág. 485, Edición No. 31, Año 2001. México.



Cabe destacar la distinción de dos situaciones en el contrato de opción, ya que al comprador de la opción le asiste el derecho de comprar o vender al vencimiento del plazo, y por el otro lado el vendedor de la opción tiene la obligación de comprar o vender si el comprador ejercita su derecho.

Las opciones transadas en la Bolsa de Valores de Nicaragua tienen la particularidad de ser generalmente opciones de compra y son emitidas simultáneamente, pero independientemente de un contrato de compra venta de contado.

#### **I.D.1.1.4. Mercado de Reportos**

El reporto se define como aquel contrato en virtud del cual el sujeto llamado reportador adquiere la propiedad de los títulos de crédito a cambio de una contraprestación remuneratoria, simultáneamente el reportador se obliga a transferir al reportado otros títulos de la misma especie. En otras palabras, la operación de reporto consiste en el acuerdo mediante el cual agentes financieros obtienen recursos en especie o efectivo por la venta temporal de títulos de crédito a otras instituciones con el compromiso de recomprarlos a un precio fijo y determinado<sup>22</sup>.

En la operación de reporto participan el reportador -o comprador temporal de los títulos de crédito- y el reportado -o vendedor-, quien recibe el efectivo a cambio de los valores y además se obliga a pagar una compensación al reportador en forma de premio por los fondos obtenidos.

---

<sup>22</sup> MENDOZA VELÁZQUEZ, Alfonso. "Condiciones para el Desarrollo del Mercado de Reporto y Préstamo de Valores". Informe publicado por el Banco Interamericano de Desarrollo en coordinación con la Secretaría de Hacienda y Crédito Público de la República de México, 12 de Diciembre del 2007. Pág. 8.



## I.1.E. Mercados de Valores Nicaragüenses

### I.1.E.1. Desarrollo Histórico

Los antecedentes históricos del Mercado de Valores Nicaragüense se remontan desde el Decreto No. 1824 “Ley General de Títulos Valores<sup>23</sup>”, aprobado por la Presidencia de la República el 4 de Febrero de 1970<sup>24</sup>, considerado en ese entonces como el instrumento básico para el ordenamiento jurídico del mercado bursátil nicaragüense. A partir de 1990 se ha pretendido liberalizar el sistema financiero como parte de las políticas económicas adoptadas por el Gobierno de turno, lo que implicaba la libre interacción entre la oferta y la demanda en los mercados financieros y la creación de instrumentos institucionales para llevar a cabo la política monetaria de ese entonces. Se requería de instrumentos que incidieran en la oferta y demanda de recursos financieros: Títulos Valores y para su negociación era necesaria la creación de un mercado de valores.

De esta manera no es hasta 1991 que el Banco Central y los sectores económicos privados impulsan la creación de la primera bolsa de valores en Nicaragua, con el objetivo de contar con un lugar físico en el cual se ejecutarían las transacciones. La Ley General de Bancos y Otras Instituciones Financieras en su Título IV, Capítulo 2, introduce concepto y papel de las bolsas de valores en Nicaragua y asigna su supervisión y regulación a la Superintendencia de Bancos creada en esa misma ley<sup>25</sup>.

Los esfuerzos del Banco Central y el sector privado dieron resultado el decreto ejecutivo 33-93 “Reglamento General sobre Bolsa de Valores”, emitido por la

---

<sup>23</sup> Reformado con Ley No. 620 “REFORMA A LA LEY GENERAL DE TITULOS VALORES” aprobado por Asamblea Nacional el 16 de Marzo de 1977 y publicado 12 de Abril de 1977 en La Gaceta, Diario Oficial No. 78.

<sup>24</sup> Decreto 1824, publicado en Las Gacetas, Diario Oficial No. 146, 147, 148, 149, 150 del 1, 2, 3, 5 y 6 de Julio de 1971.

<sup>25</sup> RODRÍGUEZ AGUILAR Allan, y CAMACHO Arnoldo, Ph.D. “*Evaluación Preliminar de los Mercados de Valores de Centroamérica y Panamá*”, Septiembre 1997, CEN 100. Managua, Nicaragua.



presidencia de la República el 21 de junio de 1993, el objeto del decreto es normar el tráfico de los valores transferibles en la bolsa de valores. La bolsa, tras la aprobación de sus estatutos y de su constitución como sociedad, dio inicio a sus operaciones en fecha 31 de enero de 1994<sup>26</sup>.

Por su parte y en concordancia con la misión a ella encomendada, la Superintendencia de Bancos y Otras Instituciones Financieras procede a estructurar su cuerpo de reglamentos y se destaca particularmente las Normas Regulatorias del Registro de Emisores, Valores, Sociedades de Bolsa, Puestos de Bolsa y Agentes de Bolsa, emitidas el 5 de enero, 1994.

La reciente entrada en vigencia de la Ley de Mercados Capitales, Ley 587, establece nuevos preceptos para el marco regulatorio de la Organización de los mercados de valores nacionales. Cabe mencionar que la regulación de los mercados no está enmarcada únicamente a las disposiciones de la Ley 587, pero no se debe obviar el impacto que esta última ha causado en los sectores financieros, en cuanto a la creación de un marco institucional, la organización de los mercados, desarrollo de nuevos instrumentos y establecimiento de instituciones de apoyo<sup>27</sup>. El marco jurídico está comprendido además por el siguiente cuerpo de leyes:

- Ley No. 561 “Ley General de Bancos, Instituciones Financieras no Bancarias y Grupos Financieros”.
- Ley No. 316 “Ley de la Superintendencia de Bancos y de otras Instituciones Financieras”<sup>28</sup>.
- Código de Comercio de Nicaragua.

<sup>26</sup> LACAYO RAUL, *“El Desarrollo Del Mercado de Valores”*, Ediciones del Centro de Investigaciones Económicas y Recursos Humanos, CIERH. Primera Edición 1996 Pág. 36.

<sup>27</sup> Pag 25. Estudio Introductorio de Ley de Mercados de Capitales, Biblioteca Legislativa Grupo Editorial LEA, año 2006, Raúl Lacayo.

<sup>28</sup> La Ley 316 ha sido reformado en tres ocasiones con la Ley 552, aprobado el 3 de Agosto por AN y publicado en La Gaceta, Diario Oficial No. 169 el 31 de Agosto del 2005; Ley 564, aprobado el 23 de Noviembre del 2005 y publicado en La Gaceta, Diario Oficial No. 228 el 24 de Noviembre del 2005; y Ley 576 aprobada el 21 de Febrero del 2006 y publicada en La Gaceta No. 58 del 22 de Marzo del 2006.



- Ley General de Títulos Valores, Decreto n° 1824
- Reglamento General sobre Bolsas de Valores, Decreto 33-93, del 21 de junio de 1993.
- Normativa Regulatoria del registro de Emisores, Valores, Sociedades de Bolsa y de Agentes de Bolsa, Resolución SIB-OIF-II-3-94, del 5 de enero 1994.
- Normas Operativas-Operaciones Opcionales sobre Títulos Valores (emitido por la Bolsa de Valores el 1 de diciembre de 1997).

La Ley 587 establece una serie de funciones para la SIBOIF que prácticamente se resumen a la función supervisora y fiscalizadora de la misma, se dirige a la vigilancia del mercado, para su desenvolvimiento con transparencia y normalidad y para que se cumpla la efectiva tutela al inversionista. Esto es debido a la importancia que reviste los mercados de valores, que pueden verse como campos propicios para prácticas reprobables concernientes a la adquisición y negociación de títulos a través del acceso y mal uso de información confidencial.

La potestad normativa de la SIBOIF encuentra asidero legal en el artículo 208 de la Ley de Mercados de Capitales, ya que en este se establece la facultad del Consejo Directivo de la Superintendencia de Bancos y Otras Instituciones Financieras de “emitir normas generales y demás disposiciones ejecutivas que resulten necesarias para el cumplimiento de dicha ley”. En consecuencia a lo anterior el órgano en cuestión manifiesta esa facultad por medio de normas prudenciales.

La redacción de la ley ha sido pensada en estándares y procedimientos internacionales justificados en experiencias de otras economías, así se observa que la ley contempla por primera vez en Nicaragua la oferta pública y la oferta privada de títulos valores.



## **I.1.E.2. La Regulación del Mercado de Valores en Nicaragua.**

### **I.1.E.2.A. Oferta Pública de Valores.**

La oferta pública se define como aquella que se realiza al público, a sectores o a grupos determinados por cualquier medio de difusión. El objeto de la oferta pública sensible en el mercado primario son las emisiones de valores en serie, autorizadas por el Superintendente de conformidad a las normas dictadas por el Consejo Directivo de la Superintendencia, exceptuando de esta autorización las emisiones de valores del Estado y del Banco Central. Las negociaciones de oferta pública están inscritas en el Registro de Valores de la Superintendencia. Cabe señalar la prohibición de negociación de valores que no sean seriados.

Las emisiones de valores individuales de deuda de las entidades sujetas a la fiscalización de la Superintendencia, podrán también ser objeto de oferta pública, previo registro en la Superintendencia.

Para que las emisiones de valores sean autorizadas, deben de llenar los requisitos detallados en el arto. 10 de la Ley, además de otras pautas que dicte el Consejo Directivo de la SIBOIF:

*a) Presentación de la solicitud con las formalidades y el contenido determinado por norma general, por el Consejo Directivo de la Superintendencia.*

*b) Presentación de los documentos que acrediten el acuerdo de emisión, las características de los valores emitidos y los derechos y las obligaciones de sus tenedores.*

*c) Existencia y registro de una auditoría externa y estados financieros auditados de la empresa emisora, en los términos que por norma general fije el Consejo*





*Directivo de la Superintendencia, el cual podrá requerir que la auditoría se extienda a otras empresas del mismo grupo financiero.*

*d) Presentación y registro previo de un prospecto informativo, que deberá contener toda la información relevante sobre el emisor y la emisión proyectada, en los términos que establezca por norma general el Consejo Directivo de la Superintendencia. El contenido del prospecto será vinculante para la empresa emisora.*

*e) Indicación de los plazos mínimo y máximo que deberán transcurrir entre la autorización de la emisión y su colocación, conforme a las normas del Consejo Directivo de la Superintendencia.*

Los emisores de valores de oferta pública están sujetos a las disposiciones de la Resolución N° CD-SIBOIF-486-1-JUN27-2007 “Norma Sobre Oferta Pública De Valores En Mercado Primario”, de fecha 27 de Junio de 2007, consistentes en el suministro de información periódica, hechos relevantes, y a la presentación de la documentación que se requiera para su inscripción en el Registro de Valores de la Superintendencia. De igual forma los preceptos de la Ley 587 siguen los lineamientos de transparencia y publicidad al prever el contenido de los prospectos informativos en los artículos 12 al 18. El prospecto es un documento de carácter demostrativo o informativo que contiene datos históricos, financieros, legales y contables en relación con el emisor y que se encuentran a disposición del público, la información de valores inscritos es de carácter público, teniendo acceso a ella cualquier persona que la requiera<sup>29</sup>.

---

<sup>29</sup> Artículo 12.- *Prospecto Informativo. El prospecto informativo deberá contener toda la información necesaria para que los inversionistas puedan formarse un juicio fundado sobre la operación que se les propone, en especial sobre el oferente y sobre la oferta, sobre los sistemas de colocación de los valores ofrecidos y sobre las relaciones económicas y jurídicas que genere la operación de que se trate, incluidas las que se establezcan entre el emisor u oferente con los aseguradores, comercializadores, colocadores y demás intermediarios.* Ley 587, Ley de Mercados Capitales.



El prospecto es el documento que contiene toda la información relevante sobre la emisión, el emisor, los riesgos y la información financiera, para que los inversionistas obtengan un juicio fundado respecto a la inversión. *Los prospectos no podrán contener información o declaraciones falsas sobre hechos relevantes, ni podrán omitir información o declaraciones sobre hechos relevantes que deban ser divulgados para que las declaraciones contenidas en ellos no resulten engañosas a la luz de las circunstancias en que fueron realizadas.* El representante legal del emisor debe realizar un proceso de debida diligencia para preparar el prospecto con la mejor información disponible, sobre lo cual deberá rendir una declaración notarial. El contenido del prospecto será vinculante para la empresa emisora<sup>30</sup>.

El marco legal dispone los diferentes tipos de emisiones: 1. Emisiones de Valores de Deuda; 2. Emisiones de Acciones; 3. Emisiones de bonos convertibles en acciones; 4. Nuevas emisiones de emisores inscritos; 5. Renovación de emisiones de deuda en circulación y 6. Emisiones de otras instituciones públicas nicaragüenses.

Las emisiones realizadas por instituciones privadas requieren para su respectivo registro:

- a. Solicitud de registro.
- b. Prospecto.
- c. Calificación de riesgo.
- d. Información financiera.
- e. Documentación legal y de orden administrativo.
- f. Información y documentación relativa a las garantías, cuando resulte aplicable.

---

<sup>30</sup> “El contenido del prospecto es el siguiente: a. Carátula; b. Contra carátula; c. Índice; d. Información sobre las emisiones, la oferta e identificación de los directores, gerentes y asesores involucrados con el proceso de oferta pública; e. Información sobre las emisiones y la oferta; f. Cuadro resumen que incluya al menos la descripción de las principales características Forma de colocación”.



Una vez iniciado el proceso de inscripción, el emisor o el Puesto de Bolsa representante debe de contar con la autorización de efectuar la oferta pública y proceder a determinar la potencial demanda que tuviere la emisión<sup>31</sup>. Estas deberán dirigirse únicamente a inversionistas que califiquen para oferta pública restringida lo que implica el no uso de medios de comunicación masiva.

Para tal fin se presenta un formato escrito donde se señale que se busca “manifestaciones de interés” y donde se aclare que no se trata de una oferta en firme de venta de valores por parte del emisor y que no procede por parte de los inversionistas una aceptación o compromiso en firme de compra. De tal manera que no se pueda remitir borrador del prospecto mientras éste no haya sido autorizado. Se informará al Superintendente y entregará el material que se otorga a los inversionistas, el cual deberá contener la advertencia de que se refiere a una emisión en tramite de autorización ante la Superintendencia y que, en consecuencia, su contenido podría ser objeto de modificaciones, por lo que es su responsabilidad revisar el ejemplar una vez se autorice su oferta pública.

La resolución de inscripción de la emisión, dictada por el Superintendente, da paso a la publicación de oferta pública en el que se detalle las características de la emisión.

#### ▪ **Requisitos para la colocación**

De previo a la colocación, el emisor deberá cumplir con poner a disposición del público el prospecto y remitir al Superintendente las copias certificadas de los contratos que fueron presentados en borrador para el proceso de autorización

---

<sup>31</sup> Resolución CD-SIBOIF-556-2-OCT15-2008 Norma sobre Publicidad en el Mercado de Valores, Aprobado el 15 de Octubre del 2008 por el Consejo Directivo de la SIBOIF y publicado en La Gaceta, Diario Oficial No. 221 el 19 de Noviembre del 2008. **Arto 5. “Publicidad durante el proceso de inscripción de emisiones en el Registro”.**



debidamente suscritas; el aviso de oferta pública; el código ISIN<sup>32</sup>; el nemotécnico de la emisión (código o abreviación con el que será reconocido en los sistemas de información de la BVDN); así como aquellos otros requisitos indicados en la resolución de inscripción emitida por el Superintendente.

Una vez que hayan sido satisfechos todos los requisitos solicitados en la resolución, el Superintendente emitirá la carta de cumplimiento de requisitos finales para la inscripción en el Registro de Valores de la Superintendencia, a partir de la cual el emisor podrá colocar los valores. Si la emisión estará representada mediante valores desmaterializados, la empresa emisora deberá abrir una cuenta en la Central Nicaragüense de Valores (CENIVAL) por medio del Puesto de Bolsa que los representará en la colocación de sus valores en el mercado primario, desde donde se realizarán los traspasos a las cuentas de los inversionistas a medida que se vayan concretando las operaciones de Bolsa.

---

<sup>32</sup> El ISIN "International Securities Identification Numbering System" es un código de 12 caracteres alfanuméricos lo que permite una total exactitud y no dejando ningún tipo de posibilidad a que se repita una combinación haciendo todo mas seguro y cómodo dentro de los valores negociables. El código ISIN es el resultado de una recomendación dada por el grupo de los treinta que en el año 1989 que consideró que sería más útil la aplicación de un estándar internacional el cual fue el ISO 6166 – o código ISIN- misma que se aplicaría para la identificación de los valores mobiliarios; propuesta que tuvo una gran acogida y por tanto la gran mayoría de los grandes mercados del mundo la acogieron y posteriormente la comenzaron a utilizar en los procesos de liquidación y custodia. <http://www.cnmv.es/portal/ancv/InformacionGral.aspx>. Consultado el 20 de Agosto del dos mil diez. .La estructura es la siguiente: a) Los dos primeros caracteres corresponden al código país según el estándar ISO 3166 de la Agencia de Codificación que asigna el código o del país del emisor del valor según se trate de valores de renta fija, variable, ADRs, etc., de acuerdo con lo establecido en el estándar ISO 6166. b) Los siguientes nueve caracteres forman el número básico que puede contener el código nacional de identificación del valor en cada país. La estructura y tamaño de este código quedan al criterio del país (En el caso de Nicaragua no cuenta con una norma que especifique la composición de este código, al contrario con el caso español que cuentan con disposiciones "Norma Técnica 1/1998, de 16 de diciembre"). c) El último carácter es un dígito de control.



- **Mecanismos de colocación:**

Las emisiones de valores objeto de oferta pública deberán ser colocadas por medio de una bolsa de valores, mediante contratos de suscripción en firme o de garantía, o a mejor esfuerzo.

El emisor o el suscriptor de la colocación de los valores deberá establecer procedimientos de colocación que procuren garantizar el cumplimiento de los principios de igualdad de información, acceso y precio a los inversionistas. Los posibles mecanismos de colocación establecidos se deberán revelar en el prospecto, así como todas las reglas aplicables a estos.

- **Colocación en firme y en garantía:**

Los contratos de suscripción en firme serán los que se suscriban entre un emisor de valores y un puesto de bolsa, por el cual éste se obliga a comprar por cuenta propia la totalidad o parte de una emisión al precio y en el plazo convenido entre las partes.

Colocación por medio de contratos a mejor esfuerzo. El contrato de colocación a mejor esfuerzo es el suscrito por un emisor y un puesto de bolsa que actúe en calidad de agente, en el que este último se obliga a hacer su mejor esfuerzo para colocar la totalidad o parte de una emisión al precio convenido entre las partes, pero sin que asuma responsabilidad por los valores que no hayan sido vendidos en el plazo establecido.

- **Plazos para la colocación:**

El Superintendente establecerá el plazo máximo que podrá transcurrir entre la autorización de la emisión y su colocación. Se establecerá plazos diferenciados atendiendo la naturaleza de los valores a colocar, así como a la circunstancia de



que se trate de una oferta pública restringida, de una primera emisión, de emisiones posteriores, de la renovación de emisiones, de programas de emisiones o colocaciones por medio de contratos de suscripción.

No obstante lo anterior, las emisiones de valores deberán ser colocadas, ya sea por parte del emisor ó de los suscriptores, a más tardar en un plazo máximo de un año a partir de la fecha de emisión propuesta. Se exceptúan las emisiones con plazos iguales o menores a un año, cuya colocación deberá efectuarse en un plazo máximo de nueve (9) meses a partir de la fecha de emisión. Una vez transcurrido el plazo, el emisor deberá comunicar mediante un Comunicado de Hecho Relevante el monto colocado y proceder con la disminución del monto autorizado. En el caso de los suscriptores, estos podrán continuar vendiendo los valores no colocados, pero a través de los mecanismos normales de negociación del mercado secundario.

- **Cancelación De Inscripciones**

El procedimiento para la cancelación de inscripción de aquellas emisiones que no fueron colocadas o, cuando estándolas, el porcentaje de inversionistas establecido en la normativa pertinente, requiera voluntariamente la cancelación de estas, se encuentra regulado en la Resolución del Consejo Directivo denominado “*Norma Sobre Cancelación De Inscripción De Valores De Oferta Pública Por Petición Del Emisor*”<sup>33</sup>

- **Emisión De Títulos De Deuda Pública**

Nicaragua es un mercado de valores muy pequeño Una definición de Deuda Pública se encuentra en el artículo 6 de la Ley 477, Ley General de Deuda Pública, por el cual se entiende que la misma está “*constituida por los*

---

<sup>33</sup> RESOLUCIÓN No. CD-SIBOIF-540-1-JUL2-2008. Aprobada el 02 de Julio del año 2008, publicado en La Gaceta Diario Oficial No. 144 del 29 de Julio del 2008.



*compromisos financieros contraídas por las instituciones del sector público, que impliquen obligaciones de pago directo derivadas del financiamiento recibido, incluyendo compromisos contratados cuyo valor no ha sido recibido*”, es decir, son títulos emitidos por el Estado con la finalidad de obtener recursos en calidad de préstamo.

Faunzi Hamdan expone en su conferencia “Aspectos Jurídicos de la Deuda Pública Teoría y Práctica”, los principios que rigen la deuda pública se sintetizan a los siguientes: a. *Pacta sunt servanda*, b. Estabilidad monetaria, c. Equilibrio presupuestal, d. No Violencia para el cobro forzoso de la deuda, y e. *Rebus sic stantibus* (Responsabilidad compartida en el caso de agravamiento de la deuda con causas extrañas a las partes).

La Ley 477 establece que las instituciones autorizadas para la emisión de dichos títulos son la Tesorería General de la República del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, las entidades empresariales del Estado, las Alcaldías Municipales y los bancos e instituciones financieras del Estados. El proceso de autorización se complementa con lo estipulado en la Ley 587 a partir de los artículos 23 al 29.

El objeto de emisión de títulos de deuda pública incorpora las Letras, Bonos y otros instrumentos emitidos por los sujetos autorizados por ley. Es importante mencionar que dichas emisiones deben ser formalizadas a través de Acuerdos Ministeriales para luego proceder a la colocación primaria en el mercado local o internacional.

Papel comercial y bonos. Las emisiones de títulos de deuda, deberán realizarse mediante papel comercial, si el plazo fuere menor de 360 días, o mediante bonos si fuere igual o mayor de 360 días.

El Consejo Directivo de la Superintendencia de Bancos y de Otras Instituciones



Financieras, podrá determinar otros instrumentos comerciales como títulos de deuda con sus respectivas características.

- **Oferta Privada**

El régimen aplicable a la oferta privada de títulos valores es regulada a través de disposiciones de la norma prudencial emitida por el Consejo Directivo de la SIBOIF, Resolución N° CD-SIBOIF-486-1-JUN27-2007 de fecha 27 de Junio de 2007 “Norma sobre Oferta Pública de valores en mercado primario”, a partir del Capítulo XIII.

Para la transacción de ofertas privadas es importante que el emisor no cuente con emisiones autorizadas para oferta pública, ya que las operaciones del mercado de valores de oferta pública se realizan en una vía distinta. Además no se permite la oferta a través de medios de comunicación masiva. Finalmente la oferta se realiza a un número limitado de inversionistas (máxime cincuenta) sofisticados, privados e institucionales.

### **I.E.3. Mercados Secundarios Organizados**

La Ley 587 dispone que los mercados secundarios nicaragüenses son organizados por las bolsas de valores.

Sin embargo, las bolsas de valores quedan facultadas para realizar transacciones con títulos o valores no inscritos en ese Registro, para dicho fin las bolsas de valores velan porque las operaciones con títulos o valores no inscritos, se realicen en negociaciones separadas del mercado para títulos inscritos, y estén debidamente identificadas con un nombre que indique que los valores allí transados no están inscritos en el registro de valores de la Superintendencia. Los títulos o valores que se negocien mediante estos mercados, no podrán formar parte de las carteras administradas por los fondos de inversión. Las operaciones





realizadas con estos títulos o valores se ejecutarán bajo la responsabilidad exclusiva de las partes.

Los actos de transacciones a título oneroso permitidos en el mercado bursátil son Compraventas y Reportos. Las compraventas en el mercado secundario y los reportos, objeto de oferta pública se realizan a través de los puestos de las bolsas de valores. La primera aproximación del reporto en Nicaragua aparece dentro de las Normas dictadas por el Banco Central de Nicaragua, manifestada directamente en la resolución del BCN CD-BCN-LXI-1-99 emitida en fecha del 17 de diciembre de 1999 “Reglamento de Reportos”. Tal reglamento tiene como objeto regular los mecanismos para prever liquidez a las instituciones financieras a través de Reportos de Cenis, y define el reporto como el mecanismo de compra venta de títulos valores bajo la modalidad de contratos utilizados como una operación de crédito a corto plazo.

### **I.E.3.A. Bolsas de Valores**

La Bolsa de Valores es la institución de servicio más importante del mercado de valores, en ella se negocian gran cantidad de valores, a través de los agentes de bolsa quienes luego de recibir las ordenes de compra venta de sus clientes o comitentes, realizan las transacciones correspondientes en las sesiones diarias de la rueda de bolsa, mesa de negociación y mesa de productos.

La Bolsa es un mercado reglamentado que se define por su objeto, es el mercado de renta variable. La Ley 587 establece a “*la Bolsa de Valores como la pieza central en la organización de los Mercados*”<sup>34</sup>, ya que pretenden facilitar las transacciones con valores, además de que la Ley confiere funciones de autorización, fiscalización y regulación sobre los puestos y agentes de bolsas.

---

<sup>34</sup> Ibidem



La función de la Bolsa de valores es autorregular la actividad bursátil al crear y modificar reglamento interno, normas de liquidación de operaciones, contratos en la bolsa y cualquier otra normativa de tal índole, sujeto a la previa aprobación de la SIBOIF. La fiscalización a los agentes que actúan en el mercado es posible gracias al análisis de la información suministrada por los intermediarios de valores obligados a ellos por virtud de la ley. En cuanto a la constitución de una Bolsa, se atiende a lo establecido en el Art. 36 de la Ley de Mercados de Capitales, según la cual las bolsas de valores se organizan como sociedades anónimas, con la autorización del Consejo Directivo de la Superintendencia, en el marco de procedimientos de autorización para las entidades bancarias señaladas en la Ley General de Bancos, Instituciones Financieras no Bancarias y Grupos Financieros. El requisito de capital social debe estar representado por acciones comunes y nominativas, suscritas y pagadas.

