

**COLLATERALIZED DEBT OBLIGATIONS (CDO), ¿CUÁL ES SU
NATURALEZA JURÍDICA EN COLOMBIA ?**



MARIANA CALDERON LEMOS

VANESA LEÓN RODRÍGUEZ

**PONTIFICIA UNIVERSIDAD JAVERIANA
FACULTAD DE CIENCIAS JURÍDICAS
CARRERA DE DERECHO
BOGOTÁ D.C.**

2018

**COLLATERALIZED DEBT OBLIGATIONS (CDO), ¿CUÁL ES SU
NATURALEZA JURÍDICA EN COLOMBIA ?**

Presentado para optar para el título de abogadas

MARIANA CALDERON LEMOS

VANESA LEÓN RODRÍGUEZ

Dirigido por

HERNANDO SEPULVEDA GARCÍA

PONTIFICIA UNIVERSIDAD JAVERIANA

FACULTAD DE CIENCIAS JURÍDICAS

CARRERA DE DERECHO

BOGOTÁ D.C.

2018

NOTA DE ADVERTENCIA

Artículo 23 de la Resolución N°. 13 de julio de 1946.

“La Universidad no se hace responsable por los conceptos emitidos por sus alumnos en sus trabajos de tesis. Solo velará porque no se publique nada contrario al dogma y a la moral católica y porque las tesis no contengan ataques personales contra persona alguna, antes bien, se vea en ellas el anhelo de buscar la verdad y la justicia.”

Agradecimientos

A NUESTROS PADRES, QUIENES HAN SIDO PILARES EN NUESTRAS VIDAS, NOS HAN APOYADO INCONDICIONALMENTE CON SU AMOR, LES DEDICAMOS TODO NUESTRO ESFUERZO EN AGRADECIMIENTO A SU GRAN DEDICACIÓN Y SACRIFICIO PARA QUE SEAMOS PERSONAS DE BIEN.

A NUESTRO TUTOR EL DOCTOR HERNANDO SEPÚLVEDA POR SU INCONDICIONALIDAD Y ENSEÑANZAS, POR SU PACIENCIA Y PORQUE NOS AYUDÓ, CON ÉXITO, A TRAZAR NUESTRAS IDEAS.

AL DOCTOR JOSÉ HERNÁN MURIEL CICERI POR SU APORTE, ENSEÑANZAS Y GUÍA.

A LA DOCTORA NYDIA REMOLINA Y AL DOCTOR GERMÁN ABELLA, QUIENES NOS APORTARON DE UNA MANERA ENORME Y EXCEPCIONAL CON SUS CONCEPTOS Y ASESORÍA, FUNDAMENTALES PARA SOLUCIONAR LOS INTERROGANTES PLANTEADOS.

A PETER ALBERT MCKAY PORQUE NOS AYUDÓ DESINTERESADAMENTE Y NOS BRINDÓ SUS VALIOSOS CONCEPTOS SOBRE LA CRISIS EN SU PAÍS.

Tabla de contenido

Resumen	9
Introducción	10
Justificación y Planteamiento del Problema.....	10
Objetivos	12
Objetivo principal	12
Objetivos específicos	12
Método de investigación	12
Materia de investigación	13
I. El caso estadounidense	15
1. Historia de la crisis <i>Subprime</i> en Estados Unidos.....	15
1.1 Primera causa: desregulación financiera	16
1.2 Segunda causa: <i>Shadow Banks</i>	17
1.3 Tercera causa: los derivados.....	25
1.4 Cuarta causa: Exceso de apalancamiento.....	28
1.5 Crisis de los préstamos hipotecarios	29
1.6 Consecuencias de la crisis	31
2. Respuesta normativa a la crisis	35
2.1 Ley de estabilización económica de emergencia	35
2.2 <i>Funding facility (MMIFF), Trouble Asset Relief Program (TARP), Term-asset-backed securities loan Facility (TALF)</i>	35
2.3 Ley de Reinversión y Recuperación (American Recovery and Reinvestment Act) 2009.....	36

2.4 Plan de Estabilidad Financiera (<i>Financial Stability Plan</i>).....	37
2.5 Regla Volcker.....	38
2.6 La Ley Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (Public Law N°.: 111-203, 2010)	39
2.7 Conclusión.....	43
2.3 Partes del contrato de derivados.....	89
2.4 Naturaleza jurídica del contrato de derivados en Colombia.....	90
2.5 Clases y modalidades de los derivados en general.....	92
2.6 Obligaciones de las partes en los contratos de derivados.....	94
2.7 Formas de terminación del contrato	95
2.8 Conclusión.....	97
3. Titularización.....	98
3.1 Titularización definición	98
3.2 Tipos de titularización	99
3.3 Esquemas de Titularización.....	99
3.4 Esquemas de Titularización en Colombia	100
3.5 Intervinientes	104
3.6 Modalidades	106
3.7 ¿Qué se puede titularizar?	107
3.8 Clases de titularización en Colombia	108
3.9 Titularización versus Concepto de valor	111
3.10 Conclusión.....	112
4. ¿Es viable o no crear un producto estructurado en Colombia?	113

4.1 Conclusión.....	117
5. Conclusión.....	118
6. Referencias bibliográficas.....	121

Lista de figuras

<i>Figura 1.</i> Esquema de las hipotecas	24
<i>Figura 2.</i> Primeras perspectivas de la crisis y cuestiones conexas.....	49
<i>Figura 3.</i> <i>Collateralized Debt Obligation</i> (Obligaciones de deuda garantizadas)	51
<i>Figura 4.</i> CDO.....	52
<i>Figura 5.</i> CASH CDO	52
<i>Figura 6.</i> CDS.....	75
<i>Figura 7.</i> <i>Credit Default Swap</i> (Intercambio predeterminado de crédito) como vehículo de seguro.....	76
<i>Figura 8.</i> Productos estructurados	79
<i>Figura 9.</i> Derivados estructurados.....	80
<i>Figura 10.</i> CDO Cash.....	82

Resumen

Actualmente no se tiene claro cuál es la naturaleza jurídica de un *Collateralized Debt Obligation* (Obligación de deuda garantizada). Es por ello que para académicos como Germán Darío Abella surge la pregunta: ¿Se le puede considerar como derivado en Colombia? Por otro lado, es necesario analizar si sería viable desarrollarlo en el mercado colombiano.

Este instrumento tuvo un gran auge en Estados Unidos hasta que estalló la denominada “gran crisis del *subprime*” (Janzen, 2009; Shiller, 2009). Es por esta razón que consideramos necesario analizarlo desde una perspectiva histórica, al igual que su estado actual, para lograr concluir cuál es su naturaleza, y a su vez, analizar si la normativa colombiana permitiría implementarlos en el mercado colombiano.

Palabras Clave: *Collateralized Debt Obligation*, derivado, titularización, valor.

Abstract

At present it's not clear what is the legal nature of a collateralized debt obligation so, for academics like Germán Abella the question arises: “¿...can it be considered as a derivative in Colombia ?, on the other hand, it is necessary to analyze, if it would be viable to develop this market in Colombia. This instrument had a great boom in the United States until the “subprime crisis” broke out (Janzen, 2009; Shiller, 2009) (Janzen, 2009). Therefore, it is necessary to analyze it from a historical perspective and current state, in order to be able to conclude what is its nature, and additionally, analyze if the Colombian regulations would allow to implement this product.

Key words: Derivative, securitization, market value

Introducción

Justificación y Planteamiento del Problema

José Antonio Ocampo, en su libro: “Informe sobre el comercio y desarrollo” con remisión a Joshua Coval, Jakub Jurek, and Erik Stafford, define los *Collateralized Debt Obligations* (Obligaciones de deuda garantizadas) en los siguientes términos:

Como un producto financiero estructurado que permite transformar instrumentos financieros de riesgo, en otros instrumentos de menor riesgo. Esta transformación se logra mediante un procedimiento de dos etapas:

La agrupación de títulos y su división en tramos, en la primera etapa, la agrupación, se unifican en un solo instrumento de deuda un gran número de activos (por ejemplo, hipotecas). Este instrumento de deuda permite diversificar el riesgo si el rendimiento de los activos subyacentes muestra una correlación negativa entre ellos. Sin embargo, este nuevo instrumento de deuda no puede reducir en gran medida el riesgo porque el beneficio de toda cartera es igual al beneficio esperado de los activos subyacentes, por tanto, la calificación crediticia de un nuevo instrumento sería semejante a la calificación crediticia media de los activos subyacentes, así pues, la simple agrupación de títulos no supone ningún avance crediticio.

En la segunda etapa se produce la división de tramos del título. A través de esta operación, el instrumento original se divide en segmentos los cuales se ordenan según el grado de absorción de pérdidas de la cartera original. (Coval, Jurek, & Stafford, 2008, pág. 107)

Por otra parte está la opinión de Eduard Berenguer I Comas, quien en su libro “Raíces de la crisis económica” argumenta:

Un CDO es un producto es asimilable a un fondo de inversión cuyos activos son créditos concedidos en bancos que han sido reunidos y vendidos a ese fondo. El objetivo del fondo es buscar inversores del mercado de capitales que financien el costo de adquisición de todos esos créditos. Es un producto derivado porque la rentabilidad que proporcione el fondo está vinculada a la rentabilidad de los créditos que formen su cartera.

Los créditos que constituyen la cartera tienen distinta calidad en función de a quién han sido concedidos. Estas calidades sirven para dividir el fondo y ofrecerlo en partes desiguales a distintos tipos de inversores.

Donde cada parte de la división incorpora un grado de calidad distinto de los créditos y por tanto un riesgo distinto para el inversor; pero como indica el nombre de CDO junto a los créditos hay unos colaterales o garantías apropiadas al mismo. (Berenguer, 2012, pág. 19)

Ello cobra relevancia especial al considerar que académicos como Germán Darío Abella, plantean la problemática adicional de si los *Collateralized Debt Obligations* (Obligaciones de deuda garantizadas) se pueden o no considerar como derivados en Colombia.

Los *Collateralized Debt Obligations* (Obligaciones de deuda garantizadas) fueron de común utilización en las operaciones crediticias en la banca de los Estados Unidos y su uso, según autores como Robert J. Shiller y Miriam Jazen, tuvo consecuencias negativas. (Janzen, 2009)

Es por ello que esta monografía tiene como objeto analizar en qué consisten los *Collateralized Debt Obligations* (Obligaciones de deuda garantizadas), desde una perspectiva histórica referida a la Crisis del *Subprime* de 2007/2008 en los Estados Unidos

(Mahieu, 2011); y en ello identificar ¿Cuáles fueron sus causas y efectos con la finalidad de examinar su viabilidad en Colombia? (Muñoz, 1985).

Objetivos

Objetivo principal

Analizar en qué consisten los *Collateralized Debt Obligations* (Obligaciones de deuda garantizadas), desde la perspectiva de la "Crisis del *Subprime* de Estados Unidos de 2007/2008" identificar cuál es su naturaleza jurídica y aplicación en Colombia.

Objetivos específicos

1. Analizar la crisis del *Subprime* en Estados Unidos en el año 2007.
2. Definir qué es un *Collateralized Debt Obligations* (Obligaciones de deuda garantizadas).
3. Identificar su naturaleza jurídica, causas y efectos.
4. Identificar la viabilidad de un *Collateralized Debt Obligation* (Obligaciones de deuda garantizadas) en Colombia.

Método de investigación

La presente monografía de grado se realiza como un documento de investigación, para lo cual se aplicó la metodología de investigación cualitativa (Hernández, Fernández, & Baptista, 2006). Del mismo modo se plantea el estudio y análisis de los siguientes temas, que permiten una interpretación y perspectiva crítica y analítica sobre el tema de estudio:

Materia de investigación

Los *Collateralized Debt Obligations* (Obligaciones de deuda garantizadas) suelen hacerse a través de un *special purpose vehicles* (Sociedad vehículo) que invierten en un conjunto diversificado de activos. Las inversiones en el *Collateralized Debt Obligations* (Obligaciones de deuda garantizadas) se financian mediante la emisión de varias clases de valores cuyo reembolso está vinculado al rendimiento de los valores subyacentes que a su vez está vinculado a los pasivos de *Collateralized Debt Obligations* (Obligaciones de deuda garantizadas). Las inversiones son administradas por una persona, que se denomina como el encargado de la garantía (Fabozzi & Goodman, 2001).

Los títulos emitidos por los *Collateralized Debt Obligations* (Obligaciones de deuda garantizadas) son clasificados según el nivel de riesgo que tenga el crédito colateral, el cual es asumido por el inversor comprador. Las clases son *Senior*, *Mezzanine* y *Equity*, estas se determinan principalmente a través del interés en los flujos de efectivo generados por el colateral. Los bonos *Senior* (deuda de alta calidad) se dividen en bonos Súper *Senior*, los cuales tienen una calificación de AAA y los bonos *Senior*, que tienen calificación AA; pueden pagar un cupón de tasa fija o variable y tienen la máxima prioridad en los flujos de efectivo. Los *Mezzanine* (híbrido de deuda y acciones, representan derechos de cobro sobre la cartera subyacente) son clasificados generalmente entre BBB y pueden pagar un cupón de tarifa que está subordinado a los pagarés *Senior* (Fabozzi & Goodman, Investing in Collateralized Debt Obligations, 2001). Por último, están los *Equity* (de primeras pérdidas), “valores con calificación inferior B subordinados y sin calificación” (Morales, Arguedas, Gonzales, Oliver, Martin, & De Pablo, 2010, pág. 265).

Estructura y pasos de la investigación

El eje central de esta monografía consiste en realizar un estudio sobre los *Collateralized Debt Obligations* (Obligaciones de deuda garantizadas), y cómo influyeron en la crisis *Subprime* del 2007/2008, que afectó a los Estados Unidos, y a muchos otros mercados, como España, Reino Unido e Irlanda, entre otros (Reinhart & Rogoff) (Reinhart & Kenneth, 2008). Así mismo, establecer cuál es su tratamiento actual en Colombia y realizar un análisis sobre su respectiva denominación en el marco de los contratos financieros (Abisambra, 2013, págs. 20 - 89).

Es importante considerar que Morales *et al.* (2008) señalaron que los *Collateralized Debt Obligations* (Obligaciones de deuda garantizadas) “son flujos de caja y que estos son difíciles de catalogar en la práctica” (Morales *et al.*, 2010, p. 63), denominándolos “titulizaciones, derivados de crédito o híbridos” (Morales M. , Arguedas, Gonzales, Yebenes, M, & Redondo, 2010, pág. 63).

En la monografía presente se lleva a cabo un recorrido histórico de la crisis económica acontecida en Estados Unidos en el año 2008, cuál fue la razón de ser de esta y qué papel desempeñaron los *Collateralized Debt Obligations* (Obligaciones de deuda garantizadas); qué son y cuál es su naturaleza jurídica.

A continuación, y con el fin de lograr el desarrollo de la pregunta planteada, se hablará de los derivados en general, qué noción se tiene de estos actualmente, las partes que conforman esta operación, su naturaleza jurídica, sus clases, sus modalidades, cuáles son las obligaciones correspondientes a las partes en este contrato, cómo se termina este tipo de contrato, cómo se ve en comparación con el concepto de *Collateralized Debt Obligations*

(Obligaciones de deuda garantizadas); y por último se realizará un análisis de los derivados exóticos.

Posteriormente, y para poder proceder con este proyecto de grado, se hará un análisis de la titularización en Colombia, se verá su definición, las clases que lo conforman, los esquemas mundiales más utilizados; cuáles se desarrollan en Colombia, quiénes son las partes intervinientes en esta operación, qué activos y flujos son titularizables, cuáles tipos de titularización existen en Colombia y qué otros valores se pueden titularizar de conformidad con la Ley 964 del 2005, para así poder saber cuál es la naturaleza jurídica de los *Collateralized Debt Obligations* (Obligaciones de deuda garantizadas).

En el siguiente capítulo se hará referencia a los *Collateralized Debt Obligations* (Obligaciones de deuda garantizadas), donde se trata su concepto, se muestra su estructura y se compara con el concepto de valor de la Ley 964 del 2005, culminando con la definición de su naturaleza jurídica y su viabilidad en Colombia.

I. El caso estadounidense

1. Historia de la crisis *Subprime* en Estados Unidos

Lo que en los Estados Unidos fue una vez un sistema de bancos separados y distintos durante el siglo XIX se convirtió en un laberinto entrelazado formado por compañías bancarias y afiliadas en el siglo XX (Ferguson, Beck, & Bolt, 2010).

Después de la gran depresión, los Estados Unidos tuvo cuarenta años de crecimiento económico, sin una sola crisis financiera (Ferguson, Beck, & Bolt, 2010). La industria y el mercado estaban regulados, la mayoría de los bancos se ocupaban de negocios locales; tenían prohibido especular con los ahorros de los depositarios, los bancos de inversión que manejaban acciones y bonos eran sociedades pequeñas y privadas, lo cual era regulado por

la Ley Glass-Steagall (Maues, 2013). Sin embargo, durante los años ochenta la industria financiera se disparó, los bancos emitieron acciones y adquirieron mucho capital (Ferguson, Beck, & Bolt, 2010).

1.1 Primera causa: desregulación financiera

“Durante, el Gobierno de Ronald Reagan se inició una política de desregulación financiera” (Morris C. , 2008, pág. 25) que permitió a las compañías de ahorros y préstamos hacer inversiones riesgosas con el dinero de los depósitos que tenían (Ferguson, Beck, & Bolt, 2010)

Para finales de los años noventa el sector financiero se había concentrado en firmas muy grandes, que cualquier tipo de compañía con el más mínimo riesgo amenazaba a todo el sistema financiero (Cornell University, s.f.) (Risk Magazine, 2007, pág. 33). El gobierno del presidente Clinton acentuó la desregularización y esto les ayudó a crecer más; por ejemplo, en 1998 Citicorp y Traverlers se fusionaron para formar Citigroup, esta fusión violó la Ley Glass-Steagall de 1933 (Glass-Steagall) (Ferguson, Beck, & Bolt, Inside Job, 2010) que impedía que los bancos que tuvieran como actividad principal los depósitos utilizaran los mismos en actividades propias de los bancos de inversión (Ferguson, Beck, & Bolt, 2010).

En noviembre 12 de 1999, Larry Summers y Robert Rubin gestionaron la Ley Gramm-Leach Act (106–102, 1999, pág. Sec.101) también conocida como la Ley de Alivio para Citigroup, la cual derogaba la Ley Glass-Steagall y abría la puerta a fusiones futuras (Maues, 2013), y ya para el año 2008, muchos de los bancos más grandes estaban simultáneamente interconectados entre sí y apalancados excesivamente; una dinámica que amenazaba todo el sistema financiero (Wallison P. J., 2015, pág. 35; Peery G. , 2012)

La naturaleza entrelazada del sistema bancario más pronunciada fue en los derivados *over the counter* conocido como mercado mostrador (que quiere decir que no requieren intermediación) (Mayer M. , 1999); ya que los bancos se enfrentarían a los clientes de contratos de derivados en operaciones que cambiarían y cubrirían sus operaciones con otros bancos. (Peery G. F., 2012, pág. 33)

En 2008, los bancos de Wall Street fueron apalancados de forma masiva, muchas personas, bancos y otros participantes del mercado confiaban en el mercado hipotecario (*Cycle*). En 2007 y 2008, no solo los bancos y sus filiales se interconectaron compartiendo sus riesgos, y bancos tradicionales simultáneamente patrocinaban una nueva generación de firmas y entidades de servicios financieros: de los denominados “*Shadow Banks*” o bancos sombra (Peery G. F., 2012, pág. 33).

1.2 Segunda causa: *Shadow Banks*

De acuerdo con la Comisión Europea (2012) en el “Libro verde: el sistema bancario en la banca sombra” con remisión al Informe de Financial Stability Board (Libro verde del sistema bancario en la banca sombra, 2012), denominado “*Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation*”. Se define a la banca sombra, así:

Un sistema de intermediación crediticia conformado por entidades y actividades que están fuera del sistema bancario tradicional. Donde a su vez divide al sistema financiero en dos categorías:

[...] En primer lugar, las entidades que operan fuera del sistema bancario ordinario y que realizan algunas actividades como: aceptación de fondos con características similares a las de los depósitos; transformación de vencimientos y/o de liquidez; transferencia del riesgo de crédito; y utilización de apalancamiento financiero

directo o indirecto. Y, en segundo lugar, las actividades que podrían actuar como importantes fuentes de financiación de las entidades no bancarias. Estas actividades incluyen titulización, préstamos de valores y operaciones con compromiso de recompra («repos»). (Libro verde del sistema bancario en la banca sombra, 2012, pág. 4)

La Comisión Europea (2012), por otra parte, afirmó que estos son algunos ejemplos de tipos de estructuras que desarrollan la banca sombra:

- Entidades con cometido especial que realizan la transformación de vencimientos y/o de liquidez; por ejemplo, vehículos de titulización, como sociedades vehiculares de pagarés de empresa respaldados por activos [...]
- Vehículos de inversión estructurada [...] y otras entidades con cometido especial;
- Fondos del mercado monetario [...] y otros tipos de fondos o de productos de inversión con características similares a las de los depósitos, que los hacen vulnerables a retiradas masivas y simultáneas de depósitos;
- Fondos de inversión, incluidos los fondos cotizados, que conceden créditos o están apalancados;
- Sociedades financieras y sociedades de valores que conceden créditos o garantías de crédito, o que realizan la transformación de vencimientos y/o de liquidez sin estar reguladas como un banco; y - empresas de seguros y reaseguros que emiten o garantizan productos crediticios. Actividades: - titulación; y - préstamo de valores y «repos». (Libro verde del sistema bancario en la banca sombra, 2012, pág. 4)

Los *Shadow Banks* o bancos sombra, se denominan así porque “dentro del sistema no están regulados como los bancos, al menos no en los Estados Unidos” (Peery G. F., 2012, pág. 34).

El vicepresidente del Banco Central Europeo, Vítor Manuel Ribeiro Constâncio (2015) en su discurso del 13 de febrero de 2015 dijo que los bancos sombra son:

Un concepto difícil de cuantificar ya que la crisis financiera ha enseñado que los riesgos pueden aumentar en las áreas menos tradicionales del sistema bancario, como los fondos de cobertura, las corporaciones de vehículos financieros y otros intermediarios financieros (OFI). (p. 2)

Dejando en claro que normalmente los bancos sombra no tienen acceso a la liquidez del banco central ni a las garantías de crédito del sector público (Measuring Shadow Banking the Dutch National Accounts, pág. 3).

Este sistema consistió en una variedad de entidades con un propósito especial denominadas “SPES” (*special purpose vehicle* o Sociedad vehículo)¹, así como en otras entidades que realizaban ciertas funciones de financiamiento de los bancos tradicionales; pero que no eran reguladas como bancos (Peery G. F., 2012).

Estas entidades paralelas del sistema también, incluyen fideicomisos de inversión inmobiliaria, *real investment trust* (REITS), fondos de cobertura, fondos del mercado monetario y otras entidades (Peery G. F., 2012).

¹ Special Purpose vehicle: sociedad constituida ad hoc, o subsidiaria por los inversores para llevar a cabo un (LBO) *leveraged buy-out*, adquisición de apalancamiento término que engloba las operaciones de adquisición en las que existe un componente muy elevado de apalancamiento financiero, esto es, en las que los fondos para financiar el precio de adquisición se obtienen fundamentalmente a través de deuda bancaria, que es garantizada con los activos de la sociedad adquirida (*definition*) (riesgo).

Un fondo de inversión inmobiliaria, *real investment trust* (REIT) actúa como banco, es decir; sin la supervisión reguladora que debería incluir los requisitos rigurosos de capitalización para poder participar en la toma de riesgos (Peery G. F., 2012).

Estas instituciones surgieron y desempeñaron un papel importante en las financiaciones de 2000 a 2008 en Europa, Estados Unidos y otras partes del mundo (Peery G. F., 2012).

En ausencia de un cuerpo de leyes bien desarrollado para gobernar los bancos paralelos, desarrollaron operaciones financieras los *Shadow Banks* (bancos sombra), que incluyeron derivados complejos, pero también formas de financiación más sencillas, como facilidades de crédito y facilidades de almacenamiento y recompra (Peery G. F., 2012)

El presidente de la *Commodity Future Trading Commission* (Comisión de comercio de futuros de materias primas), Gary Gensler declaró, antes de la crisis financiera, ante la Comisión de Investigación en mayo de 2010 y dijo:

Un gran sistema financiero paralelo surgió fuera del marco de las protecciones establecidas para los bancos tradicionales. Surgió una gran diversidad de instituciones financieras para prestar servicios bancarios a particulares y empresas, y se les permitió operar sin estar sujetas a las mismas restricciones aplicadas a los bancos tradicionales. El cambio en los préstamos hipotecarios de los bancos, el crecimiento de la importancia relativa de las instituciones financieras no bancarias, el aumento del tamaño de los bancos de inversión y la aparición de una gama de vehículos de financiamiento especializados, son manifestaciones de este fenómeno. (Peery G. F., 2012, pág. 35)

Un fideicomiso de inversión inmobiliaria en Estados Unidos, por ejemplo, es una entidad que nadie consideraría un banco, pero desempeña funciones bancarias en el origen de un préstamo. Sin embargo no tiene la regulación que un banco tendría en ese país (Peery G. F., 2012). Estas entidades pueden acceder a la facilidad de recompra con un banco grande, y pueden, al mismo tiempo, hacer un desembolso de fondos de ese banco, y de esa manera actuar como un banco y financiar el inicio de una transacción de bienes raíces comerciales (Peery G. F., 2012).

Sin embargo, es importante aclarar qué es una operación de Repo en los Estados Unidos, permiten a una empresa vender un valor a otra empresa con una promesa simultánea de comprar una garantía en una fecha posterior a un precio específico. “El efecto de esta transacción es similar al de un préstamo garantizado” (Markets, 2015, pág. 1). El préstamo de valores implica un préstamo a corto plazo de acciones o bonos a cambio de efectivo o un colateral no efectivo; los repos son utilizados principalmente para tomar prestado efectivo utilizando valores como garantía. Los contratos de préstamo de valores son principalmente usados para acceder a liquidez efectiva utilizando el valor como garantía. Tales transacciones permiten a las empresas establecer posiciones cortas y coberturas, y facilitan la actividad de la creación de mercado (Markets, 2015, pág. 1).

Un ejemplo del profesor Perry (2012) en su libro *The Post-Reform Guide to Derivatives and Futures* de cómo un *shadow bank* (bancos sombra) actuó en la crisis (Peery G. F., 2012).

Se dio a través fideicomiso de inversión inmobiliaria, Real Estate Investment Trust (REIT) quien actúa como un banco sombra en un contexto de un préstamo de bienes raíces comerciales financiado con fondos procedentes de una recompra, que un

banco de inversión proporcionó al fideicomiso de inversión inmobiliaria, Real Estate Investment Trust.