El mismo artículo 36, segundo párrafo, establece la prohibición de que la participación individual de un socio de Bolsa en el capital exceda del veinte por ciento del capital total de la sociedad.

### **I.E.3.B. Puestos de Bolsas**

Según la Ley 587, los puestos de bolsas se definen como las únicas entidades autorizadas por las bolsas de valores que deberán proponer y ejecutar las operaciones que se efectúen en las bolsas de valores.

Dentro de las actividades realizadas por los puestos de bolsas se encuentran reguladas la compra-venta de valores por cuenta propia y por cuenta de sus clientes

En ningún caso los puestos de bolsas podrán ejecutar la función de administración de los fondos de titularización.



## ▪ Titularización de Activos

Habiendo agotado el estudio de los elementos que integran los mercados de valores y las nociones básicas para su comprensión, parece oportuno abarcar en este punto las generalidades de la titularización. La Titularización es una clasificación de la categoría de Institución de Inversión Colectiva, última que se explica como aquella inversión institucional protagonizada por entidades cuya única finalidad acomete la de agrupar capitales de diferentes sujetos para posteriormente invertirlos total o parcialmente, en los mercados de valores y gestionarlos, de manera conjunta y profesional, sin control político o empresarial, disminuyendo los riesgos a través de la diversificación de cartera y estableciendo el rendimiento del inversor en función de los resultados globales conseguidos<sup>35</sup>.

Otra nota característica de la inversión colectiva es la captación de fondos del público para (re) invertirlos colectivamente aportando su interposición sinergias o economías de escala que permiten una disminución de riesgos y de costes de administración, aumentando una capacidad de gestión, seguimiento y control financiero de la inversión.

Así también, la Ley 587 reglamenta los fondos de inversión definidos como instituciones de inversión colectiva que agrupan el ahorro de una pluralidad de partícipes con el fin de constituir una cartera de valores lo suficientemente importante como para ser diligenciada por técnicos y expertos en esta área. Las ventajas que proporcionan estos fondos son: gestión profesionalizada, diversificación liquidez y acceso a mercados financieros que difícilmente podían concurrir inversores pequeños y medianos en otras condiciones, junto con un tratamiento favorable a estos productos por parte de la administración fiscal y un masivo apoyo comercial y publicitario por parte de las entidades de crédito.

---

<sup>35</sup> CORTÉS, “Inversión colectiva. Titularización de Activos Financieros. Capital-Riesgo”, obra colectiva Uría Menéndez “Curso de Derecho Mercantil Tomo II”, Civitas, Madrid, 2001, Pág. 445.



Por primera vez en Nicaragua, se adopta una herramienta de ingeniería financiera de productos estructurados que haya causado tanta agitación internacionalmente, como es la titularización. Resulta oportuno emprender el estudio de titularización en este punto, puesto que la circunscripción en donde deben negociarse los valores emitidos productos de la referida dinámica es en el mercado secundario organizado, y más específicamente en los puestos de bolsa.

Las causas que explican el auge de la titularización de activos son diversas. Por una parte, existen factores de oferta que están relacionados con las ventajas que supone para las entidades, tanto en términos de captación de financiación a unos costes atractivos, como de gestión y diversificación del riesgo de crédito asumido. Desde el punto de vista de la demanda, los inversores han tenido acceso a nuevos productos que ofrecen nuevas combinaciones de rentabilidad y riesgo.

No cabe duda que muchos inversores han encontrado en las titularizaciones los productos con las rentabilidades más atractivas.

A pesar de estos elementos positivos relacionados con la titularización de activos, también existen riesgos que deben ser tomados en cuenta en la decisión de su adopción. Entre ellos se encuentra el riesgo de crédito, el principal riesgo que se transmite a los inversores a través de los títulos emitidos en la titularización, es decir el riesgo de que el acreditado no satisfaga en tiempo y forma las obligaciones contractuales asumidas, de manera que se produzca un deterioro del activo que está respaldando los títulos emitidos.

Por otro lado, también existe un riesgo bastante predecible como es el riesgo de prepago, o aquel que se deriva de la amortización anticipada, total o parcial, de los activos que respaldan la titularización. Este riesgo es asumido por los inversores.



El otro tipo de riesgo que conlleva la titularización es el operacional, consistente en la operativa necesaria para llevar a cabo el cobro y pago de los flujos de efectivo relacionados con la estructura.



## I.2. TÍTULOS VALORES

Es preciso el tratamiento de los títulos valores en el presente estudio ya que, como se verá más adelante en el Capítulo II, los activos que pertenecen en un primer plano a la entidad originadora y que posteriormente se separarán para formar un patrimonio separado, serán transformados en valores para ser transados en una actividad bursátil y finalmente otorgar liquidez a la entidad originadora. Los valores emitidos con cargo a ese patrimonio separado, una vez sean transformados en instrumentos transables, se representarán exclusivamente en anotaciones electrónicas en cuenta<sup>36</sup>.

En el mercado de valores, se realizan transacciones con el objetivo de canalizar los ahorros internos y externos para su inversión en actividades productivas, poniéndolos a disposición de aquellos que buscan financiamiento, especialmente a mediano o largo plazo, o a plazo indeterminado. A dicho mercado concurren ciertos bienes, los llamados valores mobiliarios.

Los títulos valores, junto con el dinero, son los instrumentos que utilizan las entidades financieras en el desarrollo de sus actividades; a su vez los títulos valores constituyen el instrumento típico del mercado de valores. Precisamente la incorporación del derecho de crédito a un título negociable ha permitido la acumulación de grandes capitales y con ello el desarrollo económico.

Lo que define a los títulos valores de cualquier otro documento es la incorporación en si de la promesa unilateral de realizar una prestación a favor de aquella persona que sea la legítima tenedora del documento, por lo que esta última tiene derecho a exigir la prestación contenida<sup>37</sup>.

---

<sup>36</sup> Art. 121, Ley 587.

<sup>37</sup> GARCÍA-PITA José Luis, "Introducción al derecho de los títulos-valores y de las obligaciones mercantiles" Tórculo, 1997. Pág. 26.



### I.2.1. Teoría General de los Títulos Valores

El concepto de título valor no ha llegado a establecerse claramente por no existir un consenso uniforme en los distintos sectores doctrinarios en cuanto a los notas precisas de la categoría de títulos valores. Sin embargo, hoy en día la tesis más aceptada es la alemana, con su denominación a este fenómeno como “*Wertpapiere*”, la cual supera a las denominaciones que otros juristas han querido engranar, tales como la terminología italiana “*tituli di crédito*” y a la tradicional vertiente francesa “*valeurs mobilières*” o “*effets de commerce*”<sup>38</sup>.

Los títulos valores designan un categoría de documentos, y como tal se entiende que es un medio material de representación gráfica de hechos, cuya nota definitoria es documentar un derecho, de tal forma que el derecho o determinar e incrustar una prestación en un título. Una vez articulado ese derecho, la suerte del título es ser transmitido y ser ejercitado su contenido a través de la exhibición.

La aparición de la institución de los títulos valores responde a la necesidad de encontrar un medio expedito para la circulación de los derechos. Transferir un derecho mediante la simple transmisión de un documento resulta ser un medio que no presenta las vicisitudes que caracterizan a la figura de cesión de créditos.

El artículo 1 de la Ley General de Títulos Valores, en adelante LGTV, brinda el concepto de título valor: “Son títulos valores los documentos necesarios para ejecutar el derecho literal y autónomo que en ellos se consigna. Representan cosas muebles corporales de carácter mercantil y su creación, emisión, transferencia y demás operaciones que en ellos se estipules, son siempre actos de comercio”. Se entiende de este precepto que la naturaleza de los títulos valores es eminentemente mercantil, aun cuando los sujetos que intervengan en la

---

<sup>38</sup> *Ibidem*



dinámica de transferencia no sean sujetos dedicados al comercio. De esto es importante recalcar la disconformidad de los mercantilistas doctrinarios en encasillar o delimitar un concepto que obedece mayormente a la vida económica, a su detonante desenvolvimiento que le caracteriza, y por tanto a la progresividad del mismo concepto. Para poder llegar a un concepto más o menos uniforme de título valor se han pasado por etapas y debates entre los distintos sectores de respetados juristas.

La doctrina alemana, defendida principalmente por Brunner, concibe como el título valor como un documento (*wertpapiere*) cuya posesión es necesaria para el ejercicio del derecho incorporado en el mismo. El sector italiano complementa esta concepción al decir que lo anterior es solamente un título impropio y para que sea un título valor puro y propio debe agregársele las notas de literalidad y autonomía al derecho que se trate.

### **I.2.2. Notas Características<sup>39</sup>.**

La doctrina expone una serie de parámetros que debe presentar el instrumento en cuestión para ser llamado título valor. Las características esenciales de un título valor son: a) la literalidad, que dice relación con el hecho de que el título no reconoce más derechos y obligaciones para el titular y suscriptor del mismo que los que se consignan expresamente en el instrumento; b) la incorporación en tal sentido que el ejercicio del título sería imposible si se omitiera la presentación física del instrumento; c) la autonomía en base a lo cual su poseedor de buena fe ejercita sobre él un derecho de dominio propio, independiente del de sus antecesores y con absoluta abstracción de la relación causal que posiblemente le dió origen; y, d) la legitimación que requiere para la identificación de su titular la tenencia o posesión, de los mismos.

---

<sup>39</sup> AGUILAR HERNÁNDEZ, A. "Títulos Valores y Anotaciones en Cuenta, Investigaciones Jurídicas S.A., San José de Costa Rica, 2005. Pág. 16.





A propósito de un acercamiento al estudio de los títulos valores, es razonable abarcar detalladamente en los siguientes acápite cada una de las características.

- **El derecho incorporado al título**

La incorporación del derecho al título es una expresión simbólica o metafórica, por la cual se indica que el documento constituye el derecho literal y autónomo mencionado en el mismo, y que el documento, a partir de este instante, será instrumento suficiente para la circulación del derecho y para su ejercicio.

Savigny concibe la incorporación de la siguiente manera: “Es la incorporación del derecho al papel en que consta, la *inseparabilidad* de la obligación y del instrumento en que se consignó.”

También se puede definir la incorporación “como la *calificación de derecho* que la ley le da a un elemento físico, otorgándole un rango jurídico superior a lo que sería un simple pedazo de papel, convirtiéndolo en ese momento, por *ficción jurídica*, en un derecho patrimonial de cobro.” Esto es, el derecho está incorporado, está *unido sustancialmente* al título y vive en función de él, siendo todo esto a la vez una manifestación de la literalidad.

La incorporación del derecho al documento supone que la adquisición del crédito tiene lugar con la adquisición del título en que consta, y que la pérdida del mismo se produce cuando se transmite el citado título que lo expresa, además de que la pérdida del título se traduce en la imposibilidad de ejercitar el derecho de cobro en él consignado.

Para ejercitar el derecho se necesita estar en posesión del título de crédito y exhibirlo; cuando es pagado debe restituirse; la transmisión del título implica la transmisión del derecho.



El derecho *forma parte del cuerpo* del papel, si llegamos a perder el papel, perderemos igualmente el derecho, ya que ambos forman un mismo todo.

“Generalmente, los derechos tienen existencia independientemente del documento que sirve para comprobarlos, y pueden ejercitarse sin necesidad estricta del documento; pero tratándose de los títulos de crédito el documento es lo principal y el derecho lo accesorio; el derecho ni existe ni puede ejercitarse, si no es en función del documento.” “El título de crédito es un documento que lleva incorporado un derecho, en tal forma, que el derecho va íntimamente unido al título y su ejercicio está condicionado por la exhibición del documento”, quien posee el título legalmente, posee el derecho incorporado en él.

El título lleva consigo el documento, en un primer vistazo se podría decir que el derecho es lo principal y el documento no es más que un accesorio. El fenómeno de la incorporación señala la relación existente entre el derecho y el título o el derecho y el documento, de tal manera que la tenencia del título solo es posible su ejercicio a través de la exhibición de la misma.

Según el Dr. Broseta Pont<sup>40</sup>, desde un punto de vista instrumental, la esencialidad está en el documento y la accesoriedad está en el contenido, de tal manera se evidencia la existencia de un derecho *ob rem* o *propter rem* a favor del poseedor del documento.

Este, que normalmente es accesorio del derecho, se convierte en principal, y la circulación del derecho se realiza *propter rem*, sometido a las normas que regulan el tráfico de bienes muebles.

Las ventajas que se obtienen son significativas, ya que se consigue simplificar las formalidades para transmitir los derechos, además de que el adquirente de buena fe es protegido eficazmente en los casos de adquisiciones a non domino,

---

<sup>40</sup> A. Hernandez Aguilar, Op. Cit., pág 5.



radicalizando esta protección en beneficio del tráfico. No se debe olvidar que con este instrumento, el adquirente es protegido en cuanto se refiere al contenido económico del derecho mediante los principios de abstracción, literalidad y autonomía del derecho incorporado.

#### ▪ **Literalidad**

En virtud de esta nota el título contiene una obligación conforme al tenor del documento. Para determinar la naturaleza, vigencia y modalidad del derecho documentado, es decisivo el elemento objetivo de la escritura contenida en el título.

La literalidad se clasifica de la siguiente manera:

- Literalidad directa: El contenido del derecho se desprende de la letra del título. Sin hacer referencia al contenido de otro título, es decir que no existe circunstancias ajenas que afecten el contenido.
- Literalidad Indirecta: la determinación del derecho depende de fuentes distintas al título.

#### ▪ **Autonomía**

La autonomía consiste en que cada adquirente se convierte en un nuevo titular del derecho incorporado como si se adquiriera en la modalidad de titular originario, de manera que cada quien acoge el título *ex novo*. La circulación del título valor implica la conservación del carácter originario y la inoponibilidad de excepciones que pretenda invocar el tradens frente a los anteriores poseedores.

El tráfico de los títulos valores se diferencia del tráfico de demás figuras mercantiles ya que en estos últimos sucede que cada nuevo adquirente se



subroga a la posición jurídica del anterior teniendo que soportar las mismas excepciones que el deudor podría oponer al acreedor cedente<sup>41</sup>.

- **Legitimación**

En virtud del principio de legitimación de los títulos valores se puede decir que la posesión y la exhibición del documento es requisito indispensable para el ejercicio del derecho. En otras palabras, quien tenga el documento estará legitimado para ejercer el derecho, y estará legitimado aun cuando no sea el titular de tal derecho. Esto significa también que quien sea deudor de la prestación correlativa del derecho, cumplirá con efectuar el pago de tal prestación a quien le exhiba en debida forma el documento. La legitimación se analiza desde dos puntos de vista: Legitimación Activa y Legitimación Pasiva.

- Legitimación activa

Esta se atribuye al poseedor del título valor que cumple los requisitos derivados del propio título. La posesión es condición necesaria para el ejercicio del derecho incorporado pero no siempre es suficiente para el ejercicio del mismo.

- Legitimación pasiva

Esta legitimación corresponde a la persona que aparece designada como obligada en el propio título valor. De este modo nos encontramos en el ejemplo del cheque con que el sujeto pasivo será la entidad bancaria.

---

<sup>41</sup> Julio Medrano y José Rojas Urroz. Monografía “La desmaterialización de los Títulos Valores y su anotación en Cuenta”, año académico 2006. Pág. 19



### **I.2.3. Ley General de Títulos Valores**

A efectos del presente estudio, parece necesario dilucidar el tema de la Oferta Pública del título valor tratada en las disposiciones de la LGTV. En dicho cuerpo normativo se establece responsabilidad

Es intención del legislador dar un segundo concepto de título valor o una definición nueva a un nuevo término.

El artículo 2 de la Ley General de Títulos Valores establece el concepto de valores y dice que “se entenderá por valores los títulos valores y cualquier otro derecho de contenido económico o patrimonial, incorporado o no a un documento”. En el artículo 6 se señala que los títulos valores deben contener:

- 1.- El nombre del título de que se trata
- 2.- La promesa o reconocimiento unilateral del suscriptor
- 3.- Las prestaciones y derechos que el título confiera
- 4.- El lugar de cumplimiento o ejercicio de tales prestaciones o derechos
- 5.- La fecha y lugar de emisión
- 6.- La firma de quien lo emite, o de la persona que lo haga en su representación.
- 7.- La indicación de si el título es nominativo, a la orden o al portador.

### **I.2.4. Valores mobiliarios**

La emisión de valores mobiliarios resulta ser un mecanismo adecuado para la captación del ahorro de inversionistas y de público en general, facilitan el desarrollo de proyectos de inversión a costos menores y evitan el endeudamiento con los bancos. Se emplean cuando los empresarios requieren realizar operaciones aisladas para facilitar el giro del negocio de las empresas<sup>42</sup>.

---

<sup>42</sup> RAMOS PADILLA, Cesar E. “Los valores mobiliarios en la Ley de Títulos Valores” Lima, Perú. Pág.55.



#### I.2.4.A. Definición

Los valores mobiliarios son los documentos emitidos por personas jurídicas públicas o privadas, los que confieren Derechos de asociados o de acreedores idénticos para una serie dada, de tal suerte que los títulos, por lo demás negociables según los modos previstos por el Derecho Comercial, son susceptibles de una venta, de una cotización colectiva, de la cotización de la bolsa.

Erick Casco Muñoz en su estudio “Teoría General de Títulos Valores” ofrece un concepto de valores mobiliarios al citar a BAS Federico: “el título valor de fracción de cantidad que corresponde a una serie emitida en masa con idéntico contenido jurídico y económico”<sup>43</sup>

Vidal Ramírez, F. en su definición abarca aspectos retomados por otros juristas, enunciando de la siguiente manera: Los valores mobiliarios son una especie de títulos valores, creados para cubrir las necesidades de la sociedades u otro ente corporativo representando derechos crediticios, dominiales o patrimoniales, o de participación en el capital, de patrimonio o las utilidades del emisor, y que no solo están destinados a la circulación sino que son libremente transferibles, siendo emitidos en serie o en masa, todos ellos con una identidad de derechos, al menos dentro de cada clase y serie, confiriendo a sus titulares la calidad de socio o de acreedor, con las características impuestas a tales títulos por el emisor<sup>44</sup>.

Los valores mobiliarios, por ser una especie de título valor, llevan incorporado un derecho, con la particularidad de que a partir de una única declaración de voluntad, éstos son emitidos en serie -o en masa-, representando cada uno de

---

<sup>43</sup> CASCO MUÑOZ, Erick. “La Teoría general de los títulos valores y su adecuación a las letras de cambio y pagarés”. Tesis de Estudio de Investigación para culminación de estudios. Universidad Centroamericana, Managua, 2005. Pág. 86.

<sup>44</sup> VIDAL RAMÍREZ, Fernando. Op. Cit 149.



ellos un valor o contenido económico. Asimismo, la susceptibilidad de negociación de los valores mobiliarios en el mercado financiero los convierte en una categoría de instrumento financiero.

#### **I.2.4.B. Características de los Valores Mobiliarios:**

- Emisión Masiva

Se trata de títulos valores emitidos en serie, no debe hacerse individualmente ni aisladamente, por ello se le llama títulos valores seriales<sup>45</sup>.

Los valores mobiliarios tienen en su origen una causa financiera, nacen en virtud de una operación de financiación en masa. Al respecto jurisprudencia comparada<sup>46</sup> establece la emisión en masa como aquella que se efectúa de forma simultánea o bien sucesiva durante un periodo determinado y como parte de una operación financiera de un número de valores, homogéneos o no entre sí, de tal manera que se haga posible su posterior distribución entre el público.

- Contenido de Derechos Patrimoniales

El citado artículo 1 del Decreto 33-93, establece que los valores mobiliarios pueden conferir a sus titulares derechos crediticios, dominiales o de participación.

La doctrina mayoritaria ha concluido que las principales características de los valores mobiliarios son la Homogeneidad y la Negociabilidad.

---

<sup>45</sup> VIDAL RAMIREZ, Fernando. La bolsa de valores. Cultural Cuzco S.A. Editores. Lima, Peru 1988. Pág. 55

<sup>46</sup> Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores Arto 5 Resolución No. 141-98-EF/94.10.



- La Homogeneidad

Consiste en la pertenencia de los valores a un mismo género, lo que implica cualidades iguales en cuanto a derechos y obligaciones, y carencia de individualidad. Dicha homogeneidad facilita el intercambio masivo de los valores mobiliarios, y permite desarrollar otra nota: la fungibilidad, puesto que “no importa la entrega de determinado valor mobiliario, sino la entrega de la cantidad convenida<sup>47</sup>”.

- Fungibilidad

De lo anterior se permite desarrollar otra nota característica: la fungibilidad que debe entenderse como la igualdad de caracteres que guarda un título respecto de los otros de una misma serie debido a que se insertan dentro del tráfico como cosas de un mismo género, esto no impide que los valores mobiliarios no gocen de individualidad, pero esta los convierte en bienes muebles de carácter fungible”.

- La Negociabilidad

La Negociabilidad de los valores mobiliarios significa la transmisión que estos representan en el ámbito de los mercados financieros, prácticamente en el sector de la bolsa de valores, aunque también se permiten operaciones a través de actos de negociación en el mercado de valores

---

<sup>47</sup> BEAUMONTO CALLIRGOS, Ricardo, y CASTILLARES AGUILAR. “Comentarios a la Nueva Ley de Títulos Valores. Gaceta Jurídica. Lima 2000. P. 686 En cuanto a la característica de “Homogeneidad”, Beaumont y Castellares expresan que no debe confundirse los términos de Igualdad y Homogeneidad ya que en los valores mobiliarios aun pertenecientes a una misma serie o clase pueden darse excepcionales diferencias (distintos beneficiarios, pactos especiales entre sus tenedores, cargas que pueden afectar alguno de ellos), que nos podría llevar a calificar de desigualdad. Parece mas acertada el termino homogéneo, cuya denominación etimológica indica lo relativo a un mismo género.





- Títulos Libremente Transferibles

Como parte de su propia naturaleza los valores mobiliarios poseen la aptitud de circular libremente y de ser transferibles<sup>48</sup>. La transferibilidad o no del título va a estar limitada por los preceptos legales que regulen la libre circulación de estos dentro del tráfico.

#### **I.2.4.C. Régimen Jurídico Nicaragüense de los Valores Mobiliarios**

El ordenamiento jurídico nacional que tiene por objeto la reglamentación de los valores mobiliarios son: la Ley General de Títulos Valores Decreto No. 1824, el Reglamento General sobre Bolsa de Valores Decreto 33-93, el que ha sido derogado materialmente en gran parte de su contenido por la Ley 587, y el Código del Comercio Capítulo V “De las Compañías Anónimas” Sección II “De las Acciones”.

El artículo 285 del Decreto No. 1824, reglamenta sobre los debentures o bonos en general (los debentures son considerados valores mobiliarios y son conocidos como obligaciones), y los define como “títulos valores que incorporan una parte alícuota de un crédito colectivo constituido a cargo de una sociedad anónima”.

El Reglamento General sobre Bolsa de Valores, en su primer artículo detalla lo que se debe entender por valores “transferibles”, siendo éstos últimos el objeto de regulación del Decreto 33-93, el que literalmente dice: “Todos aquellos que otorguen a sus titulares derechos de crédito de propiedad de participación en el capital de las personas jurídicas publicas o privadas, tales como acciones, bonos, derechos de suscripción preferentes, opciones sobre acciones, valores de corto plazo, planes de ahorro, cuotas de fondos de inversiones..”

---

<sup>48</sup> VIDAL RAMIREZ, Fernando. Op. Cit. Pág. 151.



La descripción que el legislador le da a los valores de “transferibles” puede equipararse o tener el mismo significado de “negociables”. Al respecto la doctrina mayoritaria ha considerado la equivalencia entre un valor mobiliario y un valor negociable, ya que una de las características del primero es la negociabilidad. Por lo tanto se debe interpretar que valores transferibles se refiere a valores mobiliarios<sup>49</sup>.

No obstante, es importante señalar que el valor negociable se caracteriza por otorgar un *plus* de liquidez respecto al valor mobiliario. Así también, los valores negociables delimita teleológicamente la aplicación de los diversos sectores que comprende el Derecho de Mercados de Capitales, siendo aplicable a las opciones y futuros<sup>50</sup>. La discusión acerca de la denominación de los instrumentos transables cobra sentido al analizar el contenido de la Ley 587.

La Ley de Mercados Capitales no prevé en su contenido una definición de valores mobiliarios, sin embargo sí hace la introducción de un concepto novedoso: el tratamiento del valor “negociado” o de los valores que se pretenden negociar en el mercado de valores, asimismo dispone el concepto de las emisiones de valores en serie, en la parte infine del arto 11, destacando las notas de homogeneidad y fungibilidad: “*Se considerarán emisiones de valores en serie, las emisiones de valores, provenientes de un mismo emisor que sean homogéneas y fungibles entre sí.*” De esto último se desprende otra característica del valor negociable o negociado, esto es su distinción por la especial negociabilidad y su configuración como instrumentos agrupado en emisiones y homogéneos.

---

<sup>49</sup> Al respecto Jose Maria de Eizaguirre expone la diferencia entre valores mobiliarios y valores negociables, estos últimos son títulos con mayor liquidez en cuanto a son mas susceptible a la inversión, a consecuencia de la cotización en el Mercado secundario oficial de valores.

<sup>50</sup> HERRERA, Jesús “Ley de Mercados de Capitales, Estudio Introductorio”. “*Los futuros y opciones son negociables en el mercado de valores, y la supervisión de los contratos standard están a cargo de la SIBOIF.* Pág. 22.



### **I.2.5. Anotaciones Electrónicas en cuenta y la desmaterialización de los títulos valores.**

Al analizar la Ley 587, “Ley de Mercados de Capitales”, se observa como el legislador introduce ligeramente en nuestro sistema jurídico el instituto jurídico de las “anotaciones electrónicas en cuenta”. Debemos recalcar la importancia de su tratamiento puesto que la misma Ley dispone que se representen los valores emitidos del fondo de titularización exclusivamente mediante anotaciones electrónicas<sup>51</sup>.

El proceso de desmaterialización de los títulos valores es el resultado de la combinación de dos factores, por un lado el creciente desarrollo de la ciencia informática y por otro la necesidad de suprimir el trasiego o movimiento masivo de títulos valores<sup>52</sup>.

Con la amplia y acelerada expansión de los mercados de capitales que genera mayores emisiones masivas de títulos valores, la circulación o transmisión de los títulos en su forma documental resulta complicada; no sólo por su gran variedad, sino también por su excesiva expansión a nivel cuantitativo. De esta forma nace una nueva necesidad de los mercados: dotar a los sistemas financieros de un instrumento útil y ágil que permita la movilización de los títulos valores con un costo menor y mayor seguridad. El resultado es la supresión del soporte documental de los títulos valores, en otras palabras, el papel desaparece para dar paso a un soporte electrónico.

Una anotación en cuenta puede ser definida como un registro electrónico a través del cual se representa un título valor, los valores representados por medio de una anotación electrónica se constituyen en virtud de su inscripción en el correspondiente registro contable. La persona que aparezca inscrita en los

---

<sup>51</sup> Art. 122, Ley 587.

<sup>52</sup> MARTÍNEZ- ECHEVERRÍA y GARCÍA DE DEUÑAS, A. “Valores Mobiliarios anotados en cuenta, Concepto, Naturaleza y Régimen Jurídico.” Editorial Aranzadi, S.A, Madrid, 1997. Pág. 59.



asientos del registro contable de una entidad adherida se presupone propietaria del valor, razón por la cual podrá ejercer las prestaciones inherentes al mismo.

Debe notarse que el proceso de transmisión de los títulos se simplifica extraordinariamente en virtud de las anotaciones electrónicas, a la vez que se evitan los problemas que pueden generarse a raíz de un endoso falso o bien de la pérdida, robo o hurto del título.



## CAPÍTULO II. TITULARIZACIÓN DE ACTIVOS Y FONDOS DE TITULARIZACIÓN

### II.1. TITULARIZACIÓN DE ACTIVOS

La Titularización, también conocida como securitización de activos, titulización o bursatilización, es una herramienta financiera utilizada en las carteras de créditos de las empresas, con el fin de ofrecer una fuente alternativa de financiamiento. Algunos afirman que el empleo de este instrumento provocó la crisis mundial financiera experimentada a partir del año 2008<sup>53</sup>, sin embargo otros señalan los beneficios que la titularización generaría para iniciar una revolución en el mercado financiero, una vez que los inversionistas tengan la confianza en un sistema regulado y supervisado<sup>54</sup>.

La operatividad de la securitización tiene sus orígenes en los Estados Unidos de América en la década de los setenta, no obstante los antecedentes se distinguen desde el inicio de financiamiento de operaciones inmobiliarias –adquisición y construcción de viviendas-, impulsada por las fuerzas demográficas de los años treinta, que a la vez propiciaron la demanda de fondos y mayor capacidad de las instituciones de ahorro para atraer capital y hacer crecer sus balances. Lo anterior trajo como consecuencia altas tasas de interés en el otorgamiento de créditos, además de la necesidad de las entidades financieras de reducir costos para la obtención de fondos<sup>55</sup>. *“La cuestión era simplemente si el ahorro podría crecer lo suficientemente rápido como para financiar las necesidades de vivienda de la*

---

<sup>53</sup> Fondo Monetario Internacional “*Global Financial Stability Report*”. Octubre, 2009. Pág. 85

<sup>54</sup> Comités de Asuntos Financieros de Asia, Australia, Nueva Zelanda, Europa, Japón, Latinoamérica y Estados Unidos, Declaración Conjunta “*Securitización Eficiente para la Estabilidad Financiera y el Crecimiento Económico*”, Santiago, Chile, 17 de Agosto del 2009. Pág. 5.

<sup>55</sup> KENDALL Leon, FISCHMAN Michael, “*A Primer on Securitization*” Chapter 3 *The origins of Securitization, Sources of Growth, and Future Potential*. Massachusetts First MIT Press. Edición 2000. Pág. 31



*nación. Había una creciente preocupación de que la gente despertara un día y descubriera que no había dinero para créditos hipotecarios. No era una cuestión del costo de los fondos. Se trataba de una cuestión de disponibilidad de fondos<sup>56</sup>.*

*Wall Street* trató de abordar la demanda inminente para encontrar una fuente alternativa de fondos, ya que el ahorro se consideraba el eje fundamental para la industria hipotecaria.

El intento de ampliar la oferta de fondos para la vivienda implicó el uso de hipotecas como garantía, el uso de sus préstamos para la vivienda como garantía para los bonos a largo plazo. Muchos préstamos se transformaron en instrumentos negociables o valores mobiliarios. Estos valores, llamados bonos respaldados por hipotecas –*mortgage backed bonds*-, fueron ampliamente utilizadas por entidades de ahorro. De esta manera surgen los títulos de deuda respaldados y garantizados por un activo real. Las instituciones de ahorro alcanzaron el objetivo de conseguir más fondos para sus operaciones de préstamo y de vivienda.

Posteriormente, el gobierno implementó mecanismos para proteger el ahorro del público y la solvencia de las entidades financieras, a través de la creación de agencias federales cuya finalidad era la de garantizar el repago de los créditos hipotecarios<sup>57</sup>. El gobierno de los Estados Unidos creó el *Federal National Mortgage Association*: un organismo que impulsó el mercado de *securitización*, desarrollando un título garantizado por préstamos hipotecarios para viviendas; de esta manera se incentivaba a las entidades financieras a otorgar ciertos tipos de préstamos hipotecarios financiados con la emisión de títulos respaldados por dichas hipotecas y garantizados por el gobierno. En gran parte el referido respaldo estatal en la estandarización de procedimientos para el otorgamiento y

---

<sup>56</sup> Op. Cit. KENDALL Leon, FISHMAN Michael Traducido al español “*The issue was simply whether the thrift balance sheets could grow enough to fund the nation’s housing needs. There was a growing concern that people were going to wake up one day and find out there was no mortgage money available. It was not an issue of the cost of funds. It was an issue of the availability of funds.*”

<sup>57</sup> DUQUE ARISTIZÁBAL Dorley Titularización de Activos Inmobiliarios. Trabajo de Grado Especialización en Ingeniería Financiera. Universidad Nacional de Colombia, 2009. Pág. 12.



transferencia de créditos hipotecarios y en la utilización de instrumentos capaces de generar aceptación en el mercado de capitales<sup>58</sup> fue el motivo por el cual funcionó exitosamente este proceso en la economía estadounidense.

### II.1.1. A. Titulización de Activos en España

El término empleado en España para designar la operación es Titulización. El modelo de titulización que han desarrollado las entidades españolas ha venido siendo determinado, en gran medida, por los diferentes desarrollos normativos que se han introducido en las últimas décadas. Así, fueron las carteras de préstamos hipotecarios las primeras en ser titulizadas en 1992, siguiendo la suerte de otros países, por tratarse estos de activos homogéneos y de elevada calidad crediticia.

La Ley 2/81, Ley del Mercado Hipotecario, y el Real Decreto<sup>59</sup> que posteriormente la desarrolló (RD 685/1982), crearon y delimitaron la figura de las cédulas hipotecarias, los bonos hipotecarios y las participaciones hipotecarias. Estos tres títulos hipotecarios dieron la pauta a las entidades de crédito para obtener financiación con base en su cartera hipotecaria.

Diez años más tarde, la Ley 19/1992, de 7 de julio, permitía la titulización de las Participaciones Hipotecarias (PH) establecidas en el Real Decreto 685/1982 y definía la figura de los Fondos de Titulización Hipotecaria (FTH). Al permitir titular las PH y no los préstamos hipotecarios directamente, se agilizaba enormemente el proceso de titulización, puesto que, entre otras ventajas, no era necesaria la comunicación al acreedor original ni modificar la escritura pública de la hipoteca. A su vez, cada PH representaba un préstamo hipotecario de alta calidad, con un importe menor al 80% del valor de tasación de la vivienda (*Loan to Value, LTV*), entre otros requisitos mínimos establecidos en el RD 685/82. El siguiente paso

<sup>58</sup> GARCÍA MORALES Pedro, "Securitización en el Mercado Inmobiliario de los Estados Unidos: Algunos Aspectos Jurídicos" Revista Chilena de Derecho. Vol. 24 No. 3, 1997. Pág. 587.

<sup>59</sup> Real Decreto 685/1982, De 17 de Marzo de 1982. Desarrolla Determinados Aspectos De Ley 25-3-1981, Ley Reguladora Del Mercado Hipotecario.



fue, a medida que los mercados crecieron y se hicieron más maduros, permitir la titulización del resto de préstamos hipotecarios (aquellos que no cumplían los requisitos de calidad mínima exigidos por el RD 685/82), así como, posteriormente, la titulización de los activos no hipotecarios. Ello fue posible con el RD 926/1998, que definió la figura de los Fondos de Titularización de Activos (FTA) y que reguló el papel de las Sociedades Gestoras de Fondos de Titularización (SGFT).

Cabe destacar ciertas particularidades del modelo español de titulización, en primer lugar, que el originador, la entidad que concede los préstamos que posteriormente tituliza, continúa desarrollando el papel de administrador en la práctica totalidad de las titulizaciones<sup>60</sup>, de manera que no pierda la relación con el cliente bancario y continúa asumiendo su papel tradicional en lo relativo al seguimiento de la calidad crediticia de dichos préstamos<sup>61</sup>.

La traslación de Basilea II al marco legislativo europeo, a través de la Directiva de Requerimientos de Capital (CRD), ha supuesto algunas diferencias, tanto en su ámbito de aplicación<sup>62</sup>, como en lo relativo a otros aspectos más técnicos, que responden a las diferencias y particularidades de los mercados en Europa. En cualquier caso, los desarrollos en materia de regulación del capital mínimo regulatorio suponen, en el ámbito de las titulizaciones, primero, el reconocimiento

---

<sup>60</sup> Real Decreto 685/1982, Sección 7ª "Participaciones Hipotecarias", Artículo 61.3: "El emisor conservará la custodia y administración del crédito hipotecario, así como la titularidad parcial del mismo y vendrá obligado a realizar cuantos actos sean necesarios para la efectividad y buen fin del mismo, abonando a los partícipes, incluso en caso de pago anticipado, el porcentaje que les corresponda en lo percibido del deudor hipotecario por concepto de capital e intereses de acuerdo con las condiciones de la emisión".

<sup>61</sup> En esta misma línea, juega un rol importante la regulación del mercado hipotecario, específicamente en las normas que regulan las participaciones hipotecarias, donde se establece que la administración de los préstamos hipotecarios debe mantenerse en manos de la entidad bancaria original. La gran relevancia del mercado hipotecario en España, y el hecho de que en él estuviera el origen de la titulización, han contribuido a que la retención de la administración de los préstamos por parte de las entidades originadoras se extienda a los casos titulizaciones no hipotecarias.

<sup>62</sup> El ámbito de aplicación en Europa afecta a todas las entidades de crédito y empresas de inversión, y no solo a los bancos internacionalmente activos.





de un tratamiento específico y, segundo, una mayor sensibilidad de los requerimientos de capital a los riesgos asumidos.

### II.1.1.B. Reglamentación Comunitaria Europea

En Europa no se desarrolla un instrumento propiamente en materia de titularización, sin embargo vale la pena mencionar el desarrollo de la Comunidad Europea en lo que respecta a las agencias calificadoras. Como se observará mas adelante, uno de los agentes que intervienen en el proceso de Titularización son las calificadoras de riesgo. En Derecho Comunitario se aprecia la importancia de la que revisten las agencias calificadoras para el funcionamiento de los mercados de valores gracias a su influencia definitiva en la dinámica de los procesos estructurados de financiamiento entre ellos los procesos de titularización. A continuación se expone, el cuerpo normativo a nivel comunitario que se desarrolla en materia de calificación crediticia es el “Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre agencias de calificación crediticia<sup>63</sup>”, el cual persigue los objetivos detallados a continuación<sup>64</sup>:

- Garantizar que las agencias de calificación crediticia eviten los conflictos de intereses en el proceso de calificación o, al menos, los gestionen adecuadamente;
- Mejorar la calidad de los métodos empleados por las agencias de calificación crediticia, y la de las calificaciones;
- Lograr una mayor transparencia, imponiendo a las agencias de calificación crediticia obligaciones de información;
- Establecer un marco eficaz de registro y supervisión, evitando la búsqueda del «fuero más ventajoso» y el arbitraje reglamentario entre Estados miembros de la UE.

<sup>63</sup> REGLAMENTO (CE) No 1060/2009 DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO aprobado el 16 de Septiembre de 2009.

<sup>64</sup> COMISIÓN DE LAS COMUNIDADES EUROPEAS “**Propuesta de Reglamento Del Parlamento Europeo y del Consejo sobre las Agencias de Calificación Crediticia**” Exposición de Motivos pág.3, Bruselas. Noviembre, 2008.



El Reglamento evita caer en las generalidades en cuanto al planteamiento de las obligaciones de las agencias, y es por tal razón que puntualiza en darle un tratamiento especial para las calificaciones de “instrumentos de financiación estructurada”, último que se define en el mismo cuerpo normativo como “*un instrumento financiero u otro activo resultante de una operación o mecanismo de titularización*”. La especialidad en la regulación se estipula en el inciso II.) Sección D “Disposiciones sobre la presentación de las calificaciones crediticias” del Reglamento, bajo el título de II. “Obligaciones adicionales en relación con las calificaciones crediticias de los instrumentos de financiación estructurada”, por el cual se determina lo siguiente:

*(...) 1. Cuando una agencia de calificación crediticia califique un instrumento de financiación estructurada, facilitará en la calificación toda la información sobre el análisis de pérdidas y de flujo de caja que haya realizado o en el que se base, así como una indicación sobre las variaciones previstas de la calificación crediticia.*

*2. La agencia de calificación crediticia indicará el nivel de análisis realizado por lo que atañe a los procesos de debida diligencia efectuados con respecto a los instrumentos financieros u otros activos subyacentes de los instrumentos de financiación estructurada. La agencia de calificación crediticia señalará si ha efectuado un análisis de dichos procesos o si se ha basado en el análisis de un tercero, e indicará de qué modo influye el resultado de ese análisis en la calificación crediticia.*

*3. Cuando una agencia de calificación crediticia emita calificaciones crediticias de instrumentos de financiación estructurada, acompañará la divulgación de métodos, modelos e hipótesis fundamentales de calificación con orientaciones que expliquen las hipótesis, los parámetros, los límites y las incertidumbres en relación con los modelos y métodos de calificación utilizados en dichas calificaciones crediticias, incluidas simulaciones de escenarios de estrés efectuadas por la agencia al establecer las calificaciones. Dichas orientaciones serán claras y fácilmente comprensibles.*



*4. Las agencias de calificación crediticia divulgarán, de forma permanente, información relativa a todos los productos de financiación estructurada que se les someten para su revisión inicial o para calificación preliminar. Dicha divulgación tendrá lugar independientemente de que los emisores celebren o no un contrato con la agencia de calificación crediticia para una calificación definitiva. (...)*

Llama la atención este último inciso, ya que por primera vez se denota el deber establecido por ministerio de ley para que las agencias calificadoras den seguimiento a los valores respaldados por activos

#### **II.1.1.C. Antecedentes de Titularización Inmobiliaria en Nicaragua<sup>65</sup>.**

La Titularización en Nicaragua tiene sus antecedentes a partir del año 1966, en que se establece el Sistema Nacional de Ahorro y Préstamo para la vivienda a través de la aprobación del Decreto No. 1192. “Ley Orgánica del Sistema Nacional de Ahorro y Préstamo<sup>66</sup>”. Dicho sistema fue una propuesta ajustada al contexto habitacional existente en la época, y pretendía representar un instrumento de progreso económico y social, ya que el Sistema se integraba por instituciones que tenían como principal objetivo canalizar los recursos en términos eficientes para satisfacer una necesidad y para fomentar un sector clave de la economía como es el sector vivienda, por lo que sus operaciones se resumían en la concesión de créditos hipotecarios para la construcción o mejoramiento de vivienda, para la adquisición de éstas y para cancelar gravámenes hipotecarios que la afectasen.

El Decreto 1192 es el instrumento por el cual se crea el Banco de la Vivienda de Nicaragua (BAVINIC), al mismo tiempo que dispuso en su organización estructural la existencia de un Departamento de Fomento de Hipotecas Aseguradas (FHA), cuyo funcionamiento consistía en asegurar la inversión de financiamiento a largo

<sup>65</sup> Este punto fue desarrollado a partir de la colaboración de Msc. Roberto Bermúdez López, Asesor Legal del Instituto de la Vivienda Urbana y Rural, entrevista personal, 22 de Mayo de 2010.

<sup>66</sup> Aprobado el 01 de Junio de 1966. Publicado en La Gaceta No. 136 del 18 de Junio de 1966.



plazo que otorgaban las entidades financieras para las viviendas, es decir que aseguraban los préstamos hipotecarios. El seguro se manifestaba como la reducción de riesgo para la institución financiera o acreedor debido a la posibilidad de recuperar el dinero si el deudor tenía problemas para cumplir con la obligación de pago.

La seguridad consiste en la compensación de valor de la hipoteca contra algo de igual valor (o preferentemente de mayor valor). La seguridad en una hipoteca es un acuerdo mediante el cual el prestamista puede, si es necesario, forzar al prestatario que libere el valor de la garantía para pagar la deuda si se violan los términos del préstamo.

Lo que se pretendía con este instrumento era que en el caso de que la persona que hubiere constituido una hipoteca asegurada, incumpliera con la obligación principal (crédito), el acreedor o institución financiera tenía la opción del pago del seguro o reclamo de incumplimiento del crédito vía judicial. Si el acreedor optaba por el pago del seguro, debía ceder al BAVINIC el crédito vencido, con todas sus fianzas, garantías o depósitos de cualquier clase constituido a favor del acreedor.

Esta figura jurídica permitía aumentar la liquidez de las instituciones financieras que otorgaban créditos hipotecarios, puesto que hacían posible la transformación de los activos de menor liquidez en nuevos recursos para su recolocación. Consecuentemente, la capacidad de otorgar préstamos se potencializa, ya que cuentan con una mayor cantidad de fondos para aplicar al otorgamiento de nuevos préstamos.

Se eliminan los descalces financieros, producidos por fondos a corto plazo, como por ejemplo depósitos a plazo fijo, que tienen un plazo por lo general menor a un año, y la colocación de fondos a través de los créditos para adquisición de vivienda, que son por períodos mayores de un año.



Se reduce el riesgo crediticio, ya que el título valor está organizado por un seguro de deuda, por lo que existe una diversificación del riesgo para el inversor.

Si el acreedor prefería cobrar judicialmente el adeudo y no el seguro, podía reclamar al FHA si en el procedimiento de ejecución se le adjudicaba el inmueble hipotecario. En tal caso, se debía ceder al banco todos sus derechos provenientes de la adjudicación, a fin de que la escritura de transmisión fuera otorgada directamente a favor del banco. Una vez efectuada la cesión sería pagadero el seguro de hipoteca al acreedor.

El importe del seguro era pagadero en bonos denominados “Bonos Inmobiliarios FHA”. Las emisiones de bonos inmobiliarios FHA eran respaldadas con las siguientes garantías:

- a) Con un fondo de reserva;
- b) Con un fondo inmobiliario;
- c) Con un fondo de ventas y amortizaciones, y
- d) Con la garantía plena del Estado;

El efectivo que formaba parte del fondo de reserva de garantía de los Bonos Inmobiliarios era invertido en Hipotecas Aseguradas constituidas a favor de Instituciones de Ahorro y Préstamo y entidades aprobadas; y en Bonos del Estado emitidos con la finalidad específica de fomentar las actividades propias del Banco de la Vivienda.

Luego, en el año 2002, con la entrada en vigencia de la Ley 428, “Ley Orgánica del Instituto de la Vivienda Urbana y Rural”, se procedió a la disolución ordenada del BAVINIC, y los créditos pasarían a ser recuperados a través de una Junta Liquidadora, correspondiéndole la venta de la cartera social mediante subasta pública al mejor postor de la banca nacional.



Por último, vale la pena destacar que actualmente la ley 587 “Ley de Mercado de Capitales” es el régimen aplicable para el proceso de Titularización, estos preceptos en el marco de la vivienda se complementan con la Ley 677, “Ley Especial para el Fomento de la Construcción de Vivienda y de Acceso a la Vivienda de Interés Social”<sup>67</sup>.

### II.2.1. Concepto de Titularización

La titularización, según Rosenthal, es un proceso estructurado a través del cual los créditos y otros activos son *empaquetados, suscritos y vendidos*<sup>68</sup> en forma de títulos valores a inversionistas.

Novoa Galán<sup>69</sup> manifiesta que la *securitización* debe concebirse como alternativa de financiamiento de empresas ya que proporcionan *liquidez, homogeneidad y acceso al mercado secundario* de valores a instrumentos que por naturaleza son ilíquidos, heterogéneos y de restringido acceso al mercado, que a la vez consisten en valores respaldados en activos.

Para el autor colombiano Juan Carlos Varón Palomino, la titularización es *“una operación jurídica compleja que tiene por finalidad la movilización de diversas clases de activos mediante la emisión y colocación de nuevos títulos (llamados “títulos movilizados”) representativos de derechos sobre los activos objeto de movilización, así como la administración de los activos movilizados y el cumplimiento oportuno de las prestaciones incorporadas en los valores emitidos con ocasión del proceso”*<sup>70</sup>.

<sup>67</sup> Aprobado por Asamblea Nacional el 11 de Marzo del 2009, Publicado en La Gaceta, Diario Oficial No 80 y 81 el 4 de Mayo del 2009.

<sup>68</sup> ROSENTHAL James y OCAMPO Juan, **“Securitization of credit: Inside the new technology of finance”**. Traducido al español: *Credit Securitization is the carefully structured process whereby loans and other receivables are packaged, underwritten, and sold in the form of securities (instruments commonly known as asset-backed securities)*. Ed. John Wiley & Sons Inc, 1988. 1ra Edición. pág. 3.

<sup>69</sup> NOVOA Galán, Raúl y NOVOA Muñoz Gabriela, **“Derecho del Mercado de Capital”**, Pág. 175.

<sup>70</sup> Varón Palomino Juan Carlos, **“Portafolios de Inversión: la norma y el negocio”** Universidad de Los Andes. Ediciones Uniandes Editorial Temis, 2da Edición. Bogotá, Colombia 2008. Pág. 86.



Según CORTÉS<sup>71</sup>, la Titularización es una *operación consistente en la cesión de un conjunto o cartera de activos financieros, normalmente créditos, a una entidad o fondo constituido ad hoc, y en la simultánea emisión de valores negociables, y habitualmente, negociados en un mercado secundario oficial, con cuyo importe se financia la adquisición de los activos*. Continúa exponiendo CORTÉS que la titularización puede verse desde dos puntos de vista: *“(...) para la cedente, la titularización supone, como en las operaciones de crédito activa, la obtención inmediata de unos recursos que puede emplear a su mejor conveniencia, los fondos no se aporten o encuentran en el mercado de crédito sino, mediante, la interposición de aquella figura ad hoc, en el mercado de valores (...)”*. Asimismo la contraparte o el inversor *“(...) no adquiere valores ligados al devenir de un concreto emisor, sino vinculados a los rendimientos y pagos de una cartera de activos previamente seleccionados que, normalmente, le suponen rendimientos superiores a otras modalidades de inversión, como los depósitos bancarios o los títulos públicos”*.

Ya en el ordenamiento jurídico nicaragüense, la Ley 587 ilustra una definición de Titularización en su artículo 109, a través del cual se debe entender que la *“Titularización es el proceso mediante el cual una o varias entidades llamadas originadoras, proceden a sacar de su balance un conjunto de préstamos, créditos u otros activos capaces de generar un flujo continuado de recursos líquidos que son objeto de traspaso a un fondo denominado Fondo de Titularización, constituido para recibirlos y autorizado a emitir, con el respaldo de tales activos, nuevos valores mobiliarios que serán colocados, previa calificación crediticia”*. En otras palabras, la norma citada describe la titularización como el proceso de transformación de los activos de la entidad originadora en valores mobiliarios, asimismo hace mención de la constitución de un patrimonio cuyo único propósito es respaldar los valores mobiliarios que resultan del proceso de transformación.

---

<sup>71</sup>CORTÉS, Luis Javier. Obra Colectiva Uría Menéndez. “Curso de Derecho Mercantil Tomo II”, Civitas, Madrid 2001. Pág. 455.



### II.1.3. Metamorfosis de los Activos<sup>72</sup>.

La doctrina más autorizada ha dado en denominar al proceso de la titularización como una “*metamorfosis de activos*”. Resulta interesante puntear la titularización como un proceso por el cual se crea un patrimonio independiente a partir de la enajenación de activos generadores de flujos de efectivo y a la vez son administrados por sociedades constituidas para tal efecto. Tales flujos de pago, caracterizados por su heterogeneidad, una vez que hayan pasado por el proceso de transformación se convierten en valores negociables, líquidos y con nivel riesgo de crédito conocido, es decir, se le *da forma de instrumento transable a una obligación financiera específica*<sup>73</sup>. Este proceso genera valor agregado a las operaciones de créditos respaldados por activos, mejorando la estructura de capital y de endeudamiento<sup>74</sup> del originador, ampliando las posibilidades de financiamiento, lo que requiere procesos efectivos y expeditos<sup>75</sup>, con un riguroso control, que a su vez permite acceder al mercado de los inversionistas institucionales a cualquier empresa que posea flujos importantes de créditos.

Expuestos los conceptos citados, se puede concluir entonces que la titularización es un acto jurídico complejo mediante el cual ciertos bienes son cedidos por parte de su originador para someterse a un esquema legal específico mediante el cual un agente de manejo emite dichos bienes transformados en valores negociables.

---

<sup>72</sup> Schwarcz, Steven L. “*Structuring and legal Issues of Asset Securitization in the United States, International Financial and Legal Perspectives*”, Center for Commercial Law Studies Queen Mary and Westfield College, University of London, 1991. Pág.24.

<sup>73</sup> Op. Cit. Novoa Galán, Pág. 175.

<sup>74</sup> Se debe recalcar que la empresa, persona jurídica o natural que emplea el método de securitización, no se ve afectada en su capacidad de endeudamiento, ya que la titularización de activos es aquel financiamiento que refleja ventajas en la gestión de balances y riesgos, para facilitar el desarrollo de proyectos industriales o de infraestructura por ejemplo.

<sup>75</sup> Consultado en portal web Best Business Solution Consulting Securitization [www.bbsc.cl](http://www.bbsc.cl), Consultado el 8 de Febrero del año 2010.





#### II.1.4. Fideicomiso Financiero

El fideicomiso se define como el negocio jurídico por el cual el fideicomitente transmite uno o más bienes al fiduciario con el encargo de que los administre o enajene y con el producto de su actividad cumpla una finalidad establecida por el constituyente, en su favor o en beneficio de un tercero o fideicomisario<sup>76</sup>.