Se encuentra un deudor hipotecario como un cliente de un banco y prestatario que, en años anteriores, aplicó para un préstamo de bienes raíces comerciales y una hipoteca con financiación tradicional con un banco comercial, el deudor firma dos documentos legales principalmente: una hipoteca, que le da el préstamo, los derechos legales del banco de apropiarse del derecho que está sujeto a la hipoteca; y un pagaré, que le otorga al prestamista el derecho a un recurso adicional a la persona que firma la hipoteca, a fin de que si se realiza la venta de los bienes subyacentes a la hipoteca; y si estos son insuficientes el banco lo pueda realizar de manera completa sobre los demás derechos.

Después de la ejecución de la hipoteca y el pagaré, antes del tiempo de corte, el deudor hipotecario recibe los fondos de la hipoteca en su cuenta de depósito, pero esos ingresos no provienen del fideicomiso de inversión inmobiliaria, en realidad provienen de un banco de inversión. (Peery, 2012, pp. 36-37)

Un fideicomiso de inversión inmobiliaria Real Estate Investment Trust (REIT):

Se compromete a transferir el paquete de activos de la hipoteca comercial, a un custodio o banco de inversión y asigna los derechos del fideicomiso de inversión inmobiliaria Real Estate Investment Trust (REIT) a la hipoteca subyacente al banco de inversión; [...] promete al banco de inversión recomprar la hipoteca en algún momento posterior (por lo tanto, a través repo o facilidad de recompra). [...] Paga al banco de inversión una comisión (la cuota puede ser considerada como interés para el producto hipotecario comercial proporcionado por el banco de inversión para

financiar la hipoteca). [...] Después de un período de tiempo negociado con el banco de inversión, o alternativamente, en cualquier momento a petición del banco de inversión (el banco puede hacer esta solicitud para readquirir en cualquier momento), el fideicomiso de inversión recompra la hipoteca y hace que el banco de inversiones (y luego algún tercero, una tasa es cobrada por el banco de inversión para su transacción), y el paquete de activos con la documentación de la hipoteca se transfiere al fideicomiso de inversión inmobiliaria, el cual se convierte en el propietario de la hipoteca.

De esta manera la facilidad de recompra descrita a menudo sirve como una fuente de financiamiento a corto plazo para un fideicomiso de inversión inmobiliaria Real Estate Investment Trust (REIT) que, desempeña esencialmente una función bancaria, al menos por un período de tiempo. Lo que el cliente (el deudor hipotecario comercial) no ve es que varias semanas antes del cierre del préstamo de bienes raíces comerciales en la oficina del fideicomiso de inversión inmobiliaria, este a su vez entró en una facilidad de recompra, o repo; por lo cual un gran banco de inversión proporciona ingresos de recompra, a una cuenta mantenida para el fideicomiso de inversión inmobiliaria, Real Estate Investment Trust (REIT). (Peery G. F., 2012)

Justo antes de que se funda el préstamo, el cliente ejecuta un pagaré, una hipoteca y otros documentos dentro del paquete de activos, los cuales son asignados por el fideicomiso de (REIT) Real Estate Investment Trust (REIT) al banco de inversión y mantenidos en fideicomiso. El paquete de activos que posee la hipoteca puede ser asignado por el banco de inversión a un fideicomiso que, a su vez, emite bonos u otros valores en una titulización,

antes de la recompra del activo por el fideicomiso de inversión inmobiliaria, como en este caso (Peery G. F., 2012).

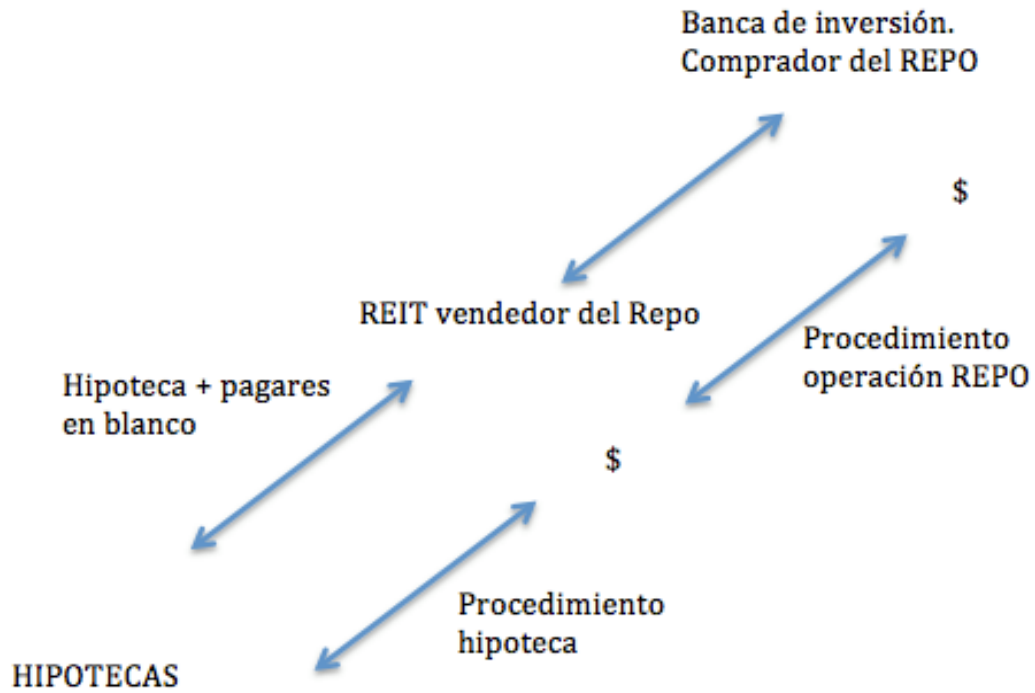


Figura 1. Esquema de las hipotecas

Fuente: elaboración propia con base en Peery (2012)

1.3 Tercera causa: los derivados

La tercera causa fueron los derivados, pues estos no estaban regulados al momento en que comenzó la crisis en el año 2006 (Forget About Housing, 2017). En el momento en que los participantes del mercado de bonos secundarios comenzaron a migrar al mercado de derivados (*over the counter* o mercado mostrador), alrededor de 2002 a 2003, la ingeniería financiera en el mercado mostrador (*over the counter*) había casi completado una década completa de gestación para una nueva categoría de derivados que jugaron un papel crítico en la crisis del mercado de 2008, que son los derivados de crédito (Forget About Housing, 2017).

Los derivados de crédito florecieron por muchas razones, pero uno de los motivos es que el mercado en el que negociaban los derivados de crédito era en el mercado mostrador (OTC) (Forget About Housing, 2017). El resultado del desarrollo de los derivados de crédito que en principio fueron los *credit default swaps* (CDS)² un tipo de *Collateralized Debt Obligation* (Obligaciones de deuda garantizadas), en los años 1980 y principios de los noventa fue un enorme mercado global de derivados de crédito (Peery G. F., 2012, pág. 45) El uso no regulado de Derivados de crédito como los *credit default swaps* (Intercambio crediticio predeterminado) por parte de la aseguradora AIG y otros participantes en el mercado fue una parte importante del desarrollo de las crisis del mercado de 2008 (Peery,

² Credit default swaps (CDS): Los títulos de deuda presentan dos tipos de riesgo; el riesgo de tipos de interés y el riesgo de incumplimiento. Los credit default swaps permiten transferir el segundo tipo de riesgo, al asegurador. En un credit default swap quienes compran la cobertura pagan una prima que se debe igual a la probabilidad del incumplimiento multiplicada por el monto teórico del credit default swap. (Coval, Jurek, & Stafford, 2008 como se citó en Ocampo, 2009, p. 108)

2012). Sin embargo, fue la combinación del uso no regulado de los *credit default swaps* (intercambio crediticio predeterminado) con un dispositivo financiero completamente diferente, la titulización, fue la que propagó el contagio a nivel mundial y alimentó las crisis de mercado de 2008 (Peery G. F., 2012, pág. 45). Una parte esencial de la crisis fue:

La combinación de ciertos derivados de crédito y la titularización pueden catalogarse como las principales causas de las crisis de mercado de 2008. Aunque los mercados de derivados de tipos de interés y de divisas constituyen la mayoría de los mercados de derivados en el mercado mostrador o OTC, ninguno de los dos segmentos causó un colapso o la caída de los bancos Lehman Brothers y Bear Stearns, y la casi quiebra de Citibank y la aseguradora AIG, así como de otras firmas de servicios financieros. (Peery G. F., 2012, pág. 45).

El fundamento principal al que se le atribuye la crisis, ha sido el uso irresponsable de los valores respaldados por activos, “*asset backed securities*” (ABS) y valores e inversiones asegurados por hipotecas, *mortgage backed securities* (MBS) (Ahead, Fondo Internacional Monetario , 2013, págs. 8-16), instrumentos financieros que, si se usan adecuadamente, pueden ser una alternativa positiva y poderosa para financiar activos y administrar riesgos. Sin embargo, en este caso, estaban cargados de activos tóxicos³, de mala calidad crediticia, lo cual desencadenó la crisis (Peery G. F., 2012, pág. 45).

Los Collateralized Debt Obligations (Obligaciones de deuda garantizadas), son miembros de la familia de derivados de crédito, dependiendo del activo subyacente; el derivado puede ser una obligación de bonos garantizados collateralized bond

³ Activos tóxicos: es aquel activo financiero de baja calidad, y mucho riesgo, cuyo valor contable es más alto que el precio de mercado y por tanto será muy difícil de vender es decir un activo ilíquido (tóxico).

obligation (CBO), término utilizado en los últimos años en materia comercial, ya que muchos se refieren a este término como collateralized Debt Obligations o una obligación de préstamo garantizado, collateralized loan obligation (CLO).

En una estructura de obligación de bonos garantizados o Collateralized bond obligation (OBC), un fideicomiso posee los bonos, o un grupo de alto riesgo, por debajo de los valores de renta fija de grado de inversión. [...] Una estructura de obligación de préstamo garantizado collateralized loan obligation (CLO) incluye un fideicomiso, típicamente garantizado por un grupo de préstamos bancarios, que puede incluir préstamos (sénior) no garantizados y préstamos corporativos subordinados. El fondo puede incluir préstamos que pueden calificarse por debajo del grado de inversión. (Peery G. F., 2012, pág. 46)

En el 2008, la crisis se desarrolló a partir de estos "productos estructurados" ya que se utilizaba el derivado y posteriormente se titularizaba para comercializarlo (Ahead, págs. 8-10) en estas operaciones estaban incluidos los bonos estructurados, que son instrumentos de deuda derivados (Bomfim, Understanding Credit Derivatives and Related Instruments, pág. 126) (Peery G. F., 2012, pág. 46). El valor de ese derivado es el principal o el interés sobre las notas estructuradas⁴ y se determina típicamente por referencia a los cambios en el valor de una tasa o índice de referencia (Fabozzi & Mann, 2000, pág. 2; Peery G. , 2012). El tipo de interés o

⁴ Notas estructuradas: una forma de invertir dinero de una manera diferente es a través de colocaciones estructuradas, o bien conocidas como comprar notas estructuradas, instrumentos financieros emitidos por un intermediario como una alternativa de inversión donde se puede llegar a obtener rendimientos superiores a los del mercado de renta fija (Bolsa Mexicana de Valores, 2016, párr. 1)

el monto principal pagadero al vencimiento o al reembolso puede ser aumentado o disminuido, dependiendo de los cambios en la referencia aplicable.

En la crisis del mercado de 2008, los instrumentos estructurados parecían haber tolerado un mayor riesgo de mercado y sufrieron pérdidas, en comparación con otros tipos de títulos de deuda, porque el inversor soportaba el riesgo de las obligaciones que hace referencia al subyacente.

Estos productos financieros fueron mal utilizados en los años anteriores a 2008, en el sentido de que los usos eran adversos al riesgo, al mismo tiempo no regulados y no se tuvo en cuenta la evidente consecuencia de un colapso en los mercados de vivienda. (Peery G. F., 2012, pág. 46).

1.4 Cuarta causa: Exceso de apalancamiento

Por otra parte, su cuarta causa fue que los bancos estaban sobre apalancados⁵, las Prácticas Contables Generalmente Aceptadas de los Estados Unidos, Generally Accepted Accounting principles (GAAP) no reconocían la exposición de los derivados en los balances. Daniel Gros sostiene que parte del papel que desempeñan las normas y prácticas contables es revelar de manera precisa y completa el bienestar financiero de las empresas. Durante la crisis las Prácticas Contables Generalmente Aceptadas de los Estados Unidos (GAAP) no reconocían los derivados en los balances. En realidad estas prácticas contables tienen lo que

⁵ **Exceso de apalancamiento:**

El apalancamiento financiero consiste en utilizar algún mecanismo (como deuda) para aumentar la cantidad de dinero que podemos destinar a una inversión. Es la relación entre capital propio y el realmente utilizado en una operación financiera; cuando hay sobre apalancamiento es un exceso (financiero). (Velayos, 2015, párr. 1)

denomina "derivados después de la compensación es decir después de recibir utilidades; es probable que los reguladores bancarios no reconocieran cómo la bursatilización permitió a los patrocinadores cambiar la responsabilidad de los balances. (Peery G. F., 2012, pág. 47).