Una vez dejado en claro el concepto de Fideicomiso, es oportuno dedicar el presente acápite a la figura del Fideicomiso Financiero, mismo que guarda una relación con la Titularización, siendo el primero una modalidad del negocio fiduciario cuya operatividad está destinada a dar respuestas de financiamiento a las empresas, y se define como aquel negocio que permite la separación de una parte del patrimonio para hacerlo inatacable frente a la “*persecutoreidad*”<sup>77</sup> de los acreedores, ya que los bienes afectados al fideicomiso no corren el riesgo comercial del fiduciante ni del fiduciario.

En este particular tipo de fideicomiso, existe una sociedad especialmente autorizada por las entidades estatales correspondientes para actuar como fiduciario financiero, quien tiene la obligación de efectuar las gestiones necesarias para mantener los bienes titularizados, emitirlos en el mercado de valores secundarios y recaudar los rendimientos generados. Los beneficiarios del fideicomiso financiero son los titulares de certificados de participación en el dominio fiduciario o de títulos representativos de deuda garantizada con los bienes así transmitidos. La obligación o el derecho incorporados derivados de la emisión de los valores mobiliarios no se contabilizan en el balance de la fiduciaria ni en el del originador, sino en el balance del fondo o patrimonio separado.

<sup>76</sup> HERRERA ESPINOZA, Jesús, ARAÚZ ULLOA, Manuel. “Derecho Bancario” Centro Nicaragüense de Estudios de Derecho”, Managua Nicaragua, 2007 Pág. 341.

<sup>77</sup> Es decir que el patrimonio, objeto del fideicomiso, no puede ser perseguido por los acreedores del fiduciario ni del fiduciante, ni tampoco la quiebra de ambos o de alguno de ellos incide sobre estos particulares bienes.



En Derecho Comparado se puede observar como los legisladores han acudido a la figura de Fideicomiso Financiero<sup>78</sup>, y en su desarrollo debe de observarse la estrecha relación con la titularización de activos debido a las notas semejantes que caracterizan a cada una de estas figuras: la enajenación de bienes o activos a un sujeto que tiene como mandato su administración. Sin embargo debemos advertir que su funcionamiento no se reduce ni se limita a la figura de titularización.

Otra similitud del Fideicomiso Financiero con la *Securitización* de activos es que los bienes fideicomitados constituyen un patrimonio separado del patrimonio del fiduciario y del fiduciante<sup>79</sup>. A partir del patrimonio fiduciario, el ordenamiento jurídico argentino ha reglamentado la emisión de dos tipos de valores: valores representativos de deuda y certificados de participación. Los activos fideicomitados se incorporan para poder obtener remuneración resultante de la oferta pública de títulos valores, que se emiten precisamente contra dichos activos. Asimismo, en atención a la legislación argentina el beneficiario resulta ser el sujeto que capta las ventajas que surjan del ejercicio de la propiedad fiduciaria.

Cabe destacar que en Nicaragua no se cuenta con una legislación especial para el tratamiento del Fideicomiso, en tanto sólo se hace mención de la figura contractual en la Ley Bancaria autorizando a las instituciones financieras la operación del fideicomiso. Empero, la falta de una regulación detallada de la figura no sería obstáculo para el encuadramiento de la titularización como una modalidad de fideicomiso financiero.

---

<sup>78</sup> Un ejemplo del tratamiento jurídico del Fideicomiso Financiero es el caso de la República de Argentina, que reglamenta el fideicomiso financiero en la Ley 24.441 “Ley de Fideicomisos” y en la Ley 21.526 “Ley de Entidades Financieras”. El Fideicomiso financiero en Argentina es utilizado en la construcción de inmuebles de propiedad horizontal, mediante el otorgamiento de certificados de participación a los futuros dueños de las unidades a construir, manteniéndose la propiedad fiduciaria a la administración y gestión de una sociedad que actúa como fiduciaria.

<sup>79</sup> Artículo 14, Ley 24.441 “Ley del Fideicomiso” República de Argentina.

## II.1.5. Proceso de Titularización

La titularización genera desarrollo en el mercado de capitales debido a que se suministran nuevos instrumentos de oferta pública, así como el reciclaje que puede darse por el uso de los recursos recibidos por los activos vendidos y transferidos al patrimonio de afectación.

Uno de los efectos de la titularización reflejados en el originador es la ampliación de la base de sus clientes incrementando la rotación del activo, reduciendo el costo de fondeo de recursos, ya que su apalancamiento financiero se reduce y su ROE<sup>80</sup> se incrementa, asimismo se incrementa su ROA<sup>81</sup> al obtener liquidez para generar nuevas operaciones de crédito o aplicar esos recursos en inversión productiva.

### II.1.5.A. Originación

Resulta esencial en el engranaje de la operación, la presencia de un originador que en el desarrollo de sus actividades mercantiles, genere derechos de crédito<sup>82</sup>. El proceso de Originación se define en base a las políticas de crédito de la empresa o actividad económica, persona jurídica o natural originadora. Es un asunto independiente por el cual se establece la captación de activos del originador derivados de los actos o negocios jurídicos que puede llegar a celebrar la persona originadora con terceros que consecuentemente impliquen la creación de derechos a favor de la primera.

---

<sup>80</sup> ROE por sus siglas en Inglés "*Return of Equity*" o traducido al español como "retorno de patrimonio" que se define como la relación entre utilidad neta y patrimonio total.

<sup>81</sup> ROA por sus siglas en inglés "*Return On Assets*" Traducido al español como "Retorno de Activos" que resulta de la relación entre utilidad neta y activo total.

<sup>82</sup> <http://www.recalde-dandrea.com.py/publicaciones3.php> "Aspectos jurídicos de la securitización de activos" consultado el primero de Marzo del dos mil diez.



El originador, debe ser el titular efectivo de los derechos objeto de transmisión. La titularidad es uno de los aspectos de análisis, además de la naturaleza de tales bienes a efectos de establecer su pertenencia legítima.

### II.1.5.B. Cesión de Activos

La cesión de créditos se encuentra regulada bajo las prescripciones del Código del Comercio, Título IV “De la Compraventa, Permuta Mercantil, Cesión de Créditos Comerciales”, Capítulo III “De la Cesión de Créditos Mercantiles”, artículos 365 al 368. No obstante no se puede dejar de obviar las disposiciones que establecen los requisitos para el perfeccionamiento de esta figura en el Código Civil, llevándose a cabo a través de: 1. La entrega del título (*traditio*)<sup>83</sup>; 2. Notificación al deudor o Aceptación de éste<sup>84</sup>; y 3. Exhibición del título para el ejercicio del derecho<sup>85</sup>.

La cesión de bienes o activos objeto de titularización comprende la transferencia absoluta del dominio sobre cosas incorporales. La cesión se formaliza a través de un contrato o acto unilateral irrevocable por parte del originador, de manera que se necesita un título traslativo. El carácter definitivo de la transferencia hecha por el originador es una nota esencial del proceso de titularización, ya que la cesión no puede ser objeto de anulaciones posteriores por causa alguna<sup>86</sup>, justificando de tal manera la confianza que otorga a los inversionistas que representa para ellos acciones rescisorias, de nulidad o excepciones que puedan oponerse por el originador o por una tercería. La cesión onerosa, plena, definitiva, irrevocable e incondicionada de créditos que luego serán incorporados a valores negociables es el proceso que denota la titularización de créditos. La Ley 587 regula ese aspecto de la cesión de activos en el Art. 111, bajo el título “Activos Titularizables”, segundo párrafo, el que literalmente dice: *“La transmisión de los activos que salen del balance de la entidad originadora para nutrir el patrimonio del Fondo, debe*

<sup>83</sup> Art. 2716 C.

<sup>84</sup> Art. 2720 C.

<sup>85</sup> Art. 2721 C.

<sup>86</sup> Verbigracia: Vicios de la voluntad o por excesiva onerosidad de la prestación.



*realizarse con carácter incondicional y por todo el plazo restante hasta el vencimiento del crédito cedido*". El ordenamiento jurídico nicaragüense establece además una formalidad para el perfeccionamiento de este negocio, debiendo ser éste la suscripción de un convenio entre el originador y la sociedad administradora de fondos de titularización.

Dicho esto, la cesión se entiende como aquel acto jurídico por el que, una o varias personas individuales o colectivas, transfieren en forma absoluta el derecho de dominio sobre uno o más bienes o activos, **presentes o futuros**, a un patrimonio separado. Al respecto de los ingresos o activos futuros, la Ley 587 establece estos casos como excepcionales y debido a ello serán autorizados y revisados individualmente por la SIBOIF<sup>87</sup>.

La institución originaria del crédito enajena o cede sus derechos sobre créditos a un "vehículo de propósito especializado" conocido por sus siglas VPE<sup>88</sup>, el cual opera bajo la figura de una sociedad y emite valores con la garantía de los derechos de crédito cedidos. Los bienes o activos transferidos le pertenecen al patrimonio separado, razón por la cual no pueden ser utilizados para satisfacer obligaciones de los acreedores del cedente o de la sociedad de titularización.

#### **"Venta versus Préstamo Garantizado – True Sale versus Secured Loan"**

La transferencia de activos financieros del originador al VPE es un tema que ha generado controversia en la experiencia *estadounidense*, ya que la estructura de la *securitización* ha sido planteada desde dos puntos de vista formulados a partir de la búsqueda de la sustancia económica que subyace en la transferencia de activos y su forma legal.

---

<sup>87</sup> Ley 587, Artículo 112.- *Excepciones. "El Superintendente podrá autorizar caso por caso, y siempre con carácter excepcional, la titularización de determinados ingresos futuros, todavía no reflejados en balance, que la entidad originadora espere alcanzar por la práctica de actividades económicas duraderas o la prestación a terceros de servicios del mismo carácter, siempre que tales ingresos futuros sean de realización estadísticamente segura y su cuantía técnicamente determinable"*.

<sup>88</sup> También conocido en término anglosajón como "Special Purpose Vehicle" o SPV.



Como hemos señalado anteriormente, la noción básica sugiere que la transferencia de activos financieros en el proceso de *securitización* idealmente debe implicar la transmisión del derecho de propiedad sobre dichos activos, tal y como se propone en los principios de la titularización pronunciados por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea<sup>89</sup>, junto con la transferencia de la totalidad de riesgos económicos asociados al referido derecho. Las recomendaciones de Basilea II señalan como condición para que exista la figura de titularización la venta verdadera o *true sale* y la separación total o *clean break*<sup>90</sup>, para lo cual se establecen los siguientes requisitos:

- Los activos transferidos deben estar legalmente separados de quien los transfiera, y deben estar fuera del alcance del originador y sus acreedores.
- El receptor de los activos transferidos debe ser un vehículo de propósito especializado y los tenedores que tengan derechos o algún interés en ese vehículo, deben tener la posibilidad de transarlos.

Sin embargo, también es posible la retención del riesgo de crédito por el originador sobre los activos transferidos mediante el acuerdo entre las partes de la readquisición de los créditos cedidos que resultaren en el tiempo morosos o impagos, esto último se denomina Recurso de Crédito<sup>91</sup>. De este supuesto se desprenden dos elementos: la **forma** o transferencia de los derechos de crédito y la **sustancia** o transferencia de riesgos económicos, es decir que una vez que se otorgue el recurso de crédito nos podríamos encontrar ante una distorsión de la relación forma-sustancia.

---

<sup>89</sup> Comité de Basilea en Supervisión Bancaria “*Asset Securitization*” *Consultive Document, Bank for International Settlements*, Basilea, Suiza, Año 2001. Pág.

<sup>90</sup> “*Clean break*” o traducido al español como “ruptura limpia” por el cual se identifica el momento en que el banco emisor retira los activos titularizados del balance general - es esencial para los requisitos de capital basados en el riesgo. Los activos deben ser considerados como efectivamente removidos del balance general.

<sup>91</sup> H P Kravitt “*Securitization of Financial Assets*”, 2da Edición, New York, Aspen Law and Business, 1996. Capítulo 8, Pág.87. “La retención del crédito sucede en la securitización cuando se incorporan formas varias de “mejoradores de crédito internos” (*internal credit enhancements*) como mecanismos de garantía provistos por el originador. La retención del crédito es un incentivo por el impacto positivo en la tasa de interés que obtiene el originador.



El conflicto sustancia-forma tiene trascendencia en el ámbito de los acreedores, y más específicamente en el concurso de acreedores ante la eventualidad de una quiebra, puesto que se podría entender que aun cuando los activos *securitizados* hayan sido transferidos, estos mismos podrían formar parte de la masa del concurso del originador, y la retención de crédito disminuiría o afectaría la masa concursal de los acreedores dado que incrementa el riesgo del patrimonio del originador.

El debate doctrinal se sitúa fundamentalmente en los tribunales de las cortes norteamericanas –cortes federales de quiebra- ya que el juez en base al *equity powers*<sup>92</sup>, es quien califica en ultima instancia el negocio jurídico para garantizar derechos de terceros –concurso de acreedores- indagando sobre la naturaleza de los contratos referidos a transferencia de créditos por ventas. El análisis permite examinar que la transferencia de activos puede hacerse por dos formas: *True Sale* y/o *Secured Loans*.

El *True Sale* consiste en la transferencia de activos financieros considerada como una compra venta o como una transferencia de propiedad o *absolute assignment*<sup>93</sup>, cuyo propósito radica en la separación de los activos financieros transferidos al VPE del conjunto de bienes que integrarían la masa del concurso en una eventual quiebra del originador, en otras palabras la salida irrevocable de los activos transferidos del patrimonio del originador.

El *Secured Loan*, o su traducción al español “Préstamo Garantizado”, se fundamenta en el recurso del crédito o en el riesgo de crédito retenido por el vendedor en una transacción. El recurso puede concretarse de diversas maneras, por ejemplo puede acordarse la recompra de cualquiera de los recibos de créditos impagos, la compensación por las pérdidas derivadas de los recibos de créditos

---

<sup>92</sup> “*Equity Powers*” o su traducción al español Poderes de Equidad: es la atribución del Juez de interpretación de normas y aplicación de estas mismas siguiendo los lineamientos de principios de justicia.. Búsqueda del término “*Equity*” Black’s Law Dictionary, 7ma Edición, Bryan A. Garner Chief Editor, West Group, St Paul, Minn, 199. Pág. 601.

<sup>93</sup> Traducido al español: Cesión de créditos.



impagos, o la creación por parte del vendedor de un fondo de reserva conformado por la retención parcial del pago que el comprador desembolsa sobre tales créditos y administrado por el comprador o por un tercero.

Pero se debe advertir que este debate sólo tiene connotaciones respecto de los acreedores del originador, ya que ellos pueden ver lesionado sus derechos al momento de ir contra su patrimonio para el cumplimiento de obligaciones.

### II.1.5.C. ESTRUCTURACIÓN DE ACTIVOS

La titularización es un novedoso tipo de financiamiento estructurado y a la vez una herramienta que incrementa la eficiencia en la gestión de riesgo por medio de su diversificación.

#### **Estructuras Organizativas**<sup>94</sup>

Según la doctrina más aceptada, existen tres tipos o estructuras básicas de títulos valores emitidos bajo un proceso de *securitización*.

- **PASS THROUGH**

Consiste en la venta, cesión o endoso de archivos del originador o acreedor original al ente jurídico llamado vehículo de propósito especializado, quien emite los títulos valores a ser colocados entre los inversores. En esta categoría, el originador desplaza los activos de sus balances a la vez que la emisión de títulos no forma parte de su pasivo.

---

<sup>94</sup> Consultado el 4 de Marzo del dos mil diez: <http://escueladerecho.blogspot.com/2009/07/algunos-alcances-sobre-titulizacion-de.html>





- **ASSET-BACKED BONDS**

En este caso, no se produce un aislamiento de los activos a Titularizar, sino que permanecen en el patrimonio del originador. El flujo de fondos que los mismos generen no estará afectado exclusivamente al pago de capital o interés de los títulos de deuda emitidos, por lo que generalmente esta categoría de títulos valores es mejorada con activos adicionales<sup>95</sup>.

- **PAY-THROUGH**

Es una combinación de elementos de los dos tipos básicos arriba señalados, ya que si bien los activos a titularizar no se separan del patrimonio del originador, sus ingresos garantizan exclusivamente el pago del capital e intereses de los títulos emitidos, tal como ocurre con el *PASS-THROUGH*.

#### **II.1.5.D. CALIFICACIÓN DE RIESGO CREDITICIO:**

Es primordial para la seguridad del proceso de titularización el pronunciamiento de una entidad especializada en la calificación de riesgo, que realice un estudio financiero<sup>96</sup> y una evaluación jurídica en la que se analiza las condiciones legales del proceso y la factibilidad de titularizar según la legislación pertinente. La calificación del riesgo crediticio tiene la función de aliviar la incertidumbre que puedan tener los inversionistas sobre los riesgos de pago y los riesgos de mora.

El análisis que comprende la calificación de riesgo crediticio contiene las investigaciones correspondientes a la estructura de emisión, descritas a continuación:

- Características del Activo Subyacente
- Resguardos y Garantías

---

<sup>95</sup> *Ibidem*

<sup>96</sup> La evaluación financiera se logra a través de una simulación de rentabilidad para el inversionista. El resultado de dicha evaluación se obtiene una propuesta inicial de estructuración.



- Administración de los Activos
- Seguridad Jurídica

### **i. Características del Activo Subyacente**

La estructura de una titularización debe ser producto de un análisis minucioso de la realidad financiera del emisor, en donde se busca que los ingresos generados por el activo subyacente calcen con la estructura de gastos y pagos de capital e intereses planteados en la emisión<sup>97</sup>. Los aspectos del activo subyacente que merecen especial atención son los siguientes:

- **Flujos de Caja:** Se pretende identificar los riesgos inherentes a la estructura de pago, ya que el éxito de la titularización depende en parte de la capacidad de resistir pérdidas superiores a las históricas y a las posibles futuras pérdidas, previendo la posibilidad de cobertura total y puntual de las obligaciones de la emisión. También se toma en cuenta la existencia de fondos de reserva, los ingresos originados por dichos fondos y el retiro de excedentes permitidos por la emisión.
- **Riesgo de Mercado:** Se procede a determinar cuales son las variables críticas que condicionan los flujos futuros. Estas variables o fuentes de incertidumbre dependerá del tipo de activo objeto de titularización.
- **Riesgo de Tasa de Interés:** El origen de la rentabilidad del VPE es la tasa de interés –fija o variable- pactada contractualmente y pagada por el originador.
- **Riesgo Cambiario:** Eventuales oscilaciones de los tipos de cambio entre las distintas monedas de los activos que conforman el fondo de titularización y la moneda de emisión de los títulos.
- **Riesgo de liquidez:** La liquidez puede verse amenazada por los desfases temporales de los flujos entrantes y salientes causados por los repagos

---

<sup>97</sup> <http://www.softlineratings.com/filesup/MetodologiaTitulosDeParticipacion.pdf> Consultado el 28 de Febrero del dos mil diez. “Resumen de la Metodología de Calificación de Riesgo de Títulos de Participación”. SOFTLINE RATINGS Sociedad Calificadora de Riesgo.



tempranos y parciales de la deuda o por los pagos anticipados por parte del dedor, esto ultimo implica una reducción de ingresos para la VPE

- **Riesgo de Crédito:** el crédito conlleva el riesgo de incumplimiento del pago de las obligaciones. El proceso de titularización tiene como objetivo mitigar el riesgo de crédito al distribuirlo entre los diversos inversores.
- **Riesgos Operativos:** La compleja operatividad comporta una carga riesgosa debido al número de participantes envueltos en este proceso, ya que los intereses de cada una de las partes son personales y no consolidados. Al buscar cada uno sus propios objetivos van en detrimento. El riesgo operativo puede derivarse también de la asimetría de información manejada por las partes.

## ii. Resguardos y Garantías

- **Sobrecolateralización:** el portafolio transferido para el VPE tiene un valor nominal más alto que los títulos emitidos a los inversionistas. El interés adicional y los repagos del principal están disponibles para cubrir cualquier retraso. Los pagos que no se requirieron pueden ser retornados al originador, una vez que la transacción ha sido completada.
- **Exceso de márgenes:** es un mecanismo que permite satisfacer la demanda de los inversionistas y otras partes interesadas. Sucede cuando el interés pagado a los inversionistas excede el interés total pagado a los deudores individuales como resultado de los efectos de la diversificación. El margen excedentario es invertido dentro de la transacción y puede ser usado para la cobertura del riesgo de crédito.
- **Acuerdos de rescate:** limita riesgos de crédito del originador dentro del pool para compensar la readquisición de los efectos por cobrar relevantes a valor nominal estos acuerdos están limitados a una parte del pool.
- **Fondos de reserva:** se puede constituir dos tipos de fondos: fondos levantados con la colocación de la emisión, en instituciones de la banca comercial y fondos recaudados por vía del activo subyacente en exceso de



los montos requeridos para cubrir tanto los cupones o intereses de los títulos como los costos de seguros, administración y otras tarifas.

- **Sustitución de activos:** consiste en el compromiso por parte del originador a restituir la totalidad o un porcentaje del activo subyacente que se encuentre en estado de atraso o presente alguna mora.
- **Garantías:** caben dentro de esta categoría las garantías en general (pueden ser cartas de crédito), compromisos y seguros de crédito. Una garantía puede compensar el riesgo de crédito hasta cierto monto, por otro lado el compromiso puede cubrir las pérdidas causadas por retraso y usualmente comprenden sólo un colateral con altas calificaciones y alta liquidez.

### iii. Administración de los activos

Se pretende obtener la calificación de calidad de cada uno de los sujetos intervinientes con el fin de predecir si estos cumplirán con las obligaciones establecidas en el contrato de emisión. Se toma en cuenta la situación financiera, experiencia, estructura organizativa, políticas y procedimientos de cobranza, sistemas de información y procedimientos para la administración de los fondos.

Juega un rol importante el vehículo de propósito especializado, el cual debe velar por el buen desempeño del activo subyacente, su garantía y colaterales. Para ello debe contar con una serie de indicadores que permitan monitorear su comportamiento y prever medidas correctivas en su caso.

La Ley 587 dispone en su artículo 116<sup>98</sup> la imperatividad de la calificación crediticia por parte de una entidad calificadora de riesgos para la constitución de Fondos de Titularización. Asimismo, también establece los aspectos que se deben analizar,

---

<sup>98</sup> Ley 587, Artículo 116.- Calificación Crediticia Imperativa: “No podrá autorizarse la constitución de ningún Fondo de Titularización, cuyos valores no hayan sido objeto de calificación crediticia por parte de una entidad calificadora de riesgos de prestigio internacionalmente reconocida a juicio del Superintendente”.



siendo estos: el prospecto de emisión de los valores, auditorías de los activos objeto de transmisión, el documento constitutivo del Fondo, los seguros y garantías que vayan a contratarse de las mejoras, e informes jurídicos que acrediten la legalidad y suficiencia de las operaciones de titularización.

#### **iv. Seguridad jurídica:**

La evaluación del marco legal se realiza a través del análisis de los contratos involucrados en el proceso o acuerdos bilaterales. Un aspecto importante que brinda certeza a los activos subyacentes es la existencia de libertad de gravámenes, que no haya vicios en su transmisión con la finalidad de asegurar su independencia de la insolvencia del emisor y de otros activos del VPE.

#### **II.1.6. Sujetos intervinientes en el proceso de Titularización**

En la titularización intervienen pluralidad de sujetos, a saber: la institución originadora de la cartera de créditos; el VPE; los inversionistas; instituciones financieras que actúan como garantes del VPE en las emisiones de valores o como proveedores de financiamiento puente para la adquisición de cartera de crédito que luego servirá de subyacente para nuevas emisiones de valores o para el mantenimiento del equilibrio entre la posición activa (cartera de crédito cedida) y la posición pasiva (valores emitidos) o también como colocadores de valores; el representante de los obligacionistas si se emiten valores de renta fija; y, las sociedades calificadoras de riesgo, quienes opinarán sobre la calidad crediticia de los valores emitidos o por emitir.

##### **II.1.6.A. EL ORIGINADOR:**

El originador es la parte que inicia el proceso de titularización y su interés generalmente se encuentra impulsado por la circunstancia de no contar con la posibilidad de obtener financiamiento a través de las fuentes tradicionales o por



carecer de la capacidad necesaria para concurrir a la oferta pública a través de la emisión de sus propios títulos<sup>99</sup>. El originador dispone de los activos para titularizar, la Norma Prudencial dictada por la SIBOF mediante RESOLUCIÓN N° CD-SIBOIF-498-1-SEP5-2007 establece que las empresas o personas originadoras son aquellas que sacan de su balance un conjunto de préstamos, créditos u otros activos, por ejemplo, en el caso de una titularización inmobiliaria un terreno y los planos de las mejoras a ser construidas; o en el caso de un banco una cartera crediticia de préstamos hipotecarios.

Los activos transmitidos que respaldan la emisión son aquellos créditos susceptibles de ser cedidos y oponibles inmediatamente frente a terceros, de un volumen significativo que justifique la securitización.

El tratamiento que la Ley 587 ofrece para las personas que puedan actuar como originadoras en el proceso de titularización establece que sólo podrán operar como tales los bancos, sociedades financieras y a las que cuenten con una autorización de la Superintendencia.<sup>100</sup>

#### **II.1.6.B. VEHÍCULO DE PROPÓSITO ESPECIALIZADO.**

Es la entidad encargada de la administración, custodia y conservación de los activos o bienes objeto de la titularización, así como el recaudo y transferencia al agente de manejo de los flujos provenientes de dichos activos o bienes. Además, resulta interesante destacar la reciente tendencia de constitución de sociedades especializadas en la administración de uno o más fondos de titularización, y de tal manera se puede entender lo dispuesto en el artículo 122 segundo párrafo de la Ley 587: “(...) *podrán tener a su cuidado la administración de uno o más fondos,*

<sup>99</sup> Consultado el 25 de Febrero del 2010 en [http://www.consejo.org.ar/coltec/mackeprang\\_1106.htm](http://www.consejo.org.ar/coltec/mackeprang_1106.htm)

<sup>100</sup> Ley 587, Art. 110 “(...) Sólo podrán titularizar activos, actuando como originadoras, los bancos, sociedades financieras y demás entidades que autorice la Superintendencia (...)”.