1.5 Crisis de los préstamos hipotecarios

Frente a las hipotecas, en el antiguo sistema cuando un dueño de una casa pagaba su hipoteca, el dinero iba a su prestamista local, como solían ser a largo plazo el prestamista se aseguraba cuidadosamente a quién le iba a dar el crédito (Ferguson, Beck, & Bolt, 2010). En el sistema del 2008 el prestamista vendía los derechos sobre las hipotecas a bancos de inversión. Los bancos de inversión combinaban hipotecas y otros préstamos, como autos, créditos universitarios, y de tarjetas de crédito para crear derivados complejos; más exactamente *Collateralized Debt Obligations* (Obligaciones de deuda garantizada) (Mayer, Pence, & Sherlund, 2009)

Los bancos de inversión les vendían los *Collateralized Debt Obligations* (Obligaciones de deuda colateralizadas) a inversionistas, que posteriormente, cuando la persona pagaba su hipoteca, el dinero iba a inversionistas en todo el mundo y a su vez los bancos de inversión le pagaban a las agencias calificadoras por evaluar los *Collateralized Debt Obligations* (Obligaciones de deuda colateralizadas) y para recibir, sin serlo, calificación AAA, la cual es otorgada a las inversiones de mejor calidad crediticia (Peery G. F., 2012, pág. 51; McKay Adam, 2015; Wallison P. J., 2015)

Entre el 2000 y el 2003 el número de préstamos hipotecarios anuales se cuadruplicó. En la crisis y dentro de la cadena de bursatilización en un principio importaba la calidad de la hipoteca; querían maximizar su volumen y cobrar honorarios (Peery G. F., 2012, pág. 51).

A principio del año 2000 hubo un gran aumento de préstamos riesgosos, denominados “*subprime*”⁶ (Mayer, Pence, & Sherlund, 2009) Estos créditos cuyos deudores tienen un calificativo por debajo de lo deseado están más propensos a dejar de pagar las deudas que aquellos con calificativos deseables o adecuados; cuando combinaron miles de préstamos para crear *Collateralized Debt Obligations* (Obligaciones de deuda colateralizadas), muchos aun recibieron una calificación AAA (McKay Adam, 2015; Wallison P. J., 2015; Mayer M. , 1999).

Los bancos preferían los préstamos “*subprime*” o préstamos riesgosos por sus altas tasas, esto produjo un aumento de préstamos (Wallison P. J., 2015). Los corredores hipotecarios obtenían comisiones por conseguir clientes de hipotecas (crisis, pág. 4) (Ferguson, Beck, & Bolt, Inside Job, 2010); a su vez los bancos de inversión pidieron mucho dinero prestado para comprar más préstamos y crear más *Collateralized Debt Obligations* (Obligaciones de deuda garantizada). Este fenómeno se producía a través de la relación entre el capital de un banco de inversión y el crédito invertido de una operación financiera, que al reducir el capital que es necesario aportar producía un aumento de la rentabilidad obtenida. El incremento de apalancamiento producía que se incrementaran los riesgos de la operación, pues entre más dinero pedían prestado más apalancamiento obtenían, lo que generaba un problema muy grande pues se producía una alta exposición a la insolvencia (Ferguson, Beck, & Bolt, 2010).

⁶ Subprime: es un anglicismo que traducido al castellano se puede definir como “por debajo de lo óptimo”, proviene de los Estados Unidos, donde también se le conoce como “near prime” o “second chance”. Normalmente este término se refiere a un tipo de créditos llamados “Créditos subprime” (Subprime). (MytripleA, s.f., párr. 1-2)

En el 2004 se bajaron aún más los límites de apalancamiento, lo que permitió que los bancos se endeudaran todavía más (Stiglitz J. E., 2010, pág. prefacio 8) (Ferguson, Beck, & Bolt, 2010).

1.6 Consecuencias de la crisis

Había otra bomba de tiempo en el sistema financiero, una de las compañías aseguradoras más grande del mundo AIG estaba vendiendo unos derivados de impago de deudas (*Credit Default Swaps*) (CDS) (Intercambio predeterminado de crédito) para los inversionistas que tenían *Collateralized Debt Obligations* (Obligaciones de deuda colateralizadas) (Ferguson, Beck, & Bolt, Inside Job, 2010) (Wallison P. J., 2015, pág. 39). Los *Credit Default Swaps* (Intercambio predeterminado de crédito) funcionaban como un seguro, es decir un inversionista que lo compraba, pagaba una prima trimestral, si el *Collateralized Debt Obligations* (Obligaciones de deuda colateralizadas) perdía valor, la aseguradora AIG prometía pagar las pérdidas. Pero, a diferencia de un seguro normal, los especuladores podían comprar seguros de impago de deudas para apostar contra los *Collateralized Debt Obligations* (Obligaciones de deuda garantizada) (Wallison P. J., 2015, págs. 39-42) (Ferguson, Beck, & Bolt, 2010). Satyajit Das Aguilar (2011), consultor de derivados, afirmó:

[Que] en los seguros, solo aseguras cosas que tienes, digamos que tengo una casa, solo puedo asegurarla una vez, el universo de derivados permite a cualquiera asegurar esa casa, tú la puedes asegurar, yo la puedo asegurar y otras cincuenta personas pueden asegurar mi casa. Entonces si mi casa se quema, el número de pérdidas se vuelve proporcionalmente mayor.

Como esos derivados no estaban regulados la aseguradora AIG no tuvo que apartar dinero para cubrir posibles pérdidas; en vez de eso la aseguradora AIG pagaba a sus empleados bonificaciones muy grandes, cuando se firmaban los contratos. Sin embargo si los *Collateralized Debt Obligations* (Obligaciones de deuda garantizadas) perdían valor más adelante la aseguradora AIG tenía que pagar. Estaban recompensando a la gente por correr riesgos gigantes. En buenas épocas, se generan ingresos a corto plazo y por ende bonificaciones, pero a la larga eso hizo que su propia firma quebrara. (Ferguson, Beck, & Bolt, 2010).

Sin embargo, esta crisis fue advertida por varios organismos y personas influyentes en el mundo financiero. Como el Fondo Monetario Internacional en su informe Global Financial Stability Report del FMI de octubre de 2007 (Recogido profusamente en el Informe Económico ESADE, 2º semestre 2007) (Ballabriga & Mena, 2008, pág. 56). En el 2004 el FBI emitió advertencias sobre fraudes hipotecarios, evaluaciones infladas, documentos falsificados, y otras actividades fraudulentas (FBI, 2004) (Ferguson, Beck, & Bolt, 2010).

En el 2005 Raghuram Rajam, jefe de economistas el Fondo Monetario Internacional, entregó un tratado en el Simposio de Jackson Hole, donde como autor afirma que “los incentivos que generaban bonificaciones basadas en utilidades a corto plazo, sin imponer sanciones por pérdidas posteriores, estos incentivos alentaban a correr más riesgos que podían destruir sus propias firmas; o al sistema financiero entero” (Raghuram , 2005, pág. 317).

En el 2008 las reposiciones⁷ se dispararon y la cadena alimenticia de valoración explotó; los prestamistas no podían vender sus préstamos, al perderse los préstamos docenas de prestamistas quebraron (Mayer R. , 2009, pág. 45).

El mercado de los *Collateralized Debt Obligations* (Obligaciones de deuda garantizadas) colapsó, dejando a bancos de inversión con miles de millones de dólares en préstamos, y propiedades que ya no podían vender. (Mayer R. , 2009, pág. 45)

En septiembre 7 de 2008, Henry Paulson, Secretario del Departamento del Tesoro, anunció la adquisición Federal de Fannie Mae y Freddie Mac, dos bancos que se hundían; dos días después, Lehman Brothers anunció pérdidas de 3200 millones de dólares (Lehman Brothers se declara en bancarrota, 2008) (Hanson, 2011).

Por otra parte, se vislumbraba la desigualdad en la distribución de la renta. En EEUU, la participación de los salarios cayó en el PIB desde el 50% en 1968 a menos de 46% en 2005, mientras los beneficios, los sueldos y bonos de los ejecutivos, subían irónicamente a niveles exorbitantes mientras que en los hogares trágicamente continuó aumentando desde poco más del 60% del PIB a alrededor del 70% en 2007'. Por consecuencia de un endeudamiento imparable, basado en el incremento ficticio de la riqueza de los hogares representado por una burbuja de precios y el efecto riqueza en el mercado bursátil. (Foster & Magdoff, 2009)

⁷ (Repossession) o reposición: proceso legal por el cual un prestamista toma posesión de los activos o propiedades pignorados como garantía en caso de impago del prestatario (Repossession). En Colombia esta figura sería asimilable con una garantía que tiene un acreedor sobre un deudor; condicionada a que si el deudor no cumple con el pago, el acreedor puede hacer efectiva la misma. En el caso específico de Los Estados Unidos las garantías que se hicieron efectivas fueron sobre préstamos hechos para la compra de bienes inmuebles, en Colombia este tipo de garantías, se conocen como hipotecas.

A su vez, la economía norteamericana no se afectó solo a sí misma sino al resto del mundo; pasó por encima de la economía internacional vinculada a su mercado en muchos casos a través de gigantescas inversiones en las hipotecas *subprime* o riesgosas y otros, a su vez el efecto de otras burbujas de la vivienda autóctonas (casos de Irlanda, España y Reino Unido) (Foster & Magdoff, 2009).

1.7 Conclusión

Como resultado se puede decir que esta crisis fue causada por la desregulación, la multiplicidad de productos que se valieron para crear nuevos instrumentos a partir de lo que históricamente era un crédito hipotecario seguro. Se mezclaron estos buenos activos con otros productos no tan seguros y se manipuló la calificación crediticia, mostrándola como sobresaliente cuando en realidad no lo era. Estas calificaciones no generaban respaldo alguno porque estaban viciadas desde su otorgamiento por los créditos Ninja (*No income, No Job or Assets*), es decir, otorgados irresponsablemente a quienes no tenían ingresos, trabajo, o activos de respaldo.

Al entrelazar todo el sistema financiero, este había quedado sin un respaldo real y contaba solamente con uno aparente. Las malas prácticas de los bancos de inversión, la desregulación, las fallas de las calificadoras, y los seguros de impagos de deudas reforzaron el círculo vicioso que llevó al colapso anteriormente descrito (Darrell, 2011; Hera, 2010; Amadeo K. , 2018).

Esta tragedia dejó una huella en las familias norteamericanas que perdieron sus hogares por malas prácticas que dejan varias lecciones importantes; la primera de ellas es que el sistema financiero debe tener controles especiales y debe haber normas que castiguen este tipo de delitos para que no se repitan.

2. Respuesta normativa a la crisis

2.1 Ley de estabilización económica de emergencia

Para responder a la crisis, se promulgó la Ley Federal de Estabilización Económica de Emergencia de octubre de 2008. Emergency Economic Stabilization Act of 2008 (Public Law 110-343 110th Congress, 2008). El presidente de Estados Unidos, George W. Bush, promovió un proyecto para que se canalizaran 700.000 millones de dólares para salvar el mercado financiero (Salido., pág. 170). Esta medida tuvo como propósito ayudar tanto a los bancos fuertes para que ofrecieran préstamos nuevamente, como a las demás instituciones bancarias que presentaban dificultades, para que logran estabilizarse (Salido., pág. 170) (Public Law 110-343 110th Congress, 2008).

2.2 *Funding facility (MMIFF), Trouble Asset Relief Program (TARP), Term-asset-backed securities loan Facility (TALF)*

La Reserva Federal (Federal Reserve) (2010) anunció dos cambios en el mercado de dinero fondo de financiamiento (Funding Facility) (MMIFF) el cual tenía como fin proporcionar liquidez a los inversores de EEUU; la Reserva Federal podría proporcionar a los fondos asegurados de alto nivel una serie de vehículos especiales para facilitar un apoyo a la industria por iniciativa del sector privado, y para financiar la compra de activos por parte de los inversores (Public Law 110-343, 2008; Weinberg, 2015; Webel & Labonte, 2010).

Posteriormente, el presidente Bush solicitó al Congreso una financiación para el *Troubled Asset Relief Program* (TARP) (Programa de Alivio de Activos en Problemas) por una suma de 350.000 millones de dólares (The International Bar Association , 2010) (Facility, 2009).

El *Troubled Asset Relief Program* (Programa de Alivio de Activos en Problemas) es un

programa del gobierno de Estados Unidos para comprar activos y acciones de instituciones financieras para fortalecer su sector financiero (H.R.1424) (Meltdown) (Webel & Labonte, Government Interventions in Response to financial Turmoil, 2010, pág. 22).

Es el componente más importante de las medidas del gobierno en 2008 para hacer frente a la crisis de las hipotecas *subprime*. Este programa tenía como función que el Departamento del Tesoro de Los Estados Unidos comprara o garantizara hasta 700 mil millones de dólares de "activos problemáticos" o activos tóxicos (H.R.1424) (Webel & Labonte, 2010, pág. 8; Weinberg, 2015).

Después nació TALF, *Term Asset-Backed Securities Loan Facility* (Fondo de Préstamos de Valores con Garantía de Activos a Plazo), fue creado por la Reserva Federal de EEUU para estimular los préstamos de crédito de consumo (Webel & Labonte, Government Interventions in Response to financial Turmoil, 2010). El programa fue anunciado para apoyar la emisión de valores respaldados por activos (asset backed securities) (ABS) (Salido., pág. 186) (H.R.1424).

2.3 Ley de Reinversión y Recuperación (American Recovery and Reinvestment Act) 2009

En su siguiente paso, el Congreso de los Estados promulgó la Ley Federal de Reinversión y Recuperación de Estados Unidos de 2009 -American Recovery and Reinvestment Act of 2009-, conocida como *The Stimulus of The Recovery Act* (2009 1. A.) (Salido., pág. 186).

Tenían por objeto proporcionar un estímulo para la economía de los EE. UU., a raíz de la recesión económica provocada por la crisis de hipotecas *subprime* y la falta de créditos tuvo como objeto la disminución de impuestos, tanto para personas naturales como jurídicas, inversiones en educación, ayuda a trabajadores de bajos ingresos, inversión en infraestructura, entre otros. (2009 1. A.) (Salido., pág. 187).

2.4 Plan de Estabilidad Financiera (*Financial Stability Plan*).

Posteriormente, el Plan de Estabilidad Financiera (*Financial Stability Plan*) (FSP) tomaba medidas para consolidar el sistema bancario estadounidense, los mercados de valores, hipotecas y los créditos de consumo (Plan). A su vez tenía como propósito que fondos gubernamentales absorbieran los activos tóxicos y apalancaran el capital privado para estimular los mercados financieros (Salido., pág. 191).

La Reserva Federal y el Departamento del Tesoro hicieron una declaración conjunta sobre los roles de cada uno para superar la crisis financiera que se estaba presentado y garantizar la estabilidad financiera y monetaria (Federal Reserve, 2009). Los cuatro puntos de acuerdo fueron:

1) “El Tesoro y la Reserva Federal continuarán cooperando en la mejora del funcionamiento de los mercados de crédito para fomentar la estabilidad financiera” (Pineda, 2011).

2) “La Reserva Federal tomará medidas para evitar el riesgo de crédito y asignación de crédito” (Pineda, 2011). La Reserva Federal llevará a cabo préstamos con garantías. Las medidas adoptadas por la Reserva Federal también deben tener como objetivo mejorar las condiciones financieras o de crédito en términos generales, y no asignar créditos a sectores únicos. “Las decisiones gubernamentales para influir en la asignación de crédito son competencia de las autoridades fiscales” (Federal Reserve, 2009, pág. párr. 3). La necesidad de preservar la estabilidad monetaria, y que las acciones de la Reserva Federal en la búsqueda de la estabilidad financiera no limiten el ejercicio de la política monetaria; según sea necesario para fomentar el máximo empleo sostenible y la estabilidad de precios.

4) La necesidad de un amplio régimen para las instituciones financieras sistémicamente críticas. Posteriormente, el 26 de marzo el Departamento del Tesoro presentaría un marco para la reforma integral de reglamentación que se centra en la contención de riesgos sistémicos en el sistema financiero (Salido., pág. 192)(Risks, págs. 886-887).

2.5 Regla Volcker

Después el 21 de enero de 2010 el presidente Obama propuso acoger lo que él mismo denominó la regla Volcker, que proponía:

[Que] las entidades bancarias no podrán, para su propio beneficio, poseer, invertir o patrocinar fondos de cobertura, fondos privados de inversión u operaciones de trading no relacionados con la atención a sus clientes.

La segunda propuesta fue la de prevenir y endurecer las restricciones al tamaño de los bancos y obligarlos a elegir entre la red de protección que otorga el gobierno y el lucrativo negocio de transar valores con recursos propios y poseer fondos de cobertura o de capital privado. (Salido., pág. 201)

La regla Volcker (Act) tuvo como cambio principal la separación de las actividades de las Instituciones financieras y singularmente bancarias; a su vez el objeto fue limitar que las entidades puedan utilizar la protección que tienen por el hecho de ser entidades de depósito para incrementar el nivel de riesgo en el que incurren con objeto de obtener mayor rentabilidad para sus gestores y accionistas (Act). Para evitar estas prácticas se estableció que las entidades bancarias no puedan realizar operaciones por cuenta propia (*proprietary trading*) ni apadrinar (*hedge funds o fondos de cobertura*) o desarrollar fondos de capital-riesgo (*Explained*).

La solución adoptada por la *Volcker Rule* (Act) no trató de reducir el tamaño actual de las entidades, pero sí condicionó los procesos de adquisición que se realizarían en el futuro (Maxfield, 2017); con lo cual es obligatorio que las entidades sistémicas notifiquen a la Reserva Federal con suficiente antelación la adquisición de entidades con más de 10.000 millones de dólares en activos, se pretende prohibir las adquisiciones que supongan que una entidad acapare más del 10 % de los pasivos agregados del sector financiero americano y se limite la concentración de riesgos de las entidades sistémicas con sus filiales (*Explained*).

2.6 La Ley Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (Public Law N°.: 111-203, 2010)

Esta llevo a cabo una reforma global que alcanza todos los puntos críticos surgidos a raíz de la crisis, siendo sus principales aspectos: elevar los requerimientos de capital y liquidez; fortalecer la regulación para las instituciones sistémicamente importantes; estableció nuevas reglas para las titulaciones y los derivados, proteger al consumidor y lograr una mayor protección internacional (4173, pág. Sec. 610.). Para Elliott (2011) los principales puntos de reforma son los siguientes:

1. Mayores requerimientos de capital para las instituciones financieras.
2. Requerimientos de liquidez más fuertes para las instituciones financieras.
3. Un mayor foco en riesgos sistémicos.
4. Regulación más fuerte de las instituciones sistémicamente importantes.
5. Autoridad de resolución expedida para que los reguladores puedan controlar instituciones financieras en problemas a través de un consejo denominado (*Financial Stability Oversight Council*) el cual tiene como propósito identificar y monitorear los riesgos excesivos al sistema financiero de los Estados Unidos que

surgen de la falla de grandes compañías bancarias interconectadas o compañías financieras no bancarias, o de riesgos que podrían surgir fuera del sistema financiero (**Public Law N°.: 111-203, 2010 Title I Sec. 112**). Sin embargo, la autoridad reguladora propiamente de acuerdo con la sec. 721 del título VII de la Ley Dodd-Frank es la comisión de Futuros y mercancías COMMODITY FUTURE TRADING COMMISSION que coordina a su vez con la con la Comisión de Bolsa y valores SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION a los reguladores prudenciales para garantizar una regulación consistente en la medida de lo posible.

6. Una consolidación modesta de las funciones regulatorias.
7. Nuevas regulaciones para las titularizaciones.
8. Nuevas regulaciones para los derivados.
9. Protecciones más fuertes del consumidor, guiadas por una nueva Agencia de Protección del Consumidor Financiero (4173, pág. Sec. 111).
10. Mayor coordinación internacional. (p. 75)

La Ley Dodd-Frank tuvo reformas críticas (act., 2010). Esta ley aumentó la cantidad de capital que los bancos deben mantener en reserva, dando a los bancos un cojín adicional para absorber pérdidas de préstamos en futuras caídas (*Explained*). Así mismo, exige que los bancos mantengan una porción más grande de sus activos invertidos en cosas que puedan liquidarse fácilmente en caso de que se ejecute un banco, como efectivo y títulos públicos en lugar de préstamos a plazo (*Explained*).

La ley también somete a los bancos más grandes de la nación a una serie de requisitos regulatorios elevados que no enfrentan los bancos regionales y comunitarios. Bajo La ley

Dodd-Frank (Act), cada banco con más de \$50 mil millones de activos en su balance debe someterse a unas pruebas anuales administradas por la Reserva Federal (4173, pág. sec. 1101) que luego determina si sobrevivirían a una hipotética, o crisis similar a la de 2008 (*Explained*). Como una parte de la prueba, estos bancos también deben buscar la aprobación reguladora para aumentar sus dividendos o autorizar nuevos programas de recompra de acciones (*Explained*).

Incluso entre los bancos más grandes, la Ley Dodd-Frank hace distinciones (act., 2010). Los más grandes de ellos se clasifican como bancos globales de importancia sistémica, o G-SIB, que deben mantener un tramo adicional de capital, conocido como el recargo G-SIB. Esto es particularmente oneroso para JPMorgan Chase, Bank of America y Citigroup, que tienen que mantener hasta un 3 % de su patrimonio neto en valores de baja rentabilidad, pero altamente líquidos. Estos bancos también deben presentar planes de resolución a los reguladores cada año, detallando cómo podrían resolverse sin causar daños a los mercados financieros en caso de quiebra.

La Ley Dodd-Frank también ha reintroducido los principios centrales de la Ley Glass-Steagall, que se había ido erosionando gradualmente a lo largo de los años, después de prohibir inicialmente a los bancos comerciales llevar a cabo ciertas operaciones de inversión (Maues, 2013). A su vez, prohíbe el comercio de propiedad en los bancos universales y por lo tanto limita sus operaciones comerciales a servir como creadores de mercado para clientes institucionales (*Explained*). Y por último, pero no menos importante, uno de los principales cambios introducidos por la Ley Dodd-Frank fue la creación de la Oficina de Protección Financiera del Consumidor (s.f.), que tiene la autoridad para proteger

a los consumidores de productos y servicios financieros injustos, engañosos o abusivos (Oficina de Protección Financiera del Consumidor, s.f.). (Salido., pág. 209).

Para finalizar se puede decir que no se regularon propiamente los *Collateralized Debt Obligations* (Obligaciones de deuda garantizadas), pero sí se regularon los derivados y operaciones de titulización en la Ley Dodd- Frank.

Frente a los derivados, los bancos pueden cubrir sus propios riesgos, pero determinados derivados deben ser gestionados por filiales capitalizadas independientes (Public Law N°: 111-203, 2010).

Las instituciones bancarias pueden negociar swaps de tipos de cambio y de tasas de interés, de oro, plata, y derivados para cubrir sus propios riesgos.

Los derivados pasan a estar regulados, según la naturaleza de las operaciones, por la Comisión de Bolsa Y Valores (Security Exchange Commission) (SEC) (SEC Rule 17g-5; §21D(b) (2) of 1934 Act, Implementing §[933]) y la Comisión de Comercio en Futuros (Commodities Futures Trading Commission) (CFTC).

Estas agencias, deben auditar y exigir información a los agentes que intervienen en estos mercados, hay unos requisitos mínimos de capital y de depósito de fondos para cubrir las posiciones que tengan abiertas en cada momento. Además, [...] tiene por objeto que estas operaciones no sean efectuadas directamente por las entidades, sino por sus filiales, y en caso de tener algún problema no podrían recibir ayudas de la Reserva Federal o de la Corporación Federal de Seguros de Depósito (Federal Deposit Insurance Corporation) (FDIC) (*Explained*). (4173, pág. sec.1074)

Frente a la titulización se establece que los emisores de esta operación tanto originadores y colocadores deben mantener, al menos, el 5 % del riesgo que se

pretende transferir, con lo cual se pretende que sean más activos en analizar y evaluar los créditos que transfieren. [...] Además, se establecen mayores requisitos de información y registro sobre los activos que se titilizan. (Salido., pág. 209).

2.7 Conclusión

Se puede decir que las únicas reformas de fondo respecto a la crisis fueron La ley Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act y la regla Volker, pues fueron las que introdujeron mayores cambios en la regulación financiera que tuvieron que soportar una crisis para que fueran impuestas, como por ejemplo mayores requerimientos de capital para las instituciones financieras, requerimientos de liquidez más fuertes para las instituciones financieras, un mayor foco en riesgos sistémicos, regulación más fuerte de las instituciones sistémicamente importantes, autoridad de resolución expandida para que los reguladores puedan controlar instituciones financieras en problemas, una consolidación modesta de las funciones regulatorias, protecciones más fuertes del consumidor guiadas por una nueva Agencia de Protección del Consumidor Financiero. Una normativa que fortaleció una economía muy fuerte que sufrió grandes pérdidas por riesgos innecesarios.

II. *Collateralized debt obligation* (Obligaciones de deuda garantizadas) ¿Una forma de derivados o una titularización en Colombia?

1. *Collateralized Debt Obligations* u Obligaciones de deuda garantizadas

1.1 Introducción

Para identificar cuál es la su naturaleza jurídica de un *Collateralized Debt Obligation* (Obligación de deuda garantizada) es necesario hacer un análisis de cómo la definen

diferentes autores, pues hay quienes como Enrico Marcantoni en su libro “Collateralized Debt obligation” la define como una titularización, de la siguiente manera:

El término titularización se refiere a la transferencia de una reserva de activos en valores negociables. *Collateralized Debt Obligations* (Obligaciones de deuda garantizadas) son una clase de valores garantizados por activos, conocido por sus siglas en inglés como ABS – *Asset Backed Securities*- “o bonos de titularización de activos en sentido estricto, garantizados por todo tipo de activos”. (Rafael Morales-Arce Macías, 2010, pág. 263) (Marcantoni , *Collateralized debt obligation a moment matching pricing technique base on copula functions*, 2014, pág. 7).

Una vez que el conjunto de activos se tituliza está disponible para ser negociado y el objetivo de un *Collateralized Debt Obligation* (Obligaciones de deuda garantizadas) es permitir que la parte compradora alcance el perfil de retorno de riesgo, ya que de otra manera no estaría disponible bajo la regulación, y el lado de la venta para descartar sus exposiciones de riesgo (Marcantoni , *Collateralized debt obligation a moment matching pricing technique base on copula functions*, 2014).

“El proceso u operación mediante la cual se crea un *Collateralized Debt Obligation* u obligaciones de deuda garantizadas refleja etapas claramente diferenciadas que aclaran de manera definitiva que este producto es un derivado” (Peery G. , 2012). Un derivado es un producto financiero cuya característica principal consiste en que su valor depende del activo o activos subyacentes de los cuales deriva su existencia (De Lara, 2005); este puede ser derivado de productos financieros tales como: tasas de interés, acciones, divisas, bonos, riesgos crediticios, *Collateralized Debt Obligation* u Obligaciones de deuda garantizadas, entre otros; como también *commodities* y/u otras condiciones de la economía hasta el clima

o de su finalidad que puede ser especulativa, de cobertura y otras veces lo ha sido de operaciones de arbitraje (Planeta Forex, s.f.).