*correspondiéndoles, la representación y defensa de los intereses de los titulares de los valores emitidos con cargo a los fondos que administren”.*

Las sociedades administradoras de fondos de titularización se constituyen como Vehículo de Propósito Especializado, ya que el propósito se restringe únicamente a ser receptor y propietario de los activos cedidos a través de los cuales se conforma los activos subyacentes, y de acuerdo con lo establecido en las Norma Sobre Sociedades Administradoras y Fondos de Titularización, se constituyen como sociedades anónimas de objeto social exclusivo, bajo el control del Consejo Directivo de la SIBOF.

El objetivo de este sujeto es mantener aislados los activos que han de emitirse en títulos, y que al mismo tiempo se encuentran protegidos de los riesgos emergentes de la gestión empresarial de la persona originadora, es decir, las VPE son creadas con el único fin de adquirir los activos que se titularizan y emitir los bonos de titularización que han de ser colocados en el mercado. A través de ellos, se desvinculan los riesgos de los activos titulizados de los que afectan al originador.

El régimen aplicable para dichas sociedades en lo concerniente a su constitución - previamente autorizada por el Consejo Directivo de la Superintendencia – y su funcionamiento son las mismas disposiciones establecidas para las Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión y, en lo no previsto en la misma, las normas generales sobre las sociedades anónimas contenidas en el Código de Comercio, Capítulo V “De Las Compañías Anónimas”, Sección I “Disposiciones Generales”.

Cabe destacar que, según lo preceptuado en el ya referido art. 122 en su parte *in fine* se establece que “Las Sociedades administradoras de fondos de titularización gozaran de los mismos privilegios y procedimientos que la ley otorga a las entidades bancarias para la recuperación de sus créditos”



A fin de mantener la naturaleza de los fondos de titularización es importante determinar los recursos propios de la sociedad administradora de fondos. Respecto a esta determinación de recursos propios frente a los recursos provenientes de la empresa originadora, el artículo 13 de la “Norma Sobre Sociedades Administradoras y Fondos de Titularización”<sup>101</sup> establece que los recursos se perfilan por medio de la diferencia entre las siguientes partidas:

*a) Partidas que suman:*

*i. Patrimonio (excluye las partidas sujetas a distribución).*

*ii. Las provisiones reflejadas en los registros contables.*

*b) Partidas que restan:*

*i. 100% del saldo de cuentas de activos intangibles.*

*ii. 50% del saldo de cuenta de activo fijo neto de depreciación que sean necesarios para la realización del objeto social.*

*iii. 100% de las cuentas por cobrar a socios y relacionadas.*

*iv. 100% otras cuentas por cobrar.*

### **Administrador o agente de Manejo**

Es la entidad que administra los activos titularizados, así también gestiona la emisión de valores con el respaldo de dichos activos y su amortización. Generalmente la administración de los activos y documentos inherentes a este proceso de titularización que conforma el Patrimonio Autónomo esta a cargo de la VPE, sin embargo, pueden darse casos excepcionales como en el ordenamiento jurídico español, que la administración le corresponde al mismo originador o un tercero designado al efecto. La administración implica el suministro de información

---

<sup>101</sup> RESOLUCIÓN No. CD-SIBOIF- 498-1-SEP5-2007. Aprobado por el Consejo Directivo de la SIBOIF en fecha 5, Septiembre 2007. Publicado en La Gaceta, Diario Oficial No. 204 del 24 de Octubre del 2007.





periódica al vehículo o emisor y a los tenedores de los títulos y certificados de participación, acerca de todo aquello que resulte de su interés.

La sociedad administradora será responsable de la administración de los activos o ingresos futuros titularizados; no obstante, esta podrá contratar los servicios de un agente de manejo, entendiéndose como tal, aquel responsable de prestar el servicio cobro administrativo y judicial de los activos o ingresos antes referidos.

Vale la pena destacar que, en derecho comparado, por ejemplo en la normativa estadounidense, se admite la constitución de las VPE sin personalidad jurídica, dando lugar a un tercer sujeto denominado “Sociedad Gestora de Fondos de Titularización o *Trustee*”, que se define como aquel sujeto que garantiza los derechos de los tenedores de los títulos emitidos, encargándose de vigilar que los pagos a los inversores se hagan adecuadamente, y de que se cumpla con la documentación legal relativa a la titularización realizada. No puede añadir riesgos adicionales a la operación.

#### **II.1.6.C. ESTRUCTURADOR**

En el ámbito internacional, esta función la suelen desarrollar los bancos de inversión, en conjunto con las agencias de calificación para llegar a un consenso sobre la estructura que se le otorgará a los activos subyacentes.

El Estructurador diseña y determina la estructura de la titularización, decidiendo el importe de las mejoras crediticias y los tramos en los que se dividirán los títulos que se van a emitir, y participando, normalmente, en su colocación en el mercado<sup>102</sup>.

---

<sup>102</sup> Revista “**ESTABILIDAD FINANCIERA**” Número 14 Las Turbulencias en los Mercados Financieros, Causas, Desarrollo y Consecuencias. Publicación del Banco de España, Mayo 2008. Pág. 90.



La labor del estructurador no se resume a la agrupación de los bienes objetos de titularización, sino también se extiende a la estructuración financiera y jurídica, y para emprender tal labor es necesario analizar las condiciones preliminares y proyecciones del mercado, las posibilidades de homogenizar los activos y las formalidades que ello implica.

#### **II.1.6.D. CALIFICADORA DE RIESGO**

La calificación de riesgos –requisito imperativo según nuestro ordenamiento jurídico- es emitido por una sociedad calificadora de valores en referencia a la calidad crediticia de una emisión o capacidad de pago del capital y los rendimientos a que dan derecho los valores emitidos por parte del emisor. Dicha entidad debe estar autorizada por el órgano rector correspondiente y emite una opinión, respecto al riesgo de incumplimiento de las condiciones financieras ofrecidas en la emisión.

Las calificadoras de riesgos se constituyen bajo la figura de sociedades anónimas cuyo objeto social exclusivo es la calificación de valores o riesgos relacionados con la actividad financiera, aseguradora, bursátil o cualquier otra relacionada con el manejo, aprovechamiento e inversión de los recursos captados del público.

Toda calificación emitida por las sociedades calificadoras debe ser aprobada por su comité técnico<sup>103</sup>, de acuerdo con el reglamento y las metodologías que hayan sido adoptados previamente por la calificadora. La sociedad calificadora tiene la obligación de mantener bajo reserva la información acerca de la entidad que calificada.

---

<sup>103</sup> Comité de Calificación según el Art. 173. Ley 587.



### II.1.6.E. COLOCADOR

Es la entidad encargada de la colocación de los valores resultantes de un proceso de titularización en el mercado primario. Es una entidad financiera, banco de inversión o agente bursátil, que a través de un contrato de "underwriter"<sup>104</sup> celebrado con el emisor coloca los títulos valores mediante oferta pública o privada.

En el caso de oferta pública el underwriter suscribe los títulos para revenderlos o bien conservarlos en su cartera, en tanto que mediante oferta privada actúa como intermediario.

La actuación del underwriter presupone de su parte un conocimiento especializado que le permitirá realizar una labor de ingeniería financiera, a partir de un estudio del mercado que favorezca la colocación de los títulos.

Cabe aquí señalar que el vehículo de propósito especializado en forma conjunta con el Colocador, deberá tramitar ante las autoridades competentes la autorización de la Oferta Pública de Intercambio parcial y la inscripción del Patrimonio Separado y de la Emisión de Valores en el Registro correspondiente.

### II.1.6.F. INVERSIONISTA

Es la persona o entidad en cuyo favor se realiza todo este proceso y a quien se le ofrece los valores que se emiten con el respaldo del patrimonio separado. El

---

<sup>104</sup> VARGAS VARGAS, Manuel, "La Sociedad Anónima en el Derecho Anglonorteamericano", Editorial Jurídica de Chile, 1964. Santiago de Chile. Pág. 93. "underwriting" cuyo significado gramatical es "debajo de lo escrito". Según MG. JOHAN QUESNAY el contrato de underwriter es un contrato atípico celebrado entre una entidad de intermediación financiera (underwriter), la cual puede ser un banco o compañía financiera, que se obliga principalmente a financiar, prefinanciar y vender los valores emitidos por la entidad financiera la cual los coloca dentro del mercado secundario, a cambio de una determinada remuneración, y complementariamente de una diversidad de servicios tales como asesoramiento, estudio, emisión de informes, consejos, entre otros, todos los cuales convergen, de manera interdependiente, hacia un único resultado, que es el buen éxito del negocio. <http://Jquesney.wordpress.com/el-contrato-de-underwriting/>. Consultado el 1 de Septiembre del 2010.



tenedor de estos valores, como es obvio y esa es la finalidad de la emisión de valores mobiliarios en este proceso, podrá transferir a su vez libremente tales derechos en favor de terceros, a través del mercado secundario y bursátil, dada la homogenización de tales derechos en alícuotas que representan los valores emitidos.

## **II.2. FONDOS DE TITULARIZACIÓN**

### **II.2.1. Naturaleza Jurídica de los Fondos de Titularización.**

La naturaleza de los Fondos de Titularización es una cuestión debatible que dependerá de la adopción de la figura jurídica que cada ordenamiento o sistema jurídico afronte.

#### **i. Fondos de Titularización como Patrimonios Autónomos**

En Derecho Comparado podemos apreciar como el sistema jurídico colombiano valora la constitución de los fondos de titularización como patrimonios autónomos. Partiendo de la afirmación de que el patrimonio es uno de los atributos de la personalidad, constituido por la universalidad jurídica integrada por todos los derechos y obligaciones, ligada ella a una persona natural o jurídica, y predica respecto de él la característica de la unicidad expresada bajo la siguiente fórmula: sólo quienes son personas tienen patrimonio, cuanto que a su vez únicamente ellas pueden ser sujetos de derecho; es decir toda persona posee un patrimonio, sea cual fuere el contenido material y económico, y así no lo haya, lo que dependerá de la dinámica productiva de su titular; y es único cuanto que una persona no puede tener más que un patrimonio, visto éste como el conjunto de elementos activos y pasivos que pertenecen a un mismo sujeto de derecho. No obstante, la práctica que forja el derecho y la presencia de distintos fenómenos jurídicos han desvirtuado la rígida concepción unitaria del patrimonio, puesto que



se ha establecido la posibilidad real de que una misma persona tenga varios patrimonios a la vez, pero tan perfectamente delimitados que no se tocan y por cuya existencia, precisamente a causa de esa separación, correlativamente se pueden generar relaciones jurídicas también distintas que se desarrollan autónomamente<sup>105</sup>.

A partir de dichos fenómenos surgen los llamados patrimonios autónomos, caracterizados por estar dotados de vida propia, y cuya duración esta destinada a ser de manera transitoria, designados a cumplir una finalidad, aplicación o afectación específica; cabe destacar que la existencia de este tipo de patrimonios ha dado lugar a gran cantidad de operaciones y relaciones de derecho en el tráfico comercial. Los fondos de titularización, como patrimonios autónomo, tienen su origen en la ley que determina la manera de su conformación e identidad.

## **ii. Fondos de Titularización constituidos a partir de negocios fiduciarios impropios.**

Por otro lado, existen ordenamientos, como es el venezolano, que encasillan la naturaleza de los fondos dentro de los negocios fiduciarios impuros, en contraposición a los denominados “puros”<sup>106</sup>, por la regulación o marco legal que permite a las partes ejercitar acciones concretas para tutelar sus derechos en cuanto la legislación tipifique el negocio y establezca las obligaciones a la vez que confiera derechos y defensas en torno a su celebración.<sup>107</sup>

Para comprender los alcances de este tipo de negocio debe retomarse la figura de fiducia romana, que surge de la autonomía de la voluntad de las partes<sup>108</sup>.

---

<sup>105</sup> Rama Judicial de la República de Colombia. Corte Suprema de Justicia. Sala de Casación Civil. Sentencia del 3 de agosto de 2005. Pág. 1.

<sup>106</sup> HERRERA, Jesús. “Contratos Atípicos” “(...) Los negocios fiduciarios puros se ciñe exclusivamente a la confianza en el otro contratante (...)”. Pág. 131.

<sup>107</sup> RODRÍGUEZ-AZUERO, Sergio. “CONTRATOS BANCARIOS. Su significación en América Latina”. Biblioteca Felaban. Reimpresión de 4ta Edición. Mayo, 2007. Bogotá Colombia. Pág. 613.

<sup>108</sup> RODRÍGUEZ-AZUERO, Sergio. La fiducia tuvo su origen en el Derecho romano clásico, mediante acciones de buena fe, la “*actio fiduciae*”. Op. cit., Pág 613.



REGELBERGER citado por RODRIGUEZ AZUERO, en su obra “Contratos Bancarios”, describe al negocio fiduciario como aquel que se caracteriza por la incongruencia o heterogeneidad entre el fin contemplado y el medio jurídico empleado para alcanzarlo. Otra característica señalada por GRASSETTI concibe al negocio fiduciario como una manifestación de voluntad por el cual se atribuye a otro una titularidad de derecho en nombre propio pero en interés del transfiriente o en interés de un tercero. Esto último supone la existencia de una confianza depositada en el fiduciario que se distingue de los demás negocios jurídicos por estar revestido de un grado superior debido a la posibilidad de abusar<sup>109</sup>.

El negocio fiduciario era explicado hasta hace poco a través de la teoría del doble efecto<sup>110</sup>, sin embargo la doctrina más reciente se aparta de dicha teoría, por lo que hoy en día se revela un modo de razonar que empieza definiendo al negocio fiduciario como aquel por el que se transmite una propiedad formal también conocido como “titularidad fiduciaria”, eficaz frente a terceros de buena fe, a la vez que retiene la propiedad material o “propiedad real”. Esta teoría tiene acogida en el sistema anglosajón<sup>111</sup> de acuerdo a la institución jurídica denominada “*trust*”, por el cual el *setlor* o constituyente<sup>112</sup> transmite bienes al “*trustee*” o fiduciario para que disponga de ellos según sus orientaciones y en beneficio del fideicomisario o “*cestui que trust*”. En referencia a esto último no se debe asociar o confundir el seguimiento de estas instrucciones con las de un mandato, como lo ha pretendido explicar la teoría del mandato irrevocable al definir el negocio fiduciario, misma también que ha sido criticada por los siguientes argumentos: el fiduciario actúa como el propietario de los bienes frente a terceros al celebrar, respecto a estos,

<sup>109</sup> RODRÍGUEZ-AZUERO, op. cit., *ibídem*.

<sup>110</sup> La doctrina tradicional explicaba la figura del negocio fiduciario mediante la «teoría del doble efecto». Dicha teoría sería iniciada a fines del siglo XIX por REGELBERGER, según la cual existen dos negocios: uno real y abstracto, respectivamente uno dispositivo (transmisión del derecho) y otro obligatorio (por virtud del cual se obliga a ejercitar el derecho transmitido en una forma limitada y a restituirlo). Posteriormente, en la doctrina italiana, por obra de FERRARA, se admitiría esta figura y la teoría del doble efecto, si bien se entendería que el negocio fiduciario es único, con una sola causa (*causa fiduciae*), justificativa del doble efecto del negocio fiduciario (traslativo y obligatorio). Consultado en sitio web <http://www.encyclopedia-juridica.biz14.com/d/negocios-juridicos-anomalos/negocios-juridicos-anomalos.htm> el 20 de Agosto del 2010.

<sup>111</sup> HERRERA, Jesús. “Contratos Atípico” Op. cit., Pág. 128.

<sup>112</sup> El constituyente o *setlor* es el equivalente a fideicomisante.



actos jurídicos en su nombre, más no en representación o en nombre del constituyente del patrimonio; asimismo la transmisión real de bienes no se encuentra dentro de las notas que define al mandato como institución jurídica.

### **iii. Análisis de la naturaleza jurídica de los Fondos de Titularización en el sistema nicaragüense.**

El sistema jurídico nicaragüense no da cabida al patrimonio autónomo al seguir los lineamientos del patrimonio como un atributo de la personalidad. El artículo 114 de la Ley 587 define al fondo de titularización como un patrimonio *separado y carente de personalidad jurídica*. La separación vista como una operación contable con efectos jurídicos en lo que respecta a la inatacabilidad de los acreedores del originador y/o de la sociedad gestora de los fondos. Los denominados patrimonios separados se integran por núcleos de obligaciones y derechos pertenecientes al sujeto jurídico al cual corresponden las demás obligaciones y derechos que constituyen el patrimonio general, pero están segregados de este patrimonio general. Cabe mencionar que los bienes del patrimonio separado no responden de las obligaciones de las cargas, que tiene el patrimonio general.

Por lo anterior, nos remitimos a la legislación Española, Real Decreto 926/1998 que en su Capítulo I “Fondos de Titularización de Activos” art 1, en su parte primera nos brinda una definición similar a la nicaragüense, en la cual expresa que *“Los fondos de titulización de activos son patrimonios separados, carentes de personalidad jurídica, integrados, en cuanto a su activo, por los activos financieros y otros derechos (en adelante, activos) que agrupen y, en cuanto a su pasivo, por los valores de renta fija que emitan y por préstamos concedidos por entidades de crédito. Con carácter general, la financiación con valores deberá ser superior al 50 por 100 del pasivo, salvo que concurren causas financieras, técnicas, jurídicas o de mercado que justifiquen un porcentaje menor y se acredite en el momento de la constitución del fondo”*. Dejando así también sentado que el patrimonio que



constituye el fondo no es un patrimonio autónomo en tanto no goza de personalidad jurídica ni vida propia.

Habiendo analizado el precepto que define los fondos de titularización en el sistema nicaragüense, es dable afirmar que su naturaleza se articula como el de negocio fiduciario.

## **II.2.2. Elementos característicos de los activos que conforman los Fondos de Titularización.**

*“Solamente podrán ser objeto de traspaso a un Fondo de Titularización, un conjunto de activos que por su número, cuantía y características comunes, permitan nutrir un patrimonio suficientemente homogéneo y capaz de generar los flujos de pagos necesarios para asegurar el cumplimiento de los compromisos asumidos por el Fondo”<sup>113</sup>*. De este precepto se pueden deducir los siguientes elementos característicos:

- **Volumen<sup>114</sup>:**

Cada cartera deberá tener un volumen suficiente en relación con su cuantía total y el número de operaciones que comprende, que facilite el análisis estadístico del riesgo crediticio del conjunto.

- **Susceptibles de Homogeneidad:**

Los activos que componen la cartera deberían reunir características similares. La ley dispone cuáles son las similitudes que deben reunir los activos en dos casos especiales. En el caso de cartera de créditos la similitud debe constar en cuanto a las condiciones de tipo de tasas de interés, destino de los créditos, pago y revisión

---

<sup>113</sup> Art. 111. Ley 587.

<sup>114</sup> Art. 20 Resolución No. CD-SIBOIF- 498-1-SEP5-2007.





de las condiciones de pago, penalización por cancelación anticipada, garantía, ejecución, entre otros. En el caso de los contratos de arrendamiento, la similitud se encuentra en el tipo de activo que se arrienda y en las obligaciones del arrendatario estipulado en el respectivo contrato.

- **Generar flujos periódicos y predecibles:**

Debe establecerse matemática y estadísticamente el flujo de caja generado o activos titularizados. La proyección debe realizarse por un plazo igual al de duración del patrimonio autónomo.

Habiendo destacado las notas características de los activos susceptibles de titularización, es dable afirmar que los siguientes activos son ejemplos representativos de este tipo:

- Valores representativos de deuda pública;
- Valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores
- Cartera de Créditos
- Activos y Proyectos Inmobiliarios

Se puede titularizar cualquier tipo de activos que estén agrupados en un volumen relevante en cuantía total y número de operaciones, de manera tal que generen un flujo de caja regular y predecible que sea suficiente para que la Sociedad Titularizadora pague todos los servicios asociados con la operatividad de la figura y para responder el interés y capital ofrecido en la emisión de valores. Por lo que es dable afirmar que pueden ser objeto de titularización, por ejemplo, los flujos provenientes de los pagos por créditos con garantía hipotecaria, por cartera de tarjeta de créditos, de cuentas por cobrar de una empresa, etc. Otro aspecto a destacar es que dichos activos deben de reunir otro requisito indispensable y es el de no estar sujetos a litigio o cualquier otra restricción de tal forma que la Sociedad Titularizadora pueda disponer libremente de ellos para conformar los



Fondos de Titularización, puesto que los flujos generados por los activos se usan únicamente con el objeto de responder a la emisión de valores<sup>115</sup>.

### II.2.3. Estructuración del patrimonio

El Patrimonio separado se estructura incorporando los bienes cedidos, delimitando las condiciones y características de la incorporación, y adicionando cualquier otro mecanismo que se estime necesario o conveniente al proceso.

Este patrimonio afectado con ese fin exclusivo, debe estar bien definido e identificado; pues podría tratarse de bienes y activos tangibles y existentes que pertenecen en propiedad al originador, o ser activos futuros o inclusive de propiedad de terceros, casos en los que será importante fijar las condiciones y seguridades para que se logre hacer efectivo y tangible su adquisición, así también si el patrimonio tiene gravámenes o está afectado por medidas cautelares, debe señalarse<sup>116</sup>.

Se genera una reestructuración del balance, es decir que se constituye patrimonios independientes denominados Fondos de Titularización, a partir de la enajenación de activos generadores de flujos de efectivo y administrado por sociedades constituidas para tal efecto, con el objetivo de sustituir en el balance de una empresa, los activos de baja liquidez e inmovilizados por activos disponibles y líquidos.

Terminado el plazo del proceso de titularización o cumplida su finalidad, de haber patrimonio separado remanente, éste será entregado a una tercera persona designada al efecto, o al originador, o a los inversionistas, según haya sido determinado en el contrato de constitución.

---

<sup>115</sup> <http://www.bcr.gob.sv/uploaded/content/category/363096766.pdf> consultado el 30 de Abril del año 2010.

<sup>116</sup> <http://www.bbv.com.bo/aula.temario11.asp> Consultado el 05 de Mayo del año 2010.



### II.2.3. Clasificación de los Fondos de Titularización

Los Fondos de Titularización pueden clasificarse según la naturaleza de su constitución en: **Fondos Cerrados** y **Fondos Abiertos**<sup>117</sup>.

De acuerdo a esta clasificación los Fondos Cerrados se establecen como aquellos que no prevén la modificación de su activo y pasivo a lo largo de la duración del fondo, exceptuándose las sustituciones y subsanaciones que provengan en los casos de amortización anticipada.

Por otro lado, los Fondos Abiertos de Titularización se caracterizan por una mayor flexibilidad al permitir las modificaciones al patrimonio que conforma el Fondo de conformidad a las reglas de su constitución. Las modificaciones pueden consistir en ampliaciones o renovaciones del activo así como la modificación del pasivo.

Otro criterio de clasificación atiende a la suerte de transferencia de riesgo, y de tal manera se determinan dos tipos de estructuras: **Titularización Tradicional** y **Titularización Sintética**. Este criterio consiste en la identificación del mecanismo utilizado para la transferencia y estratificación del riesgo de crédito de una cartera.

Las titularizaciones tradicionales son aquellas en las que se produce la venta o cesión plena de los activos a un vehículo especial que posteriormente emite títulos al mercado. Con la emisión de dichos títulos, el vehículo financia la compra de los activos, lo que a su vez conlleva la obtención de liquidez para el originador.

A los bonos emitidos de titularización, tras el pago de las correspondientes comisiones de gestión y administración, les corresponde un derecho preferente sobre los flujos de capital e intereses de los activos financieros adquiridos. Los bonos se emiten siguiendo un determinado orden de prelación de los pagos. La

---

<sup>117</sup> CORTES, Luis Javier. Obra Colectiva Uría Menéndez. "Curso de Derecho Mercantil Tomo II" Op Cit. Pág. 456.



estructura puede contener un número indeterminado de tramos<sup>118</sup>, cada uno con una calificación crediticia o sin ella.

Frente a las titularizaciones tradicionales, se encuentran las titularizaciones sintéticas cuya diferencia principal radica en la transferencia del riesgo de crédito de una cartera de activos mediante la contratación de derivados crediticios o garantías<sup>119</sup>, más sin embargo se aprecia la ausencia de transferencia de activos, manteniéndose estos últimos dentro del balance contable del originador.

#### **II.2.4. Naturaleza jurídica de los valores emitidos por el VPE.**

En principio, los valores emitidos por el VPE, tienen el carácter de derivados, es decir, son instrumentos que tienen su origen en activos originados por un tercero distinto al emisor de los valores, a la vez que se alimentan del flujo de caja que genera el subyacente.

Ahora bien, según se estructure la titularización, podrá haber variación en los tipos de valores que se emitan. De manera que si los valores se han titularizado a través de la figura del fideicomiso, entonces se estará en presencia de valores de participación crediticia que confieren a sus titulares intereses en una parte alícuota del subyacente, creando entre los participantes titulares una suerte de comunidad *pro indiviso* respecto del subyacente.

---

<sup>118</sup> Existe una terminología común en el mercado: al primer conjunto de tramos, denominado preferente o sénior, que comprende las series de bonos de mejor calidad crediticia y, por lo tanto, de mayor rating (normalmente AAA y AA), le siguen los denominados tramos intermedios o mezzanine, que están subordinados a los primeros. En la parte inferior de la estructura, se encuentran los tramos de peor calidad crediticia, que suelen suponer una pérdida casi segura, a los que se denomina «de primeras pérdidas» o «tramo equity».

<sup>119</sup>VILARIÑO Ángel. "DERIVADOS: Valor Razonable, Riesgos y Contabilidad". El ejemplo por excelencia representativos de los contratos de derivados y garantías en el caso de las titularizaciones sintéticas son los "*credit default swaps*" o traducido al español como "Permuta de riesgo crediticio". Normalmente los bancos, *hedge funds* y grandes aseguradoras, venden estos seguros a las entidades financieras que han comprado dichos activos de deuda y estas entidades pagarán una prima por la cual se aseguran la devolución de sus inversiones en caso de impago del emisor. De esta forma, si el emisor de la deuda quiebra, la entidad que ha contratado el Credit Default Swap recuperará su inversión.



Por otro lado, si la titularización se ejecuta a través del uso de una sociedad, se deberá analizar cada operación en específico a efectos de determinar la naturaleza jurídica del título respectivo, no obstante, si la suerte de dicho título se encuentra estrechamente vinculada al activo subyacente, entonces podrá afirmarse que se trata también de un derivativo.