Los *Collateralized Debt Obligation* (Obligaciones de deuda garantizadas) en su primera etapa inician su creación con activos subyacentes (activos, pág. 19). En su segunda etapa participa la entidad originadora titular de los activos subyacentes, quien los cede a título de venta o a otro título de acuerdo a otros mercados (activos, pág. 19).

Esta entidad los cede o transfiere a una entidad compradora, gestora o administradora según sea el caso, y para que esta lleve a cabo una titulización creando un patrimonio separado del originador (Universitat de València, s.f.) (activos, pág. 19). Este aspecto de la operación no debe confundirse con la operación de creación de un *Collateralized Debt Obligation* (Obligaciones de deuda garantizadas). Luego de titulado este instrumento, la entidad gestora ostenta la representación del *Collateralized Debt Obligation* (Obligaciones de deuda garantizadas) y este se vuelve en el vehículo por medio del cual se obtendrán garantías financieras o proveerá liquidez (Universitat de València, s.f.) (activos, pág. 19).

Por otra parte, autores como Gordon Perry en su libro “The post-Reform guide to Derivatives and Futures” define a los *Collateralized Debt Obligation* (Obligaciones de deuda garantizadas) como derivados de crédito, de la siguiente manera (Peery G. , 2012):

Los *Collateralized Debt Obligations* (Obligaciones de deuda garantizadas) son miembros de la familia de derivados de crédito, dependiendo del activo subyacente; el derivado puede ser una obligación de bonos garantizados (*Collateralized Bond Obligation*), estos se dan cuando se titularizan bonos corporativos o de alto riesgo (Herrera, 2011), o una obligación de préstamo garantizado (Peery G. , 2012); se presentan cuando el activo subyacente es un préstamo bancario (Fabozzi & Mann, Floating-Rate Securities, 2000). En

una estructura de obligación de bonos garantizados (CBO), un fideicomiso posee los bonos, o un grupo de alto riesgo, por debajo de los valores de renta fija de grado de inversión (Peery G. , 2012).

A su vez en otra teoría distinta, autores como Vicente Martín Valero, quien en su libro “El discreto encanto del capitalismo”, realiza un análisis histórico donde afirma que “los créditos estructurados y los derivados de crédito fueron desarrollados por los más destacados profesionales de la banca de inversión y por físicos puros reciclados (los quants)” (Martín, 2016, pág. 36). Afirma que su naturaleza depende de si generan un flujo de caja o no, y lo explica de la siguiente manera:

A) Los créditos estructurados (resultantes de la titulización de activos generadores de flujo de caja):

- En 1982, los MBS (*mortgage-backed securities*) o bonos respaldados por hipotecas en sus variedades RBS (*residential MBS*) y CMBS (*commercial MBS*).
- En 1981, la primera operación de cobertura tipo swap (permuta financiera).
- En 1983, los CMO (*Collateralized debt-mortgages obligations*) u Obligaciones garantizadas por hipotecas.
- En 1987 los CDO títulos respaldados por deuda en su versión RCDO (*Real Collateralized Debt Obligation* u Obligación de deuda garantizada real) o *cash flow* CDO.

B) Los derivados de crédito resultantes de la utilización de deuda que no genera flujos de caja:

A finales de la década de los 90 las *synthetic* CDO u obligaciones respaldadas por deudas sintéticas consistentes en una cartera de CDS (*Credit Default Swaps*) o permuta de incumplimiento crediticio.

[...] Los MBS y las CMO nos tropezaríamos con la titulización, es decir con la conversión de carteras o fondos de préstamos hipotecarios reales (mayoritariamente subprime) en tramos de títulos negociables en el mercado con diferentes calificaciones crediticias, plazos y tasas de retribución los (llamados inicialmente tramitos senior- mezzanine). (Martín, 2016)

A partir de tantas teorías que le dan distintos tratamientos a un *Collateralized debt obligation* (Obligación de deuda garantizada), como titulización, derivado de crédito; y en ciertos casos producto estructurado. Es por ello que es necesario hacer un análisis de estas operaciones y contratos para identificar su naturaleza jurídica en Colombia.

1.2 Concepto

Un *Collateralized Debt Obligations* u Obligación de deuda garantizada es una clase de *Asset-Backed Security* (ABS). Este es un activo que tiene como respaldo toda clase de préstamos (Guevara & Parra, 2013); para constituirlo se requiere un vehículo de propósito especial, conocido como *Special Purpose Vehicle* (Sociedad vehículo), el cual adquiere una cartera de deuda la cual contendrá el colateral y los activos emitidos (Estévez, s.f.). Un *Special Purpose Vehicle* (Sociedad vehículo) o *Special Purpose Entity* (*Entidad de propósito especial*) – SPV o SPE – es una compañía subsidiaria que es creada por las partes interesadas, la cual cuenta con una estructura confiable de responsabilidad patrimonial, con un estatus legal que hace que sus operaciones sean seguras; incluso si la compañía matriz

quiebra. Esta, de igual forma, es una corporación que se encarga de aislar el riesgo financiero y que es totalmente responsable del desarrollo de las operaciones.

Son un conjunto de productos de deuda que se titularizan en un fondo de activos. Estos activos son préstamos o instrumentos de deuda. Quien compra un *Collateralized Debt Obligations* (Obligación de deuda garantizada) tiene la carga de soportar el riesgo de crédito del colateral o activos (Estévez, s.f.).

En un *Collateralized Debt Obligations*⁸ (Obligación de deuda garantizada) hay un gestor, este es responsable de los activos y se encarga de gestionar las carteras de deuda. Dicho gestor se encuentra restringido según lo especificado en las cláusulas del contrato de *Collateralized Debt Obligations* (Obligación de deuda garantizada). Estas condiciones determinadas en el contrato son respecto a la inversión y a la financiación. Por otro lado, los activos correspondientes al subyacente determinado deberán ser calificados según su riesgo al momento de ser emitido en el nivel que le corresponda, esto se hace mediante unos test, además se debe especificar la forma y el momento de pago del *Collateralized Debt Obligations* (Obligación de deuda garantizada) (Estévez, s.f.):

En un CDO hay un gestor responsable de los activos y que gestiona la cartera de deuda. Suele tener restricciones tanto en la inversión como en la financiación del CDO (*covenants*) por lo que debe realizar ciertos test para realizar los pagos a los tramos en vista de mantener la calificación crediticia asignada en el momento de la emisión. Además, debe decidir la manera y el momento de pagar el principal. (Estévez, s.f.)

Este vehículo (CDO) “emite diferentes clases de bonos y acciones con el fin de financiar la compra de la cartera de deuda a la cual son vinculados. Mientras mayor sea el riesgo, los intereses serán mayores” (Guevara & Parra, 2013).

1.3 Estructura de los *Collateralized Debt Obligations* (Obligaciones de deuda garantizadas)

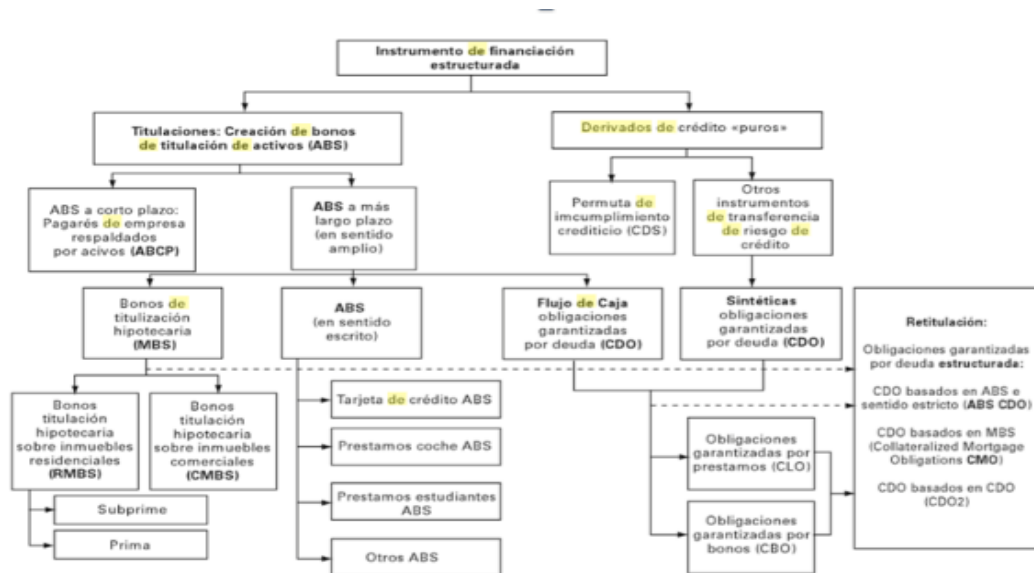


Figura 2. Primeras perspectivas de la crisis y cuestiones conexas

Fuente: (Morales, Arguedas, Gonzales, Oliver, Martin, & De Pablo, 2010, pág. 263)

Un *Collateralized Debt Obligations* (Obligación de deuda garantizada) se divide en *Collateralized Loan Obligations* (Obligaciones de préstamo garantizadas) y en *Collateralized Bond Obligations* (Obligaciones de bonos garantizados). El primero se da cuando se compone por préstamos y el segundo se da si se compone por bonos. Además, los *Collateralized Debt Obligations* (Obligaciones de deuda garantizadas) cuentan con distintos tramos de títulos calificados, clasificación conocida como *seniority*, la cual se subdivide en *senior*, *mezzanine* y *equity* según el riesgo que corresponda a cada crédito (Estévez, s.f.). Según Estévez (s.f.) la clasificación de los *Collateralized Debt Obligations* (Obligaciones de deuda garantizadas) es la siguiente:

La primera división se realiza entre los *Collateralized Debt Obligations* líquidos (Cash CDO) y los *Collateralized Debt Obligations* sintéticos (Synthetic CDO). Los *Collateralized Debt Obligation* líquidos son los originales y los más habituales, y están respaldados por un conjunto de instrumentos de deuda del mercado monetario. Los *Collateralized Debt Obligation* sintéticos (Synthetic CDO) son *Collateralized Debt Obligation* donde el inversor tiene una exposición económica a un conjunto de instrumentos de deuda a través de instrumentos derivados y no por la compra de instrumentos de deuda del mercado monetario. (Estévez, s.f.)

Dicho de otra manera, cuando el *Special Purpose Vehicle* (Sociedad vehículo) es la propietaria de la deuda subyacente se denomina *Collateralized Debt Obligations* (Obligaciones de deuda garantizadas) líquidos. Por otro lado, si el *Special Purpose Vehicle* (sociedad vehículo) no adquiere la cartera de renta fija subyacente y utiliza un derivado de crédito para transferir el riesgo de crédito de esa cartera se está ante un *Collateralized Debt Obligations* (Obligaciones de deuda garantizadas) sintético. Ambos *Collateralized Debt Obligations* (Obligaciones de deuda garantizadas), tanto líquidos como sintéticos, pueden ser divididos en función de la motivación de la entidad que lo emite. Esta motivación puede ser eliminar activos del balance (*Balance Sheet Driven*) o capturar el diferencial que existe entre el rendimiento del activo subyacente (*Collateral*) y el coste de pedir prestado mediante los tramos (*Arbitrage Driven*).

De los *Cash Collateralized Debt Obligation* (Obligaciones de deuda garantizadas) se derivan los de *Arbitrage Driven* (Arbitraje impulsado) y los *Balance Sheet Driven* (Estévez, s.f.).

Los *Arbitrage Driven* se dividen en *Cash Flow Collateralized Debt Obligation* y *Market Value Collateralized Debt Obligation* en función del origen de los fondos que el subyacente utiliza para satisfacer los pagos de los tramos.

En un *Cash Flow Collateralized Debt Obligation* el origen de los fondos son los intereses y el principal de los activos subyacentes. En un *Market Value Collateralized Debt Obligation* los fondos dependen del rendimiento total generado por la cartera. En un *Collateralized Debt Obligation* líquido del tipo *Balance Sheet Driven* sólo se emiten *Cash Flow Collateralized Debt Obligation*. (Estévez, s.f., pág. 4)

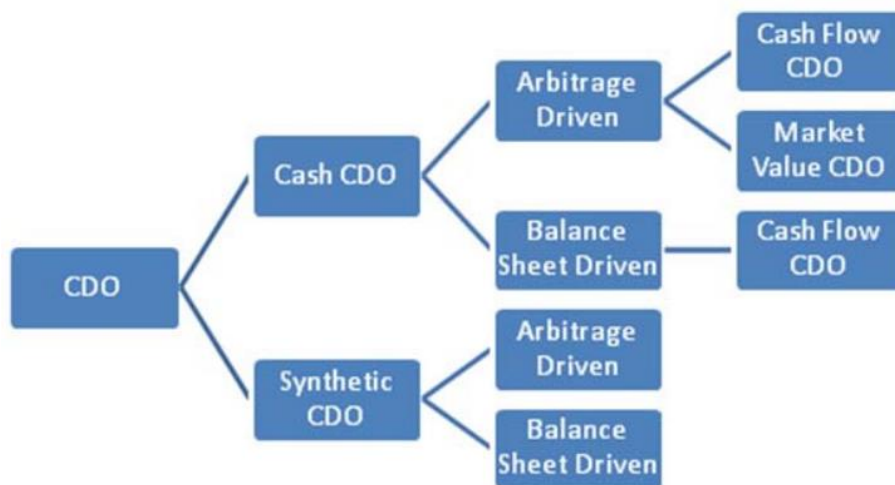


Figura 3. *Collateralized Debt Obligation* (Obligaciones de deuda garantizadas)

Fuente: (Estévez, s.f.)

En los siguientes recuadros se muestran diagramas correspondientes a los *Collateralized Debt Obligation* (Obligaciones de deuda garantizadas), a los *Cash CDO* y a los *Synthetic CDO*:

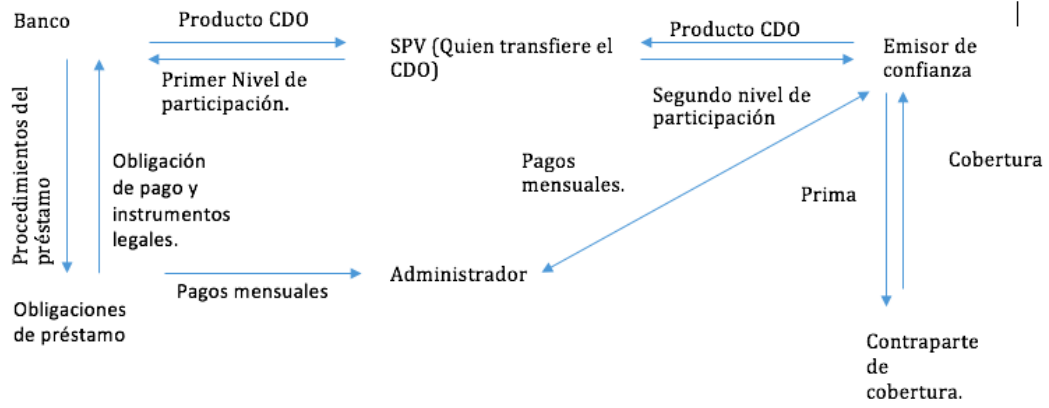


Figura 4. CDO

Fuente: elaboración propia

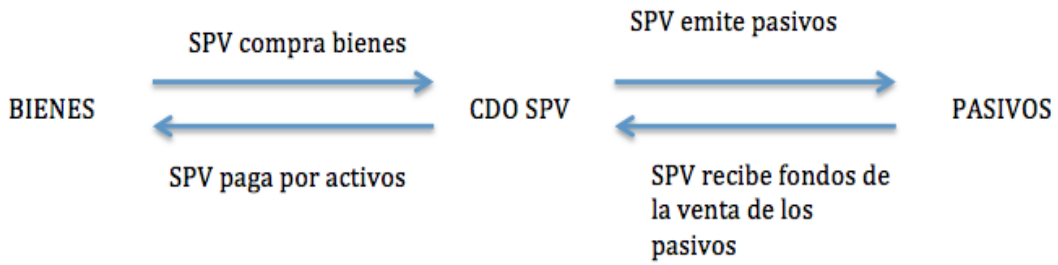


Figura 5. CASH CDO

Fuente: elaboración propia

1.4 Collateralized Debt Obligations (Obligaciones de deuda garantizadas) versus el concepto de valor en Colombia

Es necesario remitirnos a la definición legal del concepto de valor establecido en la Ley 964 del año 2005. Con este objeto primero se analizará el tenor literal del origen de la norma, a continuación, se realizará la interpretación sistemática, para luego establecer su finalidad.

1.4.1 Tenor literal

La primera parte del artículo 2 de la Ley 964 de 2005 señala que será valor para efectos de la presente ley:

[...] [Todo derecho de naturaleza negociable que haga parte de una emisión, cuando tenga por objeto o efecto la captación de recursos del público, incluyendo los siguientes:

- a) Las acciones;
- b) Los bonos;
- c) Los papeles comerciales;
- d) Los certificados de depósito de mercancías;
- e) Cualquier título o derecho resultante de un proceso de titularización;
- f) Cualquier título representativo de capital de riesgo;
- g) Los certificados de depósito a término;
- h) Las aceptaciones bancarias;
- i) Las cédulas hipotecarias;
- j) Cualquier título de deuda pública. (Ley 964, 2005, Art. 2)

Frente a lo anterior surge el siguiente interrogante: ¿Cuál es el objetivo y efectos de la presente ley? Para responder esta pregunta debe tenerse en cuenta que esta es una ley marco en consideración a lo previsto en el numeral 19 del artículo 150 de la Constitución Política de Colombia de 1991, la cual se refiere a ellas como las “normas generales” que debe expedir el Congreso de la República para determinar los objetivos y criterios a los cuales el Gobierno debe ceñirse para reglamentar ciertos asuntos.

Ello quiere decir que esta disposición tiene como objeto normalizar y reglamentar todas las actividades referidas al artículo 150 de la Constitución Política de Colombia de 1991 (de acuerdo con el literal d). La Ley 964, por el hecho de ser marco, debe garantizar una respuesta pronta a los cambios que experimenta la sociedad (Derecho justo, s.f.; Sentencia C-133, 1993; Sentencia C-608, 1999). Esta debería tener una concreción por medio de la facultad reglamentaria del gobierno (Derecho justo, s.f.; Sentencia C-133, 1993; Sentencia C-608, 1999).

Las leyes marco constituyen una excepción a la cláusula general de competencia legislativa en cabeza del Congreso de la República, en tanto que se delimita la capacidad de regulación de este, ampliando el espacio del ejecutivo (Sentencia C-1111, 2000; Derecho justo, s.f.). Existen unas materias que únicamente pueden regularse por esta clase de ley, la cual se encarga de indicar los parámetros que debe seguir el Ejecutivo (Sentencia C-1111, 2000; Derecho justo, s.f.). Por otro lado, está la manera en la que el legislador debe establecer cómo el ejecutivo debe reglamentar la aplicación de la ley marco concerniente (Constitución Política de Colombia, 1991). El artículo 150 de la Carta establece:

Corresponde al Congreso hacer las leyes. Por medio de ellas ejerce las siguientes funciones:

19. Dictar las normas generales, y señalar en ellas los objetivos y criterios a los cuales debe sujetarse el Gobierno para los siguientes efectos: [...]

b) Regular el comercio exterior y señalar el régimen de cambio internacional, en concordancia con las funciones que la Constitución consagra para la Junta Directiva del Banco de la República; [...]. (Constitución Política de Colombia, 1991, Art. 150, numeral 19)

La Ley 964 de 2005 en su primer inciso, establece el contenido de la materia de regulación; la cual tiene como objeto dictar “normas generales” y señalar “[...] los objetivos y criterios a los cuales debe sujetarse el Gobierno Nacional para regular las actividades de manejo, aprovechamiento e inversión de [los] recursos captados del público que se efectúen mediante valores y se dictan otras disposiciones” (Ley 964, 2005, párr. 1).

Actualmente no se encuentra una norma reglamentaria por parte del ejecutivo sobre el concepto de valor; esto quiere decir que la competencia reglamentaria está vigente debido a que aún no ha sido utilizada. Tal competencia está anclada en el artículo 1 de la Ley 964 de 2005, así:

“[...] Objetivos y criterios de la intervención. El Gobierno Nacional ejercerá la intervención en las actividades de manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público que se efectúen mediante valores [...]” (Ley 964, 2005, Art. 2).

A continuación corresponde analizar el artículo 2, que señala los requisitos para considerar un valor como tal:

“Para efectos de la presente ley será valor todo derecho de naturaleza negociable que haga parte de una emisión, cuando tenga por objeto o efecto la captación de recursos del público, [...]”. (Ley 964, 2005, Art. 2)

En esta frase se encuentra que el legislador empleó la conjugación del verbo “ser” en el modo indicativo de la tercera persona en singular en futuro; esto es: “será”. Teniendo presente a Montero (2006) al aplicar el modo indicativo, la acción sucederá en el futuro, “siempre que se cumplan ciertas condiciones” (p. 13); que en este caso las establecidas en la norma:

I. Ser un derecho de naturaleza negociable, es decir que es un derecho patrimonial que tiene vocación de circular libremente en el mercado en función del cumplimiento del principio de circulación (HS A3MSC, 2009). El hecho de que este sea de naturaleza negociable quiere decir que tiene vocación de circulación y transferibilidad de un patrimonio a otro, aunque no por los procedimientos propios de la cesión de crédito, sino por unas reglas propias, particulares y simples (HS A3MSC, 2009).

II. Hacer parte de una emisión, Varón y Abella (2013) (Varón & Abella, 2013) definen emisión:

[Como] una actividad del mercado de valores que tiene por objeto o efecto la captación de dineros del público mediante la creación y puesta en circulación (colocación) de valores, la cual es de interés público y está sujeta a la previa autorización del Estado. (p. 46)

Puede tratarse de emisiones de forma serial o masiva:

- a) La respectiva emisión se hace por un número plural de valores.
- b) Cada uno de los valores tienen la misma naturaleza, es decir, cada uno de los valores es de un mismo tipo y tienen un mismo contenido económico. (BVC, Guía del Mercado de Valores, pág. 47)

c) Los valores tienen una misma ley de circulación, es decir, están sujetos a unas mismas reglas en cuanto a la forma de transferirse.

III. Cuando tenga por objeto y efecto la captación de recursos del público (BVC, Guía del Mercado de Valores, pág. 47) la definición sujeta a la condición “que tenga por” (Española, págs. 877, 913, 1059) es un requisito sin el cual no habría valor, y es que tenga por objeto o por efecto la captación de recursos del público. El objeto se refiere a que la finalidad del valor sea la captación de recursos del público (Española, pág. 782) y el efecto versa sobre la negociación como parte de una emisión que genera captación de recursos del público (Española, pág. 419). Ahora bien, el hecho de que capte recursos del público implica que está dirigido a personas determinadas o no determinadas con el fin de suscribir, enajenar o adquirir documentos que hayan sido emitido en serie o en masa obteniendo en retorno derechos de crédito, participación o títulos representativos de mercadería. (Constitución Política de Colombia, 1991, Art. 335; Decreto 663, 1993, Art. 2).

La Ley 964 al establecer la frase “incluyendo los siguientes”, está utilizando un gerundio partitivo (incluyendo), significa que “modifica la parte que se toma o separa de un todo” (Aguilar N. , El gerundio y sus usos correctos e incorrectos) esto quiere decir que a pesar de ser un conjunto este se puede separar (Aguilar N. , El gerundio y sus usos correctos e incorrectos). Lo que se transforma en este artículo es el verbo “ser”, ya que afirma que “será valor (...)”, por ello, desde la perspectiva gramatical, el legislador no hace la aclaración de que este sea un listado cerrado, se puede interpretar que este es meramente enunciativo y hace referencia a ejemplos de valores (gerundio). Si el legislador hubiera querido hacer un catálogo de valores cerrados, habría usado expresiones como

“únicamente” o “exclusivamente”, lo que no hizo, por lo que se puede deducir que este es un listado enunciativo (Española R. A.)

En el párrafo 3 de este mismo artículo se afirma:

Lo dispuesto en la presente ley y en las normas que la desarrollen y complementen será aplicable a los derivados financieros, tales como los contratos de futuros, de opciones y de permuta financiera, siempre que los mismos sean estandarizados y susceptibles de ser transados en las bolsas de valores o en otros sistemas de negociación de valores. Los productos a que se refiere el presente párrafo solo podrán ser ofrecidos al público previa su inscripción en el Registro Nacional de Valores y Emisores.

En la primera parte de la norma hay un verbo imperativo [será], por lo que se interpreta que condiciona a que este tipo de operaciones deben ser estandarizados, lo que quiere decir que en este tipo de operaciones “las características como el activo subyacente, el tamaño del contrato, la fecha de vencimiento y el método de liquidación deben estar predeterminadas” (estandarizados, Bolsa de Valores de Colombia , pág. 3). “Estos contratos pueden ser transados por medio de la Bolsa de Valores y su compensación y liquidación es realizada por la Cámara de Riesgo Central de Contraparte” (estandarizados, Bolsa de Valores de Colombia , pág. 3).

Para objeto de poder saber si un *Collateralized Debt Obligation* (Obligaciones de deuda garantizadas) puede ser o no considerado como valor, primero es necesario saber que se entiende como derivado. Según la Bolsa de Valores de Colombia, los derivados son:

Instrumentos financieros diseñados sobre un subyacente y cuyo precio dependerá del precio del mismo. En términos generales, un derivado es un acuerdo de compra

o venta de un activo determinado, en una fecha futura específica y a un precio definido. Los activos subyacentes, sobre los que se crea el derivado, pueden ser acciones, títulos de renta fija, divisas, tasas de interés, índices bursátiles, materias primas y energía, entre otro. (Colombia, 2017)

Los derivados se dividen en dos categorías:

- Estandarizados: son aquellos que son negociados por medio de la Bolsa de Valores, por ello hay una inexistencia de riesgo de contraparte debido a la Cámara de Riesgo Central de Contraparte (CRCC) y liquidez constante (Esquema creadores de mercado). (BVC, 2017, párr. 2)
- No estandarizados: son aquellos que son negociados fuera de la Bolsa Valores - OTC (*Over the Counter*), existencia de riesgo de contraparte, contratos hechos a la medida del cliente y no operan por un sistema transaccional. (Colombia, 2017)

En el caso de los CDO, estos son instrumentos financieros que únicamente pueden ser negociados en el mercado mostrador, lo que implica que dentro de la calificación de derivados, estos se considerarían como derivados no estandarizados, haciendo imposible que puedan ser considerados como un valor dentro del sistema (Abisambra, 2013).