### **II.2.5. Ordenamiento jurídico nicaragüense**

Como ya hemos destacado en el desarrollo del presente estudio, lo relativo a la Titularización de Activos y los Fondos de Titularización se encuentra regulado en la Ley 587 “Ley de Mercados Capitaes”.

Retomando lo expuesto en el Capítulo I en lo relativo a los Mercados Secundarios Organizados y los puestos de bolsa, parte interviniente en el proceso de titularización, cabe destacar que la única autoridad de aplicación sobre las disposiciones relativas a la Titularización es la SIBOIF, tal y como lo señala la Ley 587 en su artículo 4. Es dable afirmar que las facultades de supervisión y control se ven reforzadas una vez más a través de los puestos de bolsas las cuales por mandato de ley, en su Art. 36 expresa *“Las bolsas de valores se organizarán como sociedades anónimas, previa autorización del Consejo Directivo de la Superintendencia, de acuerdo a los procedimientos de autorización para las entidades bancarias señaladas en la Ley General de Bancos, Instituciones Financieras no Bancarias y Grupos Financieros”*, las cuales estarán organizadas como sociedades anónimas y calificadas como Instituciones financieras no bancarias en virtud del artículo 131 de la Ley 561 “Ley General de Bancos, Instituciones Financieras No Bancarias y Grupos Financieros”, el cual reconoce como tales a *“aquellas entidades que prestan servicios de intermediación bursátil o servicios financieros con recursos del Público”* agregando que estas serán reguladas por el Título IV de la ley 561 y por sus respectivas leyes especiales. De lo anterior, se desprende que la, ley reconoce como “Instituciones Financieras no



Bancarias” a las entidades que están ligadas a la actividad Bursátil (Bolsas de Valores, puestos de bolsas, entre otras)

El legislador no dedica el articulado para establecer taxativamente las obligaciones de los participantes en la Titularización de Activos, sin embargo sí establece sanciones imputables en materia de Titularización a través de los cuales se pueden deducir algunas de las obligaciones<sup>120</sup>. A dicha técnica legislativa se le conoce como la imposición de “obligaciones negativas”.

Desafortunadamente nuestro ordenamiento jurídico presenta deficiencias al no definir, ni dejar claro, el rol que juega cada una de los agentes involucrados.

En virtud de la facultad reglamentaria contemplada en la Ley de Mercado Capitales, la SIBOIF expidió la Resolución N° CD-SIBOIF-498-1-SEP5-2007 el cual tuvo por objeto establecer normas generales que regulan la organización de las Sociedades de Titularización y del proceso de titularización. Procede la resolución a definir en su artículo 1 conceptos básicos de la titularización, con el fin de aclarar el alcance de las figuras jurídicas adoptadas en la ley. Cabe mencionar también, que la Ley 587 adolece de inconsistencias con la norma prudencial dictada por la SIBOIF, puesto que en esta última se otorga participación a determinados agentes que tienen mención mínima en la Ley, que es el caso de las entidades estructuradoras y de las entidades comercializadoras.

Por otro lado, también la Ley guarda silencio en cuanto a los aspectos que deben analizar las calificadoras de riesgo, no obstante sí hay una regulación extensiva que desarrolla los principios de publicidad y transparencia al establecerse el contenido de los prospectos.

---

<sup>120</sup> Ley 587, Arto. 197. Las sanciones están acorde al régimen de multas establecidas en el artículo 187 de la misma Ley.



Otro aspecto importante a valorar de la Ley 587 es el tratamiento tributario aplicable a la titularización y más específicamente a la transmisión de activos entre el originador y la sociedad administradora de fondos, en cuanto a la no sujeción de impuestos o carga fiscal, de conformidad a lo establecido en el artículo 111 de la Ley, parte *in fine*. Si pudiese considerarse la titularización como un fideicomiso a como se había señalado anteriormente, aun estaría exenta de impuestos según la Ley de Equidad Fiscal<sup>121</sup>.

A continuación se detalla el tratamiento que nuestro ordenamiento jurídico dedica a los distintos elementos subjetivos y objetivos de los fondos de titularización, pero que al mismo tiempo admite la sustitución de activos.

- **Entidades originadoras.**

De conformidad al Art. 110 de la Ley, pueden actuar únicamente como originadoras “(...) *los bancos, sociedades financieras y demás entidades que autorice la Superintendencia (...)*”, esta disposición se desarrolla con el art. 41 de la Resolución de la SIBOIF.

De estos preceptos puede percibirse que la Ley pretende titularizar principalmente los créditos bancarios y/o los activos provenientes de bancos y de sociedades financieras, ya que las entidades distintas a las **expresamente** mencionadas en el referido artículo deben contar con un requisito adicional: La autorización del Consejo Directivo, quien emitirá un pronunciamiento en base a criterio técnico que sustente que los activos o ingresos futuros a titularizarse cumplen con las condiciones establecidos en la Ley<sup>122</sup>. Es decir, limita a otros sujetos, sean personas jurídicas o personas naturales, que aspiran acceder a esta alternativa de fuente de financiamiento, contrario a lo que pasa con los bancos y otras

---

<sup>121</sup> Ley 453 “Ley de Equidad Fiscal”, Art. 52 Inciso 12)

<sup>122</sup> Art. 41, Resolución CD-SIBOIF 5-SEPT.



instituciones financieras que no deben de llenar requisitos para actuar como entidades originadoras.

▪ **Administradoras de Fondos de Titularización**

Las administradoras de los Fondos de Titularización deben ser sociedades anónimas cuyo objeto social exclusivo sea la de administrar Fondos de Titularización, y para ello deben estar acreditadas como tal por la SIBOIF, de conformidad al artículo 122 de la Ley 587.

La regulación de este singular tipo de sociedades se limita a aspectos estructurales y no tanto funcionales y vinculantes a los otros agentes comprendidos en la dinámica de la titularización. Cabe mencionar que la norma prudencial dictada por el Consejo Directivo de la SIBOIF es extensiva para detallar los requerimientos de constitución, autorización por parte del órgano rector y las precisiones para aperturar operaciones, mismas que se exponen a continuación:

**“Artículo 4. Requisitos de constitución:**

- a) *El proyecto de escritura social y sus estatutos.*
- b) *Contar con un capital social mínimo de un millón seiscientos mil córdobas (C\$1,600,000.00) conforme lo establecido en el artículo 120, de la Ley de Mercado de Capitales<sup>123</sup>.*
- c) *El estudio de factibilidad económico-financiero, en el que se incluya, entre otros aspectos, las consideraciones sobre el mercado, las características de la institución, la actividad proyectada y las condiciones en que ella se desenvolverá de acuerdo a diversos escenarios de contingencia.*
- d) *Información acerca de sus accionistas”.*

---

<sup>123</sup> Reformado, Resolución No CD-SIBOIF-572-4-FEB11-2009. “Normas Sobre Actualización del Capital Social de las Administradoras de Fondos de Titularización”. Emitido el 11 de Febrero del 2009. A través del cual se actualiza el Capital Social de las Sociedades Administradoras hasta dos millones de córdobas.





Los requerimientos de constitución son presentados ante el Superintendente para su revisión y análisis, quien posteriormente someterá la solicitud a consideración del Consejo Directivo de la SIBOIF, órgano competente para otorgar o denegar la autorización<sup>124</sup>. A partir de la recepción de documentos el Superintendente y el pronunciamiento del Consejo no deberán excederse dentro de un plazo de 120 días. Una vez se cuente con la autorización y la certificación expedida por el Consejo, el notario debe insertarla en la escritura pública de constitución so pena de nulidad del instrumento y consecuentemente de su inscripción.

#### **Artículo 7. Requisitos para iniciar operaciones.**

“Luego de haberse constituido la sociedad, la apertura de sus operaciones dependerá de la reunión de una serie de requisitos, que deben ser reunidos en un plazo no mayor de 180 días a partir de la autorización de constitución.

- a) *Contar con el capital social mínimo, suscrito y pagado en dinero en efectivo. El ochenta por ciento (80%) de éste en depósito a la vista en el Banco Central de Nicaragua, en los términos y condiciones que determine su Consejo Directivo.*
- b) *Testimonio de la escritura social y sus estatutos con las correspondientes razones de inscripción en el Registro Público.*
- c) *Balance General de Apertura.*
- d) *Certificación de los nombramientos de los directores para el primer período, del gerente o principal ejecutivo de la sociedad administradora y del auditor interno.*
- e) *Presentar su reglamento interno, así como el manual de políticas y procedimientos aprobado por la Junta Directiva de la sociedad administradora.*
- f) *Modelos de contratos”.*

El legislador advierte que en el caso de no acatarse dichas precisiones en el plazo establecido “(...) ésta quedará sin efecto y el monto del depósito a que se refiere el literal h), del artículo 4 de la presente norma, ingresará a favor del Fisco de la República.(...)”.

<sup>124</sup> Artículo 6. Resolución N° CD-SIBOIF-498-1-SEP5-2007.



El deber de obtención de calificación por parte de las entidades es crucial, según las disposiciones expuestas, y una vez más reiteradas en el artículo 197 inciso a) a través de la cual se establecen sanciones y constituye una infracción muy grave “(...) a) *La creación de fondos de inversión y de titularización por sociedades no autorizadas.(...)*”.

En cuanto a su estructura, vale la pena destacar la obligación de nombramiento de un comité para la administración por cada fondo de titularización que se constituya.

Un dato curioso se observa en las disposiciones relativas a las obligaciones de la sociedad administradora, refiriéndonos concretamente al artículo 22 de la Ley 587, que supone regular la figura de los agentes de manejo, y que realmente introduce la administración como responsabilidad de la sociedad administradora, misma función que puede ser delegada a los agentes de manejo. Por tal razón es dable afirmar que el legislador es insensible y omite sumergirse en normas puntuales que señalen taxativamente las obligaciones vinculantes con el originador, contrario a lo que pasa en el derecho español que regula expresamente las obligaciones tales como “(...) *En particular, las sociedades gestoras estarán obligadas a:*

- *Contar con expertos de probada experiencia en la materia o contratar los servicios de asesores independientes que gocen de ella.*
- *Valorar los riesgos del activo con diligencia y rigor.*
- *Redactar el folleto con transparencia y claridad.*
- *Evitar situaciones que supongan conflictos de intereses y dar prioridad a los tenedores de los valores y financiadores.*
- *Extremar los niveles de diligencia e información y la defensa de los intereses de los titulares de los valores.*
- *Cumplir con todas las obligaciones de información que se contienen en la legislación sobre Mercados de Valores.*
- *Disponer de documentación detallada sobre las operaciones realizadas.*
- *En todo caso, cumplir con las normas de conducta previstas en la legislación sobre Mercados de Valores.(...)*<sup>125</sup>.

<sup>125</sup> Art. 12 inciso 2) “*Real Decreto 926/1998, de 14 de mayo, por el que se regulan los fondos de*



Como hemos visto en las disposiciones citadas, las sociedades administradoras de fondos, reguladas en el Título VI, Capítulo II de la Ley, se establecen cuales son las sociedades para administrar fondos, detallando los requisitos que deben cumplir<sup>126</sup> para su constitución, autorización y operación, complementariamente las responsabilidades se exponen en los casos de incumplimiento de las normas de conducta y la responsabilidad ante los inversores descritas en los artículos 118: “(...)Los titulares de los valores correrán con el riesgo de incumplimiento de las prestaciones comprometidas por el Fondo. No tendrán acción contra su sociedad administradora, sino por el incumplimiento de sus funciones específicas, por violación de lo dispuesto en el documento constitutivo de dicha administradora o lo previsto en el prospecto de colocación de los valores(...)” y artículo 135: “(...)Los puestos, los agentes de bolsa, las sociedades administradoras de fondos de inversión de titularización y, demás personas autorizadas para colocar participaciones, serán responsables solidarios de los daños y perjuicios que sufra cualquier inversionista, cuando no haya sido advertido de los riesgos de las inversiones propuestas y estos pudieron haber sido determinados(...)”. Podemos deducir que una de las obligaciones de la sociedad administradora de fondo de titularización es advertir a los inversionistas sobre los riesgos que cada una de las emisiones de valores implica, de manera tal que se incentiva la transparencia y publicidad de la información brindada en los prospectos.

La inatacabilidad de los fondos de titularización se ve reforzada una vez mas a través del Artículo 119<sup>127</sup>, el cual establece la no impugnación de excepciones en perjuicio de los adquirentes de buena fe de los valores emitidos con cargo al Fondo y colocados en régimen de oferta pública.

---

*titulización de activos y las sociedades gestoras de fondos de titularización”.*

<sup>126</sup> Supliéndose con las normas del Código de Comercio en lo que no regula la Ley 587.

<sup>127</sup> Art. 119 Reglas Excepcionales de Protección: Una vez aprobado y registrado el Fondo de Titularización por la Superintendencia, la cesión de activos sobre el que se funda la constitución de garantías a su favor, no podrá ser impugnada por ningún motivo en daño de terceros adquirentes de buena fe de los valores que dicho Fondo hubiere colocado en régimen de oferta pública.



Por otro lado, los acreedores de la entidad originadora no pueden ir contra el fondo de titularización, de conformidad al mismo art. 119 en su parte in fine, mismo que establece el supuesto de quiebra de la originadora, y reconoce el **derecho de separación absoluta** del que goza el Fondo de Titularización gestionado mediante la simple solicitud de la Sociedad Administradora ante las autoridades correspondientes. Aunado a la primera idea expuesta en líneas arriba, los tenedores de los valores emitidos con cargo al fondo, es decir los adquirentes de buena fe, encuentran protección en esta disposición al establecerse como únicos acreedores del Fondo.

Queda claro entonces que las sociedades administradoras del fondo al ser esta sujeto/parte del proceso de titularización y que sus funciones están encaminadas a la administración de los fondos, solo son responsables por incumplimiento de sus funciones o inobservancia de lo dispuesto en la escritura de constitución. En este punto vale la pena invocar el Real Decreto 19/1992<sup>128</sup> que cita en su art. 5 inc. 8 párrafo segundo *“Los titulares de los valores no tendrán acción contra la sociedad gestora del fondo si no por incumplimiento de sus funciones o inobservancia de lo dispuesto en la escritura de constitución”*. Imponiendo sobre los poseedores de los bonos *“todo el riesgo derivado del impago de la participaciones hipotecarias agrupadas en el fondo con sujeción, en su caso, al régimen de prelación y de ventajas especiales establecidas para las distintas series de valores en la escritura de constitución del fondo”*. Todo esto se deriva del hecho de que los compradores de los bonos son los titulares del patrimonio cedido.

---

<sup>128</sup> El Real Decreto 926/1998, art. 2 en su parte in fine hace remisión de Ley a otro cuerpo normativo: la Ley 19/1992 al establecer que en lo no contemplado en el presente Real Decreto, a los fondos de titularización de activos se les aplicarán las reglas contenidas para los fondos de titularización hipotecaria en la Ley 19/1992, de 7 de julio, sobre régimen de sociedades y fondos de inversión inmobiliaria y sobre fondos de titularización hipotecaria, en tanto resulten de aplicación, atendiendo a su naturaleza específica,



- **Estructurador**

La Resolución define al **Estructurador** como aquella entidad que presta el servicio de diseño, elaboración, preparación y estructuración financiera de la emisión y de la oferta pública<sup>129</sup>, no obstante la Ley 587 no hace alusión en ningún momento a una entidad especializada en prestar este tipo de servicio, y mucho menos se hace la aclaración si la sociedad administradora de fondos es la encargada de “estructurar”.

La inconsistencia es notoria en cuanto a la introducción de un nuevo agente al proceso, dispuesto por norma prudencial y obviada por la Ley. Así también es indudable la ausencia de regulación para esta nueva entidad ya que no se establecen los requisitos de autorización y operación, considerando la especialización en la que incurre una entidad de este tipo para la estructuración de activos no líquidos.

- **Entidad Comercializadora:**

Las entidades comercializadoras se encuentran escasamente reguladas. En cuanto a la comercialización de los fondos de titularización, la reglamentación de la ley ofrece un panorama optativo y discrecional al dar intervención a las entidades comercializadoras previstas en el art. 35 de la norma prudencial dictada por la SIBOIF, para dinamizar los fondos dentro de los puestos de bolsa autorizados por una bolsa de valores. Las entidades comercializadoras actúan en nombre, por cuenta y bajo la responsabilidad de la sociedad administradora.

Sorprendentemente la relación entre la entidad comercializadora y los fondos de titularización está basada en el principio de la autonomía de la voluntad, es decir por los contratos que suscriban, siendo la Ley 587 un instrumento legislativo de orden público, evidenciándose la ausencia de supervisión que podría ejercer la

---

<sup>129</sup> Art. 1 inciso d) Resolución CD SIBOIF.



SIBOIF en tal relación. Las obligaciones mínimas que dispone la Ley para las entidades comercializadoras se desarrollan en el Artículo 37:

*“a) Respetar las disposiciones que regulan la publicidad de los fondos de titularización.*

*b) Suministrar al Superintendente la información que éste le requiera para la protección de los inversionistas”.*

#### ▪ **Calificadoras de riesgo**

Las sociedades calificadoras de riesgo son reguladas a partir del artículo 170, sin embargo la ordenación es escasa en materia de definir los parámetros del método de calificación, mismas que están sujetas a la **evaluación** del Superintendente, para determinar su aplicabilidad en el mercado.

Cabe destacar que el tratamiento que se les da a las calificadoras de riesgo, se encuentra regulado bajo el Título IX, Capítulo Único de la Ley 587, asimismo se emitió la norma prudencial “Norma Sobre Sociedades Calificadoras De Riesgo Resolución No. CD-SIBOIF-579-2ABR1-2009<sup>130</sup>, que ha sido merecedor de un tratamiento aislado a la regularización de titularización.

Acerca del papel que juega este agente en la dinámica, solo puede señalarse la nota de la imperatividad de calificación relegando a un plano no relevante los aspectos que deben tomarse en cuenta al momento de ser calificados los activos. Respecto a esto último, el art. 116, tercer párrafo señala temerosamente en que consiste la calificación, es decir abarca el análisis del prospecto de emisión de valores, auditorías de los activos que vayan a transmitirse, constitución del Fondo, la contratación de seguros y/o garantías, mejoras e informes jurídicos que acrediten la legalidad de las operaciones de titularización. No obstante la referida calificación no será exigida cuando los valores emitidos se coloquen únicamente

---

<sup>130</sup> Aprobado por Consejo Directivo de SIBOIF el 1 de Abril del 2009 y Publicado en La Gaceta, Diario Oficial No. 89 del 15 de Mayo del 2009.



entre compañías de seguros, bancos u otras entidades sujetas a supervisión prudencial de la SIBOIF. A nuestra consideración, el legislador debería alentar la rigurosidad de normas respecto a estas entidades por tratarse de instituciones que captan fondos o ahorros del público.

## 2.10. La Titularización de Activos y su interacción en el Mercado de Valores.

Dentro del contexto de titularización debe existir un mercado organizado institucionalmente, es decir, una dinámica de oferta y demanda de valores, dado a que la titularización es una forma de financiamiento por la transformación de activos ilíquidos en activos financieros transables en el mercado de valores. Acorde a las disposiciones de la norma prudencial dictada por el Consejo Directivo de la SIBOIF, para la autorización de oferta pública de fondos de titularización la sociedad administradora deberá presentar la siguiente documentación mínima<sup>131</sup>:

- a) *Solicitud de registro, prospecto, calificación de riesgo e información financiera, legal, administrativa y sobre las garantías, requerida en la materia que regula la materia sobre oferta publica de valores en mercado primario para la inscripción de emisiones de valores de deuda.*
- b) *Escritura Pública de constitución del fondo (...)*
- c) *Criterios de selección de la cartera de activos. (...)*
- d) *Historial de la cartera de activos<sup>132</sup>. (...)*
- e) *Valoración financiera de la cartera aportada y estimación del flujo de caja que generará, con indicación de los supuestos y la metodología utilizada. Dicha valoración deberá adjuntar la validación de un perito independiente inscrito en el Registro de Peritos Valuadores (REPEV) de la Superintendencia.(...)*

<sup>131</sup> Art. 24. Resolución N° CD-SIBOIF-498-1-SEP5-2007.

<sup>132</sup> Si la cartera tuviera una antigüedad menor a dos años deberá adjuntarse el historial de la cartera del originador por el mismo período. En el caso de otros tipos de activos deberán aportarse los estudios correspondientes e información histórica. En el caso de que no exista información histórica, la emisión deberá dirigirse a inversionistas instituciones y sofisticados. Una vez que se disponga de la información histórica requerida se podrá optar por nuevas emisiones de oferta pública general.



- f) *Documentación en la que se detallen los mecanismos de mejora crediticia o garantías aportadas (...)*
- g) *Certificación notarial o registral que demuestre que la cesión se ha realizado (...)*

Una vez satisfecho todos los requisitos solicitados, el Superintendente emitirá la resolución para la inscripción en el Registro de Valores de la Superintendencia, a partir de la cual la sociedad administradora podrá dar inicio a las operaciones y colocar los valores del fondo. Dichos valores deberán ser colocados por medio de una bolsa de valores, a través de contratos de colocación a mejor esfuerzo por una entidad comercializadora.

La legislación nacional no establece cuales serán esos activos sujetos a titularización, solo habla en su artículo 115 de la creación del Fondo de Titularización<sup>133</sup>, nos encontramos entonces que existe un vacío al no dar una enumeración o definir los activos objeto de titularización. Una vez mas nos acogemos a la legislación española en la cual en su artículo segundo enumera

---

<sup>133</sup> Art. 115. Ley 587. Op. Cit. “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, debiendo contener por lo menos lo siguiente:

- a) Denominación del Fondo, volumen de su patrimonio y número de participaciones.
- b) Identificación de los activos agrupados en el Fondo y reglas de sustitución, por amortización anticipada de alguno de ellos, si se produjera.
- c) Contenido de los valores emitidos por el Fondo, puntualizando los derechos de cada serie, si existieren varias.
- d) Reglas a que deberá ajustarse el funcionamiento del Fondo y, en particular, cuando éste funcione en régimen de imputación directa, las diferencias o desfases temporales y de cuantía que resulten admisibles en el traslado de los flujos monetarios desde el originador al propio fondo, en los términos que se definan por norma general.
- e) Operaciones que podrán concertarse por cuenta del Fondo, a fin de aumentar la seguridad o regularidad en el pago de los valores emitidos o, en general, para transformar las características financieras de los activos, según lo que se establezca por norma general.
- f) Posibilidad de adquirir transitoriamente activos de calidad financiera igual o superior de la que alcancen los valores de mejor calificación crediticia emitidos por el Fondo, cuando este funcione en régimen de imputación directa.
- g) Forma en la que va a disponerse de los activos remanentes del Fondo en caso de liquidación anticipada, cuando esa posibilidad esté prevista respecto del porcentaje residual.
- h) Cualquier otra mención obligatoria que se establezca por norma general.

Una vez otorgada la escritura de constitución del Fondo, no podrá éste sufrir alteración ni modificación alguna, salvo las excepciones y con las condiciones que establezca por norma general el Consejo Directivo de la Superintendencia”.





cuáles son esos activos que podrán incorporarse al fondo de titularización dentro de las cuales menciona:

- *Préstamos otorgados por entidades de crédito. En el caso de derechos de crédito de naturaleza pública esta posibilidad deberá de estar contemplada por una Ley especial.*
- *Derechos de crédito futuro que constituyan ingresos o cobros de magnitud conocida o estimada, los cuales debe determinar el Ministerio de Economía y Hacienda y ser publicados en el B.O.E..*
- *Explícitamente en el artículo 2 punto 1, recoge el derecho del concesionario al cobro del peaje de autopistas, según lo dispuesto en la Ley 8/1972 de 10 de mayo y en la Ley 13/1996 de 30 de diciembre<sup>134</sup>.*

En cuanto a la duración que tendrá los fondos de titularización nuestra legislación establece tres causales para la extinción de éstos en el artículo 114, siendo los siguientes: el vencimiento de los activos titularizados; la amortización total o recompra de la deuda residual. Al respecto la legislación española es más amplia al establecer otras causales que implican la gestión de riesgos y administración diligente, al dejar dos de las causales a discreción de la sociedad gestora de fondos<sup>135</sup>.

*“Los fondos de titulización de activos se extinguirán por las causas siguientes:*

- a) Las que expresamente se prevean en la escritura pública de constitución del fondo.*
- b) Cuando, a juicio de la sociedad gestora, concurren circunstancias excepcionales que hagan imposible, o de extrema dificultad, el mantenimiento del equilibrio financiero del fondo.*
- c) En los casos de sustitución forzosa previstos en el artículo 19 de este Real Decreto.*

<sup>134</sup> Real Decreto 926/1998, de 14 de mayo, “Fondos de Titulización de Activos y las Sociedades gestoras de fondos de titulización.

<sup>135</sup> Art. 11 Real Decreto 926/1998



*d) Cuando se produzca un impago indicativo de un desequilibrio grave y permanente en relación con alguno de los valores emitidos o con algún crédito no subordinado o se prevea que se va a producir. En este caso, la sociedad gestora, tras informar a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, procederá a la liquidación ordenada del fondo, conforme a las reglas establecidas al efecto en la escritura pública de constitución del fondo de titulización de activos.*

*e) Cuando en el supuesto de que el fondo sea cerrado, se produzca la amortización íntegra de su activo”.*

Otro vacío que debemos señalar es la omisión al tratamiento de liquidación de los fondos, contrario a lo que ha pasado con la regulación salvadoreña Decreto No. 470 “Ley de Titularización de Activos” que establece la procedencia de la liquidación en cuatro incisos:

*“a) Cuando los valores resultado del proceso de titularización no puedan colocarse en el mercado bursátil.*

*b) En caso que el Representante de los Tenedores de Valores no otorgue la certificación de integración del Fondo de Titularización.*

*c) Cuando así lo dispusieren los Tenedores de Valores en acuerdo adoptado en Junta General Extraordinaria de Tenedores de Valores, ya sea por razones financieras o de otro tipo.*

*d) Cuando producto de la disolución y liquidación de una Titularizadora no se haya podido trasladar la administración del Fondo de Titularización a otra Titularizadora.”*

Como veremos más adelante, la crisis financiera evidenció la necesidad de reglamentar la liquidación de los fondos. Resulta comprensible la no previsión de este último aspecto en la Ley de Mercados de Capitales, puesto que la aprobación de este cuerpo normativo en el 2006 antecedió a la crisis financiera del 2008.



## CAPÍTULO III. EXPERIENCIA INTERNACIONAL

### III.1. CRISIS FINANCIERA 2008

La experiencia internacional en la implementación del proceso de titularización tiene una relación directa al impacto observado en la economía en los últimos años. El presente acápite ahonda específicamente sobre el afán de instituciones de adquirir novedosos instrumentos financieros para valorar sus inversiones, sobre los cuales no tenían suficiente conocimiento para la razonada toma de decisiones de inversión, desenvolviéndose finalmente en una crisis financiera internacional. Para tal fin debe de apreciarse primero el contexto en el que se dilucide la conjugación de elementos y factores que dieron origen a la crisis financiera internacional experimentada a partir del año 2008.

Los años anteriores a la crisis del 2008 se caracterizaron por un elevado nivel de liquidez en los mercados financieros. Las condiciones contextuales permitían la libre movilidad de capitales lo que al mismo tiempo propiciaba las circunstancias óptimas para que los países con superávit en la cuenta comercial buscaran vehículos de inversión especiales fuera de sus fronteras con el objeto de valorizar sus recursos excedentarios, aquello incrementó la liquidez de los países que recibieron dichos flujos de recursos. No obstante, lo ultimo trajo como consecuencia el desequilibrio en el valor de las monedas, subvaluando ciertas divisas y sobrevaluando las de los países occidentales<sup>136</sup>.

Otro factor que jugó un papel importante en la crisis financiera internacional fue la reducción de tasas de interés en los países desarrollados. Los bajos niveles de

---

<sup>136</sup> DEHESA, Guillermo “**La Primera Gran Crisis Financiera Del Siglo XXI: Origenes, Detonante, Efectos, Respuestas Y Remedios**” Alianza Editorial 1ra Edición, Madrid, España, 2009, Pág. 189.



tasas de interés en base a créditos de largo plazo favorecieron el consumo de bienes, mayoritariamente inmuebles o al sector vivienda<sup>137</sup>.

Asimismo, con el propósito de alcanzar incrementos en las ganancias y la pretensión de mantener su participación en el mercado, las instituciones financieras flexibilizaron o relajaron los estándares para el otorgamiento de créditos. De aquello derivó la aprobación de créditos a sectores no solventes con tasas de interés relativamente bajas sujetas a variación. Cabe mencionar que esta mala práctica financiera de otorgamiento de créditos iba dirigida a personas cuyos ingresos, actividad económica y patrimonio activo no eran aceptables<sup>138</sup>, trayendo como efectos inmediatos la sobrevaluación de los precios de los inmuebles objeto de préstamo y como efectos mediatos el alto riesgo de impago de las obligaciones de crédito. Este comportamiento de aumento de consumo redujo el ahorro doméstico y acrecentó los niveles de endeudamiento.

El consecuente incremento de créditos al sector inmobiliario generó una fuerte presión sobre los precios de las viviendas, mismo que indujo a la búsqueda de mecanismos alternos por medio de los cuales los bancos pudieran acomodar los créditos solicitados. La banca acogió el proceso de titularización de los activos subyacentes de los créditos, y este se tradujo en un importante factor para la transmisión de riesgos a diversos sectores de la economía debido al establecimiento de intrincadas relaciones entre acreedores y deudores. La titularización fijó nuevas interconexiones entre agentes financieros y no financieros por el cual los sujetos intervinientes tales como personas naturales, fondos de inversión, instituciones bancarias e intermediarios financieros adquirieron valores de deuda respaldada por el pago de créditos hipotecarios emitidos por otros intermediarios e instituciones bancarias. Dichas interconexiones generaban más que interdependencia creciente y profunda, aunado a la diversificación del riesgo

---

<sup>137</sup> Op. Cit Pág. 191.

<sup>138</sup> A este tipo de otorgamiento de crédito se le conoce como Hipotecas NINJA (“*No Income*”-Sin Ingreso-, “*No Job*” – Sin trabajo-, “*No Assets*” –Sin activos).



crediticio y bancario sino que también dio lugar al temporal saneamiento del balance contable de las instituciones<sup>139</sup>.

A este último fenómeno -fuerte subida en los precios de la vivienda y facilidad de obtención de créditos para adquirir viviendas gracias a la figura de los créditos hipotecarios subprime- se le conoce como la Burbuja Inmobiliaria Hipotecaria, que junto a otros factores como la subida del precio del barril de petróleo<sup>140</sup> o crisis energética, y la crisis alimentaria, se transformaron en los detonantes de la crisis financiera.

Las entidades financieras involucradas demoraron en percatarse sobre la vulnerabilidad que les acechaba y sobre la cadena de riesgo de la cual formaban parte<sup>141</sup>. El entorno internacional apuntaba a expectativas hacia la baja y rumores de potencial incumplimiento en los títulos negociados en las bolsas de valores, provocando la repatriación de capitales de inversionistas hacia mercados financieros de países desarrollados y hacia la inversión de deudas gubernamentales, además de otros sujetos inversionistas que vendieron sus posiciones para buscar liquidez. Esta salida de capitales conllevó a la caída del mercado de valores.

Ante ese acontecimiento organizaciones económicas internacionales, autoridades financieras y los gobiernos han manifestado a manera de reflexión acerca de las deficiencias en la regulación del mercado, observando latente la necesidad de estructurar una regulación financiera como mecanismo para solventar las fallas del mercado. La innovación financiera superó la propia capacidad del mercado para controlar sus efectos, aquellos elementos regulatorios que deberían haberse desarrollado en paralelo al avance de la innovación, y que hubiesen permitido una

---

<sup>139</sup> A como se había señalado anteriormente, el balance se ve modificado gracias a las enajenaciones de la cartera de crédito y la adquisición de nuevos instrumentos financieros.

<sup>140</sup> El precio del barril del petróleo llegó a su máximo histórico en el 2008.

<sup>141</sup> La emisión de valores respaldados por los referidos activos generó serios problemas para los inversionistas e instituciones en general ya que la estructuración de las operaciones de titularización ocultó los verdaderos riesgos.



mayor estabilidad financiera, se quedaron atrás<sup>142</sup>. La meditación acerca de la excesiva confianza en la autorregulación del mercado, así como la permisibilidad de autorregulación de los agentes económicos, contrario a lo que establecían las teorías económicas de Adam Smith, y su comportamiento irresponsable, trajeron como consecuencia riesgos excesivos y el encarecimiento insostenible de los activos.

En lo que concierne al presente estudio es dable afirmar que la insuficiencia de regulación y la falta de supervisión efectiva en el mercado hipotecario en Estados Unidos fue uno de los factores que más contribuyó a la crisis. En el contexto financiero actual, caracterizado por la innovación y la complejidad, la regulación del capital tiene que ser sensible al riesgo y debe tratar de generar incentivos que fortalezcan las fuerzas de mercado en la dirección de promover una mejor gestión de los riesgos. Como se ha visto, la falta de sensibilidad al riesgo resultó en una proliferación de procesos de titularización, así como de otras estructuras de negocio que trataban de sacar fuera de los balances bancarios determinados riesgos.

A su pesar los agentes económicos proponen cautela a la hora de disponer de normativas de control y supervisión a fin de establecer un marco normativo efectivo para la protección de los agentes económicos, sin que ello implique desfavorecer el desarrollo de los mercados.

A continuación se exponen las propuestas de regulación de algunos organismos internacionales y comités financieros que se pronuncian alrededor de distintos aspectos de normativa de titularización de activos.

---

<sup>142</sup> CASEY Kathleen, Presidente del Comité Técnico de IOSCO "(...) IOSCO acknowledges that financial innovation will always be a hallmark of a vibrant financial system, however such innovation need not, and should not occur at the cost of investor protection and market confidence," traducido al español (...): "IOSCO reconoce que la innovación financiera siempre será un sello distintivo de un sistema financiero dinámico, sin embargo la innovación, no es necesario, y no debe producirse a costa de la protección del inversor y la confianza del mercado".



### III.2.A Organización Internacional de Comisiones de Valores -IOSCO<sup>143</sup>-.

IOSCO, uno de los foros mundiales en materia de cooperación de organismos reguladores de mercados de valores, a través del Comité Técnico de la Organización Internacional de Comisiones de Valores, compuesto por dieciséis organismos que regulan algunos de los principales mercados más desarrollados y mercados internacionales, cuyo objetivo plasmado en los Estatutos de IOSCO establece revisar las principales cuestiones normativas en relación con las operaciones internacionales de valores y de futuros, así como coordinar las respuestas prácticas ante preocupaciones, ha dado a conocer una serie de recomendaciones destinadas a mejorar la regulación y asimismo restablecer la confianza en la titularización por medio de la implementación de medidas que mejoren la transparencia y supervisión de los mercados, y más específicamente desde el enfoque de incentivos, reforzamiento de gestiones de prácticas de riesgo y supervisión. En Febrero de 2010 dicho Comité publicó un reporte final titulado “Divulgación de Principios para la Oferta Pública y Listas de Valores Respaldo por Activos”<sup>144</sup> para abarcar el conjunto de características y notas especiales que distinguen la titularización de las otras transacciones de valores mobiliarios.

Dentro de las propuestas de IOSCO, para ser tomadas en cuenta dentro del marco regulatorio, del mercado destacan las siguientes:

1. Considerar el establecimiento de requisitos para los originadores en cuanto al mantenimiento de una exposición económica a largo plazo para la titularización a fin de ajustar adecuadamente los intereses de la cadena de valor de titularización.<sup>145</sup>
2. Se exige una mayor transparencia mediante la divulgación por los emisores a los inversionistas de la verificación, prácticas de gestión de riesgos que

<sup>143</sup> “International Organization of Securities Commissions”, por sus siglas en inglés IOSCO.

<sup>144</sup> *Disclosure Principles For Public Offerings And Listings Of Asset-Backed Securities.*

<sup>145</sup> IOSCO/MR/17/2009 “**IOSCO Issues Final Regulatory Recommendations On Securitisation And CDS Market**” ( ...) *IOSCO acknowledges industry responses in the securitisation market and recommends the following regulatory responses: 1. Consider requiring originators and/or sponsors to retain a long-term economic exposure to the securitisation in order to appropriately align interests in the securitisation value chain;(...) Madrid, 4 Septiembre de 2009.*



han sido ejecutados por los originadores, aseguradoras u otro agente económico.

3. Así también las recomendaciones se dirigen en el requerimiento de *independencia* y objetividad de los proveedores de servicios contratados por un emisor, por el cual la opinión emitida de dicho proveedor pueda influir en la decisión de un inversor para adquirir un producto de titulización.

Esta última iniciativa se relaciona directamente con las instituciones calificadoras de valores y/o calificadoras de riesgo, ya que gran parte de las decisiones de inversión de los agentes están guiadas por dictámenes de calidad crediticia que dichas instituciones pronuncian. El objetivo de los dictámenes es integrar una multiplicidad de variables y presentar la diversidad de problemas relacionados con conflictos de intereses, discrecionalidad y sobreutilización, sin embargo, los servicios de las calificadoras son requeridos y remunerados por los propios agentes evaluados y esta situación en sí propicia escenarios de conflicto de interés.

En lo que respecta a la calificación, IOSCO redactó por primera vez en 2004 un Código de Conductas Fundamentales para las Agencias Calificadoras Crediticias<sup>146</sup> (posteriormente reformada en Mayo, 2008<sup>147</sup>), mismo que contiene disposiciones de aplicación voluntaria, que si bien están perfilados para ser incorporados en el código de una agencia de calificación de conducta, también están diseñados para proteger a los inversores y mejorar la eficiencia del mercado mediante la mejora de la transparencia a través de la cual las agencias de calificación crediticia se pronuncian sobre las valoraciones. Así también el Código de Conductas se caracteriza por dos notas: 1) su utilidad a todos los modelos y/o estructuras de transacciones de valores a fin de alcanzar la flexibilidad necesaria para reflejar las variables circunstancias jurídicas y comportamiento de mercado

---

<sup>146</sup> *Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies.*

<sup>147</sup> La actualización o reforma del Código en mayo del 2008 se originó con el fin de abordar los problemas que surgieron en los mercados de crédito y la rebaja en la calificación crediticia experimentada por una serie de emisiones de valores, en particular los productos financieros estructurados.





bajo las cuales operan las agencias de calificación crediticia; 2) y en su componente crucial de “cumplir o explicar”<sup>148</sup>.

La crítica que se le hace a este Código es la generalidad y la abstracción de su contenido, así como el escenario de incumplimiento en el cual no se prevé sanciones asociadas, sino más bien que se exige una explicación a la agencia del por qué no las aplicó.

La iniciativa de IOSCO también se direcciona en esclarecer las obligaciones de los participantes en torno a<sup>149</sup>:

- La obligación de realizar perfiles más detallados de los clientes de los intermediarios financieros, incluyendo aspectos como aversión al riesgo y sus posibilidades de inversión
- La obligación de estructurar un proceso de análisis de las inversiones, que comprenda los activos subyacentes, la calidad de originadores y administradores de los activos, la medición y comprensión de los riesgos inherentes, desenvolvimiento de la evolución de las posiciones de negociación, entre otros.
- Los deberes de administración y debida diligencia de los administradores.

Se debe mencionar que los esfuerzos de IOSCO encaminados a la regulación del mercado tienen como objetivo redefinir el perímetro de la regulación en algunos mercados “*Over the Counter*”, y es por dicha razón que se precisa continuar con la labor de identificar los criterios apropiados para ser utilizados en la redefinición de la frontera entre lo que tradicionalmente se han considerado mercados regulados y no regulados.

---

<sup>148</sup> “*Cumply or Explain*”.

<sup>149</sup> Texto disponible en <http://www.cnmv.es/portal/publicaciones/InformeIOSCO.aspx> .Consultado el 29 de Julio de 2010.



Mientras tanto, cada jurisdicción deberá evaluar el alcance de sus regímenes reglamentarios existentes y decidir cómo las recomendaciones deben ser aplicadas a cada una de las circunstancias específicas de cada país o región.

### III.2.B. BASILEA II<sup>150</sup>

Basilea II es el segundo de los Acuerdos de Basilea. Dichos acuerdos consisten en recomendaciones sobre la legislación y regulación bancaria y son emitidos por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea.

El propósito de Basilea II es la creación de un estándar internacional que sirva de referencia a los reguladores bancarios, con objeto de establecer los requerimientos de capital necesarios, para asegurar la protección de las entidades frente a los riesgos financieros y operativos.

Los principios de supervisión bancaria en el contexto de Basilea II están enmarcados en tres pilares fundamentales, en los cuales deben enfocarse los entes de supervisión bancaria, estos son: **Pilar I:** Los requerimientos de capital mínimo<sup>151</sup>, **Pilar II:** El proceso de supervisión bancaria<sup>152</sup>, y **Pilar III:** La disciplina de mercado<sup>153</sup>.

---

<sup>150</sup> El Comité de Basilea está conformado por los representantes de los Bancos Centrales de los países que forman parte del G-10. La creación del Comité tenía como objetivo fortalecer los sistemas financieros tanto nacionales como internacionales al mejorar las prácticas operativas de las instituciones financieras junto con la formulación y aprobación de normativas de supervisión dirigidas a adecuaciones de capital sobre la base de los riesgos asumidos por dichas instituciones y apoyar la expansión de los mercados.

<sup>151</sup> “(...) Los supervisores de bancos tienen que definir los requisitos mínimos respecto del coeficiente patrimonial requerido para los bancos en los que se reflejan los riesgos que el banco toma, y tienen que definir los componentes del capital, tomando en cuenta su capacidad de absorber pérdidas. Para los bancos que operan en el ámbito internacional, estos requisitos no tienen que ser más bajos que los niveles establecidos en el Acuerdo de Capital de Basilea que deben poseer las instituciones financieras (...).”

<sup>152</sup> RODRIGUEZ AZUERO, Sergio, Ensayo titulado “**La Disciplina de Mercado en BASILEA II**”, “(...) *El proceso de supervisión bancaria exige a supervisores ampliamente capacitados para evaluación de cuyo pronunciamiento dependerá la habilitación de sistemas internos de medición adoptados por bancos*” Disponible en [www.rodriquezazuero.com](http://www.rodriquezazuero.com) Bogotá, Colombia, Pág. 2. Consultado el 2 de Agosto de 2010.

<sup>153</sup> Op. Cit. Pág. 3 “(...) *La disciplina del mercado eficaz se basa en la transparencia financiera y la*



La titularización de activos implica riesgos que deben ser adecuadamente gestionados por parte de las entidades de crédito u otros agentes económicos. Así también desde el punto de vista de regulación prudencial corresponde a los legisladores y a las autoridades establecer mecanismos para mitigar los riesgos inherentes a la titularización. En concordancia con esta premisa, es preciso exponer el tratamiento que el Acuerdo de Basilea II dispone para la titularización desde un enfoque de requisitos de capital mínimo para las entidades bancarias en cuanto a la Titularización de Préstamos Bancarios. Cabe mencionar que a la luz de los acontecimientos de crisis financieras, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea está debatiendo la posibilidad de perfeccionar el marco de las titularizaciones para corregir las limitaciones que la situación actual de turbulencias financieras, a partir de las evidentes deficiencias regulatorias, acarrea.

Antes de Basilea II, el tratamiento de las titularizaciones desde la óptica de la regulación del capital resultaba insatisfactorio. Este difería en las distintas jurisdicciones, ya que el marco de Basilea I no había previsto un tratamiento específico para las titularizaciones, en general era insensible al riesgo, y además los vagos estándares previstos para las titularizaciones sintéticas no tenían cabida en muchos de los marcos normativos existentes. Fundamentalmente la crítica se debía a que el tratamiento se basaba en modelos de riesgo de crédito para préstamos individuales, mientras que en las titularizaciones debe emplearse un modelo de riesgo de crédito de una cartera, entrando en juego, por tanto, las correlaciones entre las probabilidades de impago de los distintos activos que la componen.

---

*eficaz administración de empresas; sin embargo, las políticas gubernamentales pueden influir en las decisiones comerciales, especialmente las operaciones relacionadas con préstamos, debilitando el proceso(...)*". Por eso, cualquier tipo de influencia de las políticas gubernamentales en las operaciones de préstamos deberían ser lo más transparente posible, a través de su publicación y divulgación así como de las garantías del Estado, en otras palabras, el fomento de una disciplina de mercado se traduce a un conjunto de requisitos de divulgación de información que haga posible a los participantes del mercados evaluar el perfil de riesgo de cada entidad y su nivel de capitalización.



En tal sentido, el Acuerdo de Basilea II<sup>154</sup> promueve el actuar de los organismos y pretende superar la insensibilidad al riesgo que establecía el Basilea I, previendo la necesidad de desarrollar normas específicas para el tratamiento de la complejidad del proceso de titularización<sup>155</sup>.

El Acuerdo establece los siguientes principios:

**1. La titularización es un instrumento útil de financiación y gestión del riesgo de crédito para las entidades y debe preservarse este objetivo.**

En consecuencia, el tratamiento que reciba a efectos de requerimientos de capital debe ser neutral: no debe crear incentivos ni restricciones a la titularización.

**2. El tratamiento debe ser sensible a los riesgos y debe combinar los requerimientos de capital con requerimientos operativos.**

En cuanto a la determinación de los requerimientos de capital, hay dos elementos esenciales en el esquema: 1) la existencia o no de *ratings* externos, y 2) la posibilidad de conocer los requerimientos de capital que correspondían a los activos titulizados cuando estos estaban en balance.

Así, en una titularización tradicional, se cumplen tres requisitos.

1. Primer Requisito: el flujo de pagos de una cartera de activos subyacente se distribuye como mínimo a dos posiciones distintas de riesgo estratificadas, que reflejan diferentes niveles de riesgo de crédito.

---

<sup>154</sup> El contenido de los Acuerdos se resumen a recomendaciones en materia legislativa y regulatoria a fin de crear un estándar internacional que proteja a las entidades financieras frente a los riesgos financieros y operativos.

<sup>155</sup> El marco general para el tratamiento del riesgo de crédito en Basilea II no resultaba apropiado para las titularizaciones, ya que los sistemas de riesgos de crédito se enfocaban en créditos individuales.



2. Segundo Requisito: los pagos a los inversores dependen del comportamiento de los activos subyacentes, es decir, no se derivan de una obligación del originador.
3. Tercer Requisito: los tramos subordinados pueden absorber pérdidas sin que se interrumpa el flujo contractual de pagos a los tramos más sénior.

Por otro lado, en una titularización sintética, a los anteriores requisitos se les añade una condición definitoria por medio del cual el riesgo de crédito de una cartera subyacente de activos se transfiera, total o parcialmente, mediante el uso de derivados crediticios o garantías que sirven para cubrir el riesgo de crédito de la cartera.

Basilea II establece<sup>156</sup>, ante todo, un filtro para las entidades originadoras de titularizaciones. En caso de incumplir este filtro, compuesto por una serie de requisitos operacionales para las titularizaciones tradicionales y sintéticas, la entidad de crédito no podrá reconocer la titularización a efectos de solvencia y, por lo tanto, deberá continuar computando requerimientos de recursos propios por los activos titulizados como si estos no lo hubieran sido.

Para las titularizaciones tradicionales, entre los requisitos operacionales más importantes, cabe destacar los siguientes. En primer lugar, debe producirse una transferencia **significativa** del riesgo de crédito, sin quedar establecido el concepto de significatividad (sin duda, uno de los más controvertidos del nuevo acuerdo). En segundo lugar, la entidad que transfiere el riesgo de crédito **no debe mantener un control efectivo sobre los activos transferidos**, que estarán legalmente aislados.

Una vez superado el primer filtro de transferencia significativa, Basilea II propone un marco específico para las titularizaciones. Como ocurre para las restantes

---

<sup>156</sup> Revista “ESTABILIDAD FINANCIERA” Número 14 Las Turbulencias en los Mercados Financieros, Causas, Desarrollo y Consecuencias. Publicación del Banco de España, Mayo 2008. Pág. 108



posiciones, y dependiendo del enfoque que ha sido aplicado en la cartera titulizada, se establecen dos posibilidades: un enfoque estándar y unos métodos *Internal Rating Based (IRB)*, mismos que ofrecen un mayor grado de sensibilidad a los riesgos asumidos. Se puede considerar que, a partir de un método estándar ligado a ratings externos (a peor calificación, mayor ponderación), se abre un abanico de métodos (IRB).

Finalmente, dentro de estos requisitos básicos se exige que esté adecuadamente definido el hecho de que los inversores sólo tienen derechos sobre los activos subyacentes, y no sobre los activos del banco transmisor del riesgo. Si se cumplen todos los requisitos operativos, en el caso de las titularizaciones tradicionales, los activos que han sido titularizados podrán ser excluidos del cómputo de los activos ponderados por riesgo, debiendo la entidad aplicar el marco de titularización para determinar el capital exigible a las posiciones que haya podido retener o mantener en ella misma<sup>157</sup>.

Desde el punto de las titularizaciones sintéticas, se exige, al igual que en las tradicionales, que se produzca una transferencia significativa del riesgo, especificando no obstante que dicha transferencia no quede limitada por cláusulas que impliquen que el originador asume más riesgo de crédito en el caso de un deterioro de la cartera titulizada. Asimismo, entre los requisitos exigidos se sitúa la necesidad de que los colaterales y los garantes elegibles estén limitados por aquellos permitidos como técnicas de mitigación de riesgos en el enfoque estándar del acuerdo. Si los requisitos se cumplen, la entidad podrá aplicar el marco de titularización (incluido lo establecido para la mitigación de riesgos) sobre los activos titulizados.

Al evaluar los requisitos operacionales, se ha prestado especial importancia al denominado “**Apoyo Implícito**”. El Apoyo Implícito hace referencia a la situación en que las entidades originadoras puedan estar prestando apoyo a una

---

<sup>157</sup> Ibidem Pág. 110.



transacción más allá de lo que contractualmente se esté pactando, todo ello como consecuencia de un deterioro de la calidad crediticia de la cartera y con el objeto de reducir las pérdidas reales o potenciales de los inversores.

La prestación de apoyo implícito a una operación de titularización tiene exigencia de capital mínimo, ya que mediante esta práctica los agentes involucrados en el proceso transmiten al mercado la apariencia o conjeturas de que el riesgo de crédito permanece en la entidad administradora de fondos de titularización. Por tal razón en dichos casos la exigencia de capital mínimo subestima el verdadero riesgo. Como ejemplos de prestaciones de apoyo implícito se citan: la recompra de activos deteriorados, la compra de los activos a un precio superior al de mercado, la sustitución de activos de baja calidad crediticia por otros de mejor calidad, etc.

Cabe mencionar que Basilea II desalienta esta práctica, y se considera como una práctica no permitida, en la medida en que ello anula la transferencia efectiva del riesgo de crédito a terceros. Así pues, de acuerdo al Pilar II del nuevo acuerdo<sup>158</sup>, se describen posibles acciones que pueden tomarse en el caso de que se detecte que se está prestando dicho apoyo, y que incluyen, entre otras, el no reconocimiento de la transferencia de riesgo obtenida en dicha transacción y la obligación a hacer público el apoyo implícito prestado.

### **III.3. Contexto Normativo Nicaragüense tras la Crisis Financiera.**

Dada a la inevitable globalización del sistema financiero nicaragüense, no podemos desentendernos de la implementación de nuevas técnicas económicas, como es la creación de productos financieros estructurados para la obtención de financiamiento, que consigo acarrear nuevas tendencias normativas internacionales. Este ha sido el caso del desarrollo del mecanismo de titularización, mismo que ha ido de la mano con el establecimiento de una

---

<sup>158</sup> Pilar II de Basilea II: Proceso de Examen de Supervisor.



normativa adecuada en el mercado de valores. Entre más acelerada e íntegra sea la formación de la legislación, será más factible que los mercados la adopten como un nuevo instrumento financiero.

Ahora bien, ubicados en el contexto nacional cabe cuestionar como puede nuestro sistema jurídico financiero apropiarse de las recomendaciones y códigos de conducta emitidas por estas organizaciones internacionales. Siguiendo los principios básicos de IOSCO (Asegurar que los mercados de valores sean justos, eficientes y transparentes, Reducción del riesgo sistémico y Protección de los inversionistas), Nicaragua debe dirigir sus esfuerzos hacia la estructuración de un sistema normativo basados en dichos principios, con el objeto de superar las deficiencias y vacíos existentes en nuestra legislación que se han convertido en obstáculos claves para el funcionamiento de la actividad bursátil.

Empezando por que la autoridad de supervisión de los mercados de valores, por ministerio de ley, es la SIBOIF, misma que no ha delegado la referida función en una comisión especial de valores a como se ha notado en otras legislaciones, por ejemplo, la Comisión Nacional de Valores de Panamá, consideramos que la vigilancia del sistema bancario y el sistema de mercados de valores supeditada a una sola institución no asegura el correcto funcionamiento.

Se requiere de instituciones especializadas enmarcadas dentro de la vigilancia y control de los mercados de valores, cuyo objetivo principal sea el de fomentar, establecer y regular las condiciones propicias para el desarrollo del mercado de valores. Por lo anterior, se manifiesta una necesidad latente de instaurar institucionalidad y con ello correctas políticas de incentivo y de regulación.

Parece lejos de alcanzar el deber del Estado en tutelar los derechos que nacen de la actividad bursátil, al observar por ejemplo la concertación de acuerdos entre el Banco Central de Nicaragua y CENIVAL para la administración del sistema de compensación y liquidación de valores desmaterializados del Sector Público, para





mantener un control centralizado de la totalidad de los valores desmaterializados emitidos y transados en el país.

La reflexión hecha por IOSCO acerca de la gestión de riesgos puede ser apropiada por el sistema nicaragüense, en tanto se proponga el legislador establecer políticas que estén encaminadas a exigir requisitos mas rigurosos que permita mayor transparencia de los flujos o exposición económica de los activos objeto de titularización que permitan realizar un adecuado perfil del originador.

Actualmente según la página oficial se la SIBOIF se han aprobado dos agencias calificadoras. Nos parece valida la intención del legislador y del órgano de control al querer brindar herramientas económicas para el desarrollo del país la cuestión es que si realmente existe un ambiente político- legislativa para que estas empiecen a operar con la escasa inversión que resulta del poco incentivo

Otra cuestión que se nos hace inevitable de mencionar es el monopolio y el excesivo incentivo que se les otorga a los bancos al exceptuarlos de la regla imperativa de clasificación de riesgo. No puede dársele mayores privilegios a la banca en materia de titularización debido a la reciente quiebra de bancos nicaragüenses<sup>159</sup> y a la lección que nos da la reciente crisis internacional de no

---

<sup>159</sup> En el año 2000 la banca en Nicaragua sufrió una profunda crisis dejando como resultado la quiebra de varios bancos, el Banco Central de Nicaragua se vio obligado a brindar asistencia financiera para los rescates bancarios y atender los problemas de iliquidez de los bancos, al 31 de diciembre del mismo año se inyectó un monto equivalente a US\$139 millones. Nicaragua obtuvo un préstamo por 26.1 millones de dólares por parte del FMI, para poder hacerle frente a la crisis financiera que se inició. Como parte de los compromisos que el gobierno central adquirió con el FMI estaban los de implementar una serie de medidas en el sistema bancario y financiero (fortalecimiento del marco institucional, el establecimiento de la base legal para reestructurar la banca, el mejoramiento de la solvencia y liquidez de los bancos, la solución del manejo y recuperación de los bienes depreciados de los bancos intervenidos, y el robustecimiento de las regulaciones y supervisión prudenciales) Las condicionalidades se tradujeron en la aprobación de la Ley de Depósitos de Seguro; la modificación del código criminal para poner al día la definición de delitos financieros; el diseño e implementación de programas de fortalecimiento para los bancos con debilidades de capital, a partir de enero de 2001; el mejoramiento de la habilidad del BCN para colocar bonos en términos de mercado en mayo de 2001; la preparación de un inventario de todos los bienes de los bancos intervenidos que no han sido transferido a otras instituciones en marzo de 2001; el ajuste de las reglas de clasificación y provisión de préstamos reestructurados y la revisión de los criterios de clasificación para todos los préstamos en febrero de 2001; y el refuerzo de las



analizar superficialmente los paquetes estructurados que “aparentemente” resultan ser atractivos y rentable.

---

regulaciones adecuadas y apropiadas para conflictos de intereses y relacionados con los préstamos.



## CONCLUSIONES

1. Los mercados de valores se encuentran estrechamente vinculados con el proceso de titularización, en tanto que los primeros funcionan como los espacios físicos o virtuales en donde operan los agentes involucrados en la dinámica de la titularización y es donde se producen las negociaciones de los valores negociables que resultan de los últimos, más específicamente desde los mercados secundarios para contactar a los inversionistas.

2. Desde un punto de vista económico puede definirse a la titularización como el mecanismo de financiamiento consistente en la transformación, de los activos tradicionales reflejados en el balance de una entidad, en valores susceptibles de ser negociados en mercados secundarios. La dinámica de titularización comprende diversas etapas que encuentran su origen en determinadas operaciones que dan lugar a ciertos derechos de crédito o activos financieros, los cuales posteriormente se agrupan y se ceden conjuntamente a un vehículo, estableciéndose un fondo como patrimonio separado; a la vez que se conciertan las operaciones necesarias para la mejora de la calificación crediticia. Luego de incluirse dichas mejoras se produce la emisión de valores negociables con cargo al fondo; el fondo se administra de tal forma que se llevan a cabo operaciones a lo largo de la vida de los valores, finalmente se amortizan los valores emitidos y se liquida el fondo.

3. Asimismo, desde la perspectiva económica, pueden señalarse dentro de las tantas ventajas que su uso implica, el de la aceleración del ciclo del flujo de caja de distintos activos, agrupándolos y creando con ellos estructuras convenientemente aisladas que aseguren un grado suficiente de garantías a las fuentes de financiamiento, que se alcanzarán mediante la colocación de títulos-valores o participaciones en el flujo de fondos producidos por esos activos subyacentes.



4. Ahora bien, una vez señalada la definición de titularización de activos y sus ventajas es conveniente poner en evidencia el tratamiento de los fondos de titularización como un negocio fiduciario impropio, debido al papel que desempeña el vehículo de propósito especializado, mismo a quien se le transmite el patrimonio creado originalmente, con la única finalidad de administrarlo. Consideramos que los fondos se encasillan dentro de esta institución primeramente por el tratamiento legislativo y por las disposiciones que suponen establecer las obligaciones entre las partes del negocio, más allá del principio de buena fe.

En otros sistemas legislativos se ha designado la figura de patrimonio autónomo y no de patrimonio separado, ya que los fondos hacen referencia al conglomerado de derechos y obligaciones, activos y pasivos que si bien es cierto es difícil de concebir la ausencia de su titularidad, estas se caracterizan por contener una finalidad específica cuyo acometimiento aguarda. La nota de autonomía descansa en la no pertenencia o sujeción al ente que originalmente aportó para su creación, lo que a su vez implica la no persecutoriedad de acreedores del originador frente a este patrimonio.

5. Cabe mencionar que, independientemente de la naturaleza que adopte el fondo en cada uno de los sistemas, la conformación de los fondos de titularización no tiene restricción en cuanto a que los activos que la integran pueden provenir de infinidad de índoles o naturaleza, sin limitarse a su ejemplo por antonomasia: las carteras de créditos bancarios y créditos hipotecarios. En base al análisis hecho a la Ley y a las normas prudenciales, podemos concluir que dicho asunto, aparentemente, ha sido pasado por alto en Nicaragua, debido a que de la lectura de la norma nacional se puede colegir que ésta pretende titularizar preferentemente los activos provenientes de los bancos y de otras instituciones financieras, en tanto en cuanto no se establecen requisitos de autorización especiales para que dichas instituciones puedan actuar como entidades originadoras, a diferencia de otros tipos de instituciones respecto de las cuales la



norma sí se preocupa de regular prolijamente su actuación como entidades originadoras.

6. Al hacer un análisis al marco regulatorio, observamos que el legislador enfatiza el tratamiento de titularización en los siguientes aspectos:

- Definición de la titularización
- Definición de originador
- Tratamiento de las sociedades de titularización y sus prohibiciones
- Los bienes o activos susceptibles de ser titularizados
- Los efectos de la cesión de los activos, las garantías y tratamiento tributario de los mismos
- La obligatoriedad de calificación de los valores

En base al estudio realizado, en el que se pone en evidencia las inconsistencias de las disposiciones, hemos concluido que la aplicación de la Ley 587 en materia de titularización resulta inadecuada puesto que no se aclara puntualmente las obligaciones de las partes, retomando únicamente aspectos estructurales y autorizantes operativos. Dicha situación no facilitaría o no permitiría la correcta tutela de los derechos de las partes, que no obstante podría remediarse mediante estipulaciones nacidas del principio de la autonomía de la voluntad de las partes.

7. Toda innovación de ingeniería financiera tiene como objeto principal atraer ventajas económicas, sin embargo, la no definición de políticas regulatorias o normativas conduce a riesgos. Así también, podemos concluir que la actual regulación no prevé los riesgos que implica toda operación financiera innovadora, haciendo caso omiso a las recomendaciones y reflexiones emitidas por organismos internacionales nacidas a partir de los resultados vistos en la más reciente crisis financiera.

Antes de la crisis, en Estados Unidos, existían empresas que empaquetaban diversos activos, los cuales eran titularizados. En su inicio, estos títulos estaban



garantizados por activos con un alto grado de calificación. Pero un exceso de fondos invertibles y tasas de interés bajas en el mercado dieron la pauta para crear instrumentos financieros que titularizaban activos más riesgosos y con una mayor tasa de interés. Las calificadoras de riesgo evaluaron inadecuadamente los fondos de titularización con activos riesgosos, en tal sentido no debemos obviar que los inversionistas orientan sus decisiones en base a las calificaciones emitidas, debido a la complejidad del mecanismo.

Las titularizaciones respaldadas con activos hipotecarios (mejor conocidos como MBS "*mortgage backed securities*"), fueron las más afectadas. Según el Fondo Monetario Internacional (FMI), en 2006 los bancos estaban expuestos en un 51% en el mercado de hipotecas de alto riesgo.

La crisis reveló las debilidades en la evaluación de riesgos de crédito, liquidez y garantía estipulados en estándares internacionales estipulados en Basilea II, al no evaluar adecuadamente la interconexión de los riesgos. Otro de los resultados encontrados en el análisis a la normativa vigente es el silencio que guarda el legislador en cuanto a la liquidación de los fondos de titularización, misma reflexión que emitió la comunidad internacional ante la crisis.



## RECOMENDACIONES

1. En orden a desarrollar las condiciones óptimas para el buen desenvolvimiento de la titularización se debe contar con una legislación apropiada y específica que otorgue la seguridad jurídica y la transparencia requerida para estas operaciones. No omitimos manifestar que estos mismos elementos ocasionan la confianza de inversionistas.
2. Nuestra legislación en materia de titularización es insuficiente puesto que no describe propiamente la manera, instrumento o figura jurídica que debe utilizarse para la separación de patrimonios. Si bien es cierto, la Ley mandata una operación contable para dar lugar al proceso de titularización, ordenando sacar del balance un conjunto de préstamos, créditos u otros activos capaces de generar un flujo continuado de recursos líquidos y que a la vez son objeto de traspaso a un fondo. Ante estas reflexiones, proponemos una reforma a la ley 587, en la cual se incluya la figura jurídica a utilizar para la segregación de patrimonios.
3. Los contratos o negocios jurídicos que se derivan de la actividad económica actual, en específico las que se originan del proceso de titularización, no cuentan con una regulación legislativa específica, la doctrina los reconoce como contratos atípicos, si bien es cierto la ley no prohíbe la celebración de éstos, tal situación puede provocar que las partes decidan observar disposiciones internacionales o, peor aún, que los inversionistas prefieran colocar sus activos en economías más desarrolladas que han acogido dentro de su legislación a este tipo de negocios. Por ende, es necesario, entonces, que nuestra legislación adopte estos contratos que propiciarán un mayor desarrollo económico, ya que simplifican los procesos, dotan de seguridad jurídica a las partes contratantes, y permiten mayor movilidad de bienes y servicios.



4. Queremos rescatar la intención del legislador al crear una norma para el incentivo de mayores mecanismos de inversión ya que esta trae aparejada importantes beneficios económicos. Nos parece sí, que nuestra legislación debe plantearse reformas profundas en cuanto al sistema de regulación financiera que permita mayor confianza a la inversión. En tal sentido, instamos al legislador a la creación de instituciones especializadas por ministerio de ley que velen por el buen funcionamiento del mercado de valores. La tutela del sistema financiero bancario y del mercado de valores a cargo de una sola entidad resulta deficiente.
  
5. Dentro de las deficiencias de la ley, como se había señalado anteriormente, está la de no clarificar las funciones y responsabilidades de las partes involucradas en una operación de titularización, y tal situación engloba concretamente a las sociedades estructuradoras. En ese mismo orden de ideas exhortamos a los legisladores a una reforma a la Ley 587, para establecer la participación de las entidades estructuradoras dentro del proceso de titularización, designando los requisitos que debe reunir esta entidad para actuar como tal, y las funciones o el rol que jugará. Se debe hacer hincapié en cuanto a la autorización, por parte de la SIBOIF como órgano rector, con la que debe contar dicha sociedad, ya que se advierte que la responsabilidad del estructurador recae en la especialidad y experiencia de su labor, al “empaquetar” los activos y “transformarlos” en valores transables que tienen como misión proveer de liquidez al originador y a los demás actores de la referida dinámica.
  
6. Nosotros creemos que merece especial atención el marco regulatorio de las sociedades calificadoras de riesgo, debido a los recientes acontecimientos de crisis financiera, en los cuales jugó un papel importante la estructuración de emisión de valores respaldados por créditos hipotecarios (“Hipotecas Subprimes”), aunado a un análisis superficial de los créditos efectuados por las calificadoras de valores, que ocultaron gran parte de los riesgos a que





se enfrentaban los tenedores de dichos valores. Antes de la crisis, la titularización fue casi universalmente aclamada como un estabilizador del sistema financiero. Suponía ser una parte clave de un proceso más eficiente de asignación de crédito, dispersión de crédito riesgo a un grupo más amplio y más diverso de los inversores en lugar de concentrar el riesgo. A pesar de esta amplia aprobación, las autoridades hicieron expresar sus inquietudes acerca de la excesiva dependencia de las agencias de calificación de crédito, y la liquidez y la opacidad de estos mercados. Por ejemplo, en el año 2006 el Fondo Monetario Internacional advirtió que "había una escasez de datos disponibles para las autoridades públicas para evaluar más cuantitativamente el grado de reducción de riesgo entre los bancos y vigilar que el riesgo de crédito ha desaparecido<sup>160</sup>".

7. Por tal razón, sugerimos la creación de una norma prudencial dentro del marco de las potestades regulatorias de la SIBOIF, en cuanto a la enunciación de parámetros mínimos que deben tomar en cuenta las calificadoras de riesgo en los procesos de titularización, que impliquen distintas dimensiones que cubran desde la calidad de los activos subyacentes de una emisión, la calidad o perfil del originador y del administrador hasta los riesgos específicos de cada estructura financiera.
8. El propósito de la norma sugerida es la de remediar una cuestión que se ha dejado pasar por alto: La obligación de llevar a cabo un adecuado proceso de análisis de las inversiones en lo que concierne a los activos subyacentes en los casos de productos estructurados, así como la capacidad de dar seguimiento a la evolución de las posiciones de negociación, de manera que se logre el fortalecimiento de mecanismos de control interno en el proceso de calificación, con el fin de obtener una evaluación de activos

---

<sup>160</sup> Fondo Monetario Internacional. "Global Financial Stability Report". Octubre, 2009. Pág. 85



apegado a criterios mínimos establecidos por ministerio de ley que a la vez sean eminentemente técnicos.

## BIBLIOGRAFÍA

### AUTORES

- BEAUMONTO CALLIRGOS, Ricardo, y CASTILLARES AGUILAR. "Comentarios a la Nueva de Ley de Títulos Valores. Gaceta Jurídica. Lima 2000.
- CASCO MUÑOZ, Erick. "La Teoría general de los títulos valores y su adecuación a las letras de cambio y pagarés". Tesis de Estudio de Investigación para culminación de estudios. Universidad Centroamericana, Managua, 2005.
- DUQUE ARISTIZÁBAL Dorley Titularización de Activos Inmobiliarios. Trabajo de Grado Especialización en Ingeniería Financiera. Universidad Nacional de Colombia, 2009.
- Dehesa Guillermo "La Gran Crisis Financiera del Siglo XXI: Orígenes Detonantes, Efectos, Repuestos y Remedios Alianza Editorial 1era Edición, Madrid, España, 2009.
- FERNÁNDEZ Bernardo, FERNÁNDEZ Vladimir, ALDEZOSO René. "Flexibilización del tipo de cambio en Bolivia mediante mecanismo de subasta doble". Banco Central de Bolivia, Subgerencia de Operaciones de Mercado Abierto, Julio 2008.
- GARCÍA MORALES Pedro, "Securitización en el Mercado Inmobiliario de los Estados Unidos: Algunos Aspectos Jurídicos" Revista Chilena de Derecho. Vol. 24 No. 3, 1997.
- H P Kravitt "*Securitization of Financial Assets*, 2da Edición, New York, Aspen Law and Business, 1996. *Capítulo 8*. "La retención del crédito sucede en la securitización cuando se incorporan formas varias.
- HERRERA ESPINOZA, Jesús, ARAÚZ ULLOA, Manuel. "Derecho Bancario" Centro Nicaragüense de Estudios de Derecho", Managua Nicaragua, 2007.
- HERRERA ESPINOZA, Jesús. "Estudio Introdutorio de la Ley de Mercados de Capitales". Colección Legislativa. Editorial Facultad de Ciencias Jurídicas Universidad Centroamericana, Managua, 2010.
- KENDALL Leon, FISHMAN Michael, "A Primer on Securitization", Massachusetts First MIT Press. Edition 2000.
- MARTÍNEZ- ECHEVERRÍA y GARCÍA DE DEUÑAS, A. "Valores Mobiliarios anotados en cuenta, Concepto, Naturaleza y Régimen Jurídico." Editorial Aranzadi, S.A, Madrid, 1997.

- MENDOZA VELÁZQUEZ, Alfonso. “Condiciones para el Desarrollo del Mercado de Reporto y Préstamo de Valores”. Informe publicado por el Banco Interamericano de Desarrollo en coordinación con la Secretaría de Hacienda y Crédito Público de la República de México, 12 de Diciembre del 2007.
- Julio Medrano y José Rojas Urroz. Monografía “La desmaterialización de los Títulos Valores y su Anotación en Cuenta”, año académico 2006.
- NIETO CAROL, Ubaldo, “El Mercado de Valores”, Ed. Civitas, Santa Fé, Bogotá, 1993.
- LACAYO RAUL, **“El Desarrollo Del Mercado de Valores”**, Ediciones del Centro de Investigaciones Económicas y Recursos Humanos, CIERH. Primera Edición 1996.
- RAMOS PADILLA, Cesar E. “Los valores mobiliarios en la Ley de Títulos Valores” Lima, Perú.
- RODRÍGUEZ AZUERO, Sergio, Ensayo Titulado “Disciplina de Mercado en Basilea.
- RODRÍGUEZ AGUILAR Allan, y CAMACHO Arnoldo, Ph.D. **“Evaluación Preliminar de los Mercados de Valores de Centroamérica y Panamá”**, Septiembre 1997, CEN 100. Managua, Nicaragua.
- ROSENTHAL James y OCAMPO Juan, *“Securitization of credit: Inside the new technology of finance”*. Ed. John Wiley & Sons Inc, 1988. 1ra Edición.
- Revista “ESTABILIDAD FINANCIERA” Número 14 Las Turbulencias en los Mercados Financieros, Causas, Desarrollo y Consecuencias. Publicación del Banco de España, Mayo 2008.
- Revista Jurídica Anuario del Departamento de Derecho de la Universidad Iberoamericana. Ensayo de Díaz Etienne, “El Contrato de Opción”. Edición No. 31, Año 2001. México.
- SÁNCHEZ CALERO, Fernando. Instituciones de Derecho Mercantil. Volumen II. 24º Edición. Mc. Graw Hill. Madrid 2002.
- SCHWARCZ, Steven L. *“Structuring and legal Issues of Asset Securitization in the United States, International Financial and Legal Perspectives”*, Center for Commercial Law Studies Queen Mary and Westfield College, University of London, 1991.

- VARÓN PALOMINO, Juan Carlos, *“Portafolios de Inversión: la norma y el negocio”* Universidad de Los Andes. Ediciones Uniandes Editorial Temis, 2da Edición. Bogotá, Colombia 2008.
- NOVOA GALÁN, Raúl. “Derecho de mercado de capitales”. Segunda Edición. Editorial Jurídico de Chile. Santiago, Chile, 1997.
- URÍA, Rodrigo y MENÉNDEZ, Aurelio. “Derecho Mercantil Tomo II”. Decima Tercera Edición. Editorial Marcial Pons. Madrid, España, 1975.
- VINCENT Chuliá, *“Derecho Mercantil”*, Editorial Tirant lo Blanch. Valencia. 1995,
- VIDAL RAMIREZ, Fernando. La bolsa de valores. Cultural Cuzco S.A. Editores. Lima, Peru 1988.
- ZUNZUNEGUI, Fernando. “Derecho de Mercado Financiero”. Segunda Edición. Editorial Marcial Pons. Madrid España 2000.

### **ENCICLOPEDIAS**

- “Equity” Black’s Law Dictionary, 7ma Edición, Bryan A. Garner Chief Editor, West Group, St Paul, Minn, 1999.
- Diccionario Jurídico Espasa, Madrid 1998.

### **NORMAS**

- Real Decreto 685/1982 de España, de 17 de Marzo de 1982. Desarrolla Determinados Aspectos de la Ley 25-3-1981, Ley Reguladora del Mercado Hipotecario.
- Real Decreto 926/1998, de España. “Por el que se regulan los fondos de titulización de activos y las sociedades gestoras de fondos de titulización”.
- Decreto No. 470 “Ley de Titularización de Activos”. Aprobada el 15 de Noviembre del 2007 San Salvador, El Salvador.
- RESOLUCIÓN No. CD-SIBOIF- 498-1-SEP5-2007. Aprobado por el Consejo Directivo de la SIBOIF en fecha 5, Septiembre 2007. Publicado en La Gaceta, Diario Oficial No. 204 del 24 de Octubre del 2007.
- Resolución CD-SIBOIF-556-2-OCT15-2008 Norma sobre Publicidad en el Mercado de Valores, Aprobado el 15 de Octubre del 2008 por el

Consejo Directivo de la SIBOIF y publicado en La Gaceta, Diario Oficial No. 221 el 19 de Noviembre del 2008.

- RESOLUCIÓN No. CD-SIBOIF-540-1-JUL2-2008. Aprobada el 02 de Julio del año 2008, publicado en La Gaceta Diario Oficial No. 144 del 29 de Julio del 2008
- Reglamento (CE) No 1060/2009 DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO aprobado el 16 de Septiembre de 2009.
- Ley General de Bancos, Instituciones Financieras no Bancarias y Grupos Financieros, Ley No 561, LA Gaceta Diario Oficial No. 232 del 30 de Noviembre del 2005.
- Ley General de Títulos Valores: Publicada en la Gaceta Diario Oficial en los numero 146,147,148,150 y 170 del mes de julio de 1971.
- Ley No. 620 “REFORMA A LA LEY GENERAL DE TITULOS VALORES” aprobado por Asamblea Nacional el 16 de Marzo de 1977 y publicado 12 de Abril de 1977 en La Gaceta, Diario Oficial No. 78.
- Ley 564, aprobado el 23 de Noviembre del 2005 y publicado en La Gaceta, Diario Oficial No. 228 el 24 de Noviembre del 2005.
- Ley 576 aprobada el 21 de Febrero del 2006 y publicada en La Gaceta No. 58 del 22 de Marzo del 2006.
- Decreto No 33-93. “Reglamento General sobre la Bolsa de Valores” .Aprobado 21 de Junio de 1993. Publicado en La Gaceta, Diario Oficial No 122 del 29 de Junio de 1993.
- Decreto 1824 “Ley General de Títulos Valores”, publicado en Las Gacetas, Diario Oficial No. 146, 147,148, 149,150 del 1, 2, 3, 5 y 6 de Julio de 1971.
- Ante Proyecto de la Ley de Fideicomiso de 1998. Asamblea Nacional.
- Ley No. 587 “Ley de Mercados de Capitales”. Aprobada por Asamblea Nacional 2006 y publicada en La Gaceta, Diario Oficial No. 222 del 15 de Noviembre del 2006

### **Organismos Internaciones u ONG´s**

- COMISION DE LAS COMUNIDADES EUROPEO “Propuesta de Reglamento Del PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO sobre las

Agencias de Calificación Crediticia” Exposición de Motivos, Bruselas. Noviembre, 2008.

- Comités de Asuntos Financieros de Asia, Australia, Nueva Zelanda, Europa, Japón, Latinoamérica y Estados Unidos, Declaración Conjunta **“Securitización Eficiente para la Estabilidad Financiera y el Crecimiento Económico”**, Santiago, Chile, 17 de Agosto del 2009.

### **PÁGINAS WEB CONSULTADAS**

<http://www.recalde-dandrea.com.py/publicaciones3.php>

[www.bbsc.cl](http://www.bbsc.cl),

<http://escueladerecho.blogspot.com/2009/07/algunos-alcances-sobre-titulizacion-de.html>

<http://www.softlineratings.com/filesup/MetodologiaTitulosDeParticipacion.pdf>

[http://www.consejo.org.ar/coltec/mackeprang\\_1106.htm](http://www.consejo.org.ar/coltec/mackeprang_1106.htm)

<http://www.bcr.gob.sv/uploaded/content/category/363096766.pdf>

<http://www.bbv.com.bo/aula.temario11.asp>

[WWW.CNMV.ES/PORTAL/PUBLICACIONES/INFORME IOSCO.ASPX](http://WWW.CNMV.ES/PORTAL/PUBLICACIONES/INFORME IOSCO.ASPX).

Banco Central de Nicaragua. <http://WWW.bcn.gob.ni//>

Super Intendencia de Bancos de Nicaragua [www.superintendencia.go.ni](http://www.superintendencia.go.ni)

<http://www.eumed.net/cursecon/cursos/mmff/organizacion.htm> 15,

<http://fcaparral.wordpress.com/2008/04/08/exposicion-mercado-de-capitales/>

[http://www.rodriquezvelarde.com.pe/articulos\\_1.htm](http://www.rodriquezvelarde.com.pe/articulos_1.htm)