1.4.2 Origen de la norma

En la exposición de motivos presentada por Alberto Carrasquilla Barrera:

(...) el Congreso de la República expidió la Ley 35 del 93 a través de la cual se señalaron los objetivos y criterios a los cuales debía sujetarse el Gobierno Nacional para regular las actividades financiera, bursátil y aseguradora y cualquier otra relacionada con el manejo, aprovechamiento e inversión de los recursos captados del público (...). (Ley 35, 1993)

Con el fin de dar respuesta a estas necesidades se creó la Ley 964 del 2005 para regular las operaciones hechas en el mercado de capitales, antes mercado mostrador, y proteger jurídicamente el sistema del mercado de valores (Alberto Carrasquilla Barrera). Esta ley “propende por el funcionamiento de un mercado libre de distorsiones y crear los espacios para cerrar desequilibrios entre oferta y demanda” (Alberto Carrasquilla Barrera), a su vez pretende proporcionar un mercado claro de actuación para quienes participan en este, dotándolo de seguridad jurídica y de la necesaria flexibilidad que este requiere para regular su desarrollo en el tiempo y el espacio. La norma pretende desarrollar los parámetros básicos del mercado de valores como lo son “la protección a los derechos del inversionista, la promoción del desarrollo y eficiencia del mercado, la prevención y manejo del riesgo sistemático y la integridad y confianza en el mismo” (Carrasquilla, 2005, p. 1). Esto se ve reflejado en el artículo 1 de la ley, como objetivos de intervención.

Como se dijo en el análisis literal de la Ley 964 de 2005, esta es una ley marco, o ley general debido a la intervención del gobierno y ley ordinaria, pues requiere dar respuesta a las necesidades concretas del mercado (marco). En la exposición de motivos se explica la motivación del legislador respecto al tratamiento de los elementos del concepto de valor:

(...) El proyecto de ley no definió el concepto de valor, y se limitó a precisar los elementos que lo constituyen como un derecho de naturaleza negociable, el cual hace parte de una emisión y cuyo propósito es la captación de recursos del público. (párr. 1) Con la anterior previsión se modificó el enfoque de la regulación, cuyo centro era el concepto de la oferta pública, el cual se basaba en las emisiones en serie o en masa, para pasar a una noción en la cual es indiferente la forma jurídica o práctica a través de la cual se instrumente la captación de recursos del público y la

forma en que se circule o se negocie un instrumento financiero, atendiendo a la realidad económica de la operación.

Por tanto, cuando se identifiquen los tres elementos señalados (derecho de naturaleza negociable, que haga parte de una emisión y cuyo propósito sea la captación de recursos del público) será necesario el reconocimiento gubernamental del respectivo instrumento como valor, el registro de la emisión y la sujeción a la regulación contenida en el proyecto.

Así mismo, el artículo respectivo contiene una lista amplia de carácter simplemente enunciativo de posibles representaciones de valores que comprenden todos aquellos fenómenos financieros que tienen como efecto la captación de recursos del público.

Este tratamiento del concepto de valor, dentro de la definición del marco de la intervención del Gobierno Nacional, equilibra la necesaria flexibilidad para incluir nuevos instrumentos en su definición con la precisión suficiente para dotar de seguridad jurídica a los participantes del mercado (Carrasquilla, 2005).

La voluntad del legislador fue darle un reconocimiento al Gobierno para que regulara el concepto de valor, dado que este se encuentra en constante cambio según las necesidades de la sociedad. A su vez tenía como objetivo la prevención de cualquier riesgo dentro del mercado financiero y por ello también faculta al Gobierno para que sea quien realice dicho reconocimiento. Corresponde, por último, interpretar algunos artículos adicionales en la Ley 964 con el fin de ver la facultad del Gobierno integrada en esta misma ley y a su vez analizar el origen y el propósito de la norma.

1.4.3 Concepto de valor versus *Collateralized Debt Obligation* (Obligaciones de deuda garantizadas)

Como se pudo ver, las tres características necesarias para que un instrumento pueda ser considerado como valor son (Ley 964, 2005):

1. Derecho de naturaleza negociable.
2. Que haga parte de una emisión.
3. Que tenga por objeto o efecto la captación de recursos del público.

Teniendo en cuenta la definición previamente dada del concepto de *Collateralized Debt Obligation* (Obligaciones de deuda garantizadas), se entiende que este es por su finalidad de comerciabilidad un instrumento de naturaleza negociable, el cual hace parte de una emisión hecha por el *Special Purpose Vehicle* (Sociedad vehículo) creado con este objetivo. Necesariamente para poder comercializar este producto se requiere que haya captación de recursos del público por medio de la titularización.

Según esto se podría entender que un *Collateralized Debt Obligation* (Obligaciones de deuda garantizadas) puede ser considerado como valor en Colombia, el problema está en la falta de regulación, como bien lo dijo Alberto Carrasquilla Barrera en la exposición de motivos de la Ley 964 de 2005,

Aunque la nueva legislación amplió el concepto de valor con el fin de flexibilizarlo, el reconocimiento de la calidad de valor a un instrumento negociable determinado, así este haga parte de una emisión y capte recursos del público, si no se encuentra regulado como tal, requiere la expedición de la normatividad correspondiente por parte el Gobierno Nacional. De no ser así, se produciría una gran incertidumbre jurídica sobre los tipos de instrumentos que hace parte del mercado público de valores (Carrasquilla, 2005).

El listado contenido en la Ley 964 de 2005 no es taxativo, por lo que aunque no se encuentre en esta, un *Collateralized Debt Obligation* (Obligaciones de deuda garantizadas) podría ser reconocido como valor; a pesar de que este presenta similitud con los valores enlistados en el artículo 2 de la mencionada ley, debido al cumplimiento de los requisitos propuestos por el mismo. El problema se presenta en que al no estar mencionado dentro de la disposición de la ley se requiere que el Gobierno lo reglamente y lo reconozca como tal, para que adquiera la calidad de valor a pesar de cumplir con los requisitos enunciados en la norma (Carrasquilla, 2005).

La Ley 964 de 2005 afirma que el Gobierno Nacional está encargado de reconocer el instrumento como valor y reglamentar su registro de emisión y sujetarlo a la regulación. (Ley 964, 2005, Art. 4, literal b). Se requiere que además de que cumpla los tres requisitos mencionados por la ley en su artículo 2. (Ley 964, 2005, Art. 4, 2005).

Se puede concluir entonces, que para que un *Collateralized Debt Obligation* (Obligaciones de deuda garantizadas) sea considerado como un valor se requiere que cumpla dos condiciones: primero, que cumpla con los tres requisitos dados por la ley en su artículo 2 y segundo, que cumpla con la condición de ser reconocido y reglamentado por parte del Gobierno Nacional (Ley 964, 2005, Art. 2 y 4). Por otro lado, como anteriormente se analizó, en el caso de los *Collateralized Debt Obligations* (Obligaciones de deuda garantizadas) se trata de derivados no estandarizados, lo que iría en contra del tercer párrafo del artículo 2 de la ley, el cual afirma que solo podrán ser valores los derivados estandarizados.

1.4.4 Comparación frente a la Postura de la Superintendencia Financiera versus Posición propia.

La postura de la superintendencia, afirma que esta lista de valores que se encuentra en la ley no es taxativa, para que un instrumento sea reconocido como un valor se requiere que cumpla con lo previsto en el inciso primero del artículo 2 de la Ley 964 de 2005 y que cuente con la reglamentación gubernamental correspondiente. (Colombia S. F., CDO-obligación garantizada con deuda, no se considera valor, 2016, pág. parrafo 8)

Vale la pena mencionar que para que a un instrumento negociable determinado se reconozca como valor se requiere que este cumpla con las características dadas por el artículo 2 de la ley anteriormente citada, y además que se expida una normativa que lo regule por parte del Gobierno Nacional; esto con el fin de saber qué instrumentos son considerados como valores y hacen parte del mercado de valores dentro del ordenamiento jurídico y así evitar vacíos (Colombia S. F., CDO-obligación garantizada con deuda, no se considera valor, 2017, pág. parrafo 9).

En esta ocasión, la Superintendencia señaló en el Concepto 2016054365-015 del 28 de julio de 2016: los *Collateralized Debt Obligations* (Obligaciones de deuda garantizadas) se entienden como “intereses titularizados en fondos de activos” en los cuales “[l]os activos (denominados Collateral) son generalmente préstamos o instrumentos de deuda” (Colombia S. F., CDO-obligación garantizada con deuda, no se considera valor, 2017, pág. parrafo 11).

Aunque estos títulos podrían cumplir con todos los requisitos dados por la definición de valor dada por la ley, ya que se trata de “un fondo de activos cuyo colateral son instrumentos de deuda, que posteriormente son objeto de un proceso similar a la titularización con el fin de crear títulos de participación de dicho fondo” (Superintendencia Financiera de Colombia, 2017, párr. 12). La Superintendencia afirma que los *Collateralized Debt Obligations* (Obligaciones de deuda garantizadas) no podrán considerarse como valor, en la medida en que por un lado no hacen parte de los instrumentos mencionados por la ley, y por otro, el Gobierno Nacional no los ha reconocido como tal dentro del ordenamiento (Colombia S. F., CDO-obligación garantizada con deuda, no se considera valor, 2017, pág. parrafo 12) .

El concepto de la Superintendencia Financiera es acertado, debido a que los *Collateralized Debt Obligation* (Obligaciones de deuda garantizadas) no están reglamentados por el gobierno; al no estar regulados en la norma estos instrumentos financieros, se está protegiendo el mercado financiero, en tanto que estos no podrán ser tratados como valor, proporcionando seguridad jurídica al sistema. Así como bien se puede ver en la exposición de motivos de la norma:

[...] El proyecto de ley no define el concepto de valor, y se limita a precisar los elementos que lo constituyen como un derecho de naturaleza negociable, el cual hace parte de una emisión y cuyo propósito es la captación de recursos del público.

Con la anterior previsión se modifica el enfoque de la regulación actual, cuyo centro es el concepto de la oferta pública, el cual se basa en las emisiones en serie o en masa, para pasar a una noción en la cual es indiferente la forma jurídica o práctica a

través de la cual se instrumente la captación de recursos del público y la forma en que se circule o se negocie el instrumento financiero, atendiendo a la realidad económica de la operación.

Por tanto, cuando se identifiquen los tres elementos señalados (derecho de naturaleza negociable, que haga parte de una emisión y cuyo propósito sea la captación de recursos del público), será necesario el reconocimiento gubernamental del respectivo instrumento como valor, el registro de la emisión y la sujeción a la regulación contenida en el proyecto [...]. (Alberto Carrasquilla Barrera)

Se puede decir entonces que un *Collateralized Debt Obligation* (Obligaciones de deuda garantizadas) podría llegar a ser considerado como valor pues cumple, en teoría, con los requisitos legales. El problema se encuentra cuando se analiza la voluntad del legislador, la cual es proveer seguridad jurídica al sistema.

La Superintendencia ha considerado que un *Collateralized Debt Obligation* (Obligaciones de deuda garantizadas) no puede ser considerado como valor, fundándose en que el Gobierno no lo ha reconocido como tal a pesar de que cumple con los requisitos del artículo 2 de la Ley 964 del 2005. Esta línea de pensamiento que ha mantenido la Superintendencia es insuficiente, pues carece de fundamento jurídico.

Es por esto que con el fin de seguir la intención del legislador, proporcionando mayor seguridad jurídica a la implementación de los instrumentos que pueden ser considerados como valor, se debería excluir explícitamente en este artículo en un párrafo adicional, por medio de una prohibición con reserva de autorización, en el cual se afirme que un CDO no podrá ser considerado como valor; evitando de esta forma el riesgo público que este instrumento puede llegar a presentar.

Se puede concluir que los *Collateralized Debt Obligation* (Obligaciones de deuda garantizadas) no serán considerados como valor en el sistema financiero colombiano mientras el Gobierno no los regule y los reconozca como tal cuando así lo considere pertinente. La tarea de la evaluación del mercado con fines de implementar este instrumento corresponde al Gobierno con fines de dar seguridad jurídica y proporcionar la mayor estabilidad que pueda.

1.5 *Collateralized Debt Obligations* (Obligaciones de deuda garantizadas) versus derivados

Como se dijo anteriormente, los derivados son contratos que permiten comprar o vender según la evolución de los precios de los activos subyacentes (valor derivado de un activo o una variable), en una fecha futura determinada en el mismo contrato y bajo unas características específicas (Lara, 2009). Sus características son las siguientes:

- a. Es un instrumento financiero (Bello, Bases fundamentales de la contabilidad de los Instrumentos Financieros, 2010, pág. 8).
- b. Es un activo financiero (Bello, Bases fundamentales de la contabilidad de los Instrumentos Financieros, 2010, pág. 11).
- c. Su valor está basado en un activo subyacente directamente observable, tal como el valor de la moneda, tasas de interés, acciones o *commodities* (Bello, Bases fundamentales de la contabilidad de los Instrumentos Financieros, 2010).
- d. La inversión inicial requerida es muy pequeña o no es requerida (Bello, Bases fundamentales de la contabilidad de los Instrumentos Financieros, 2010).
- e. Pueden ser cotizados en mercado organizado o en no organizados (*over the counter*) (Bello, Bases fundamentales de la contabilidad de los Instrumentos Financieros, 2010).

- f. Tienen un plazo determinado entre el momento que se ejerce el contrato y su cumplimiento (Bello, Bases fundamentales de la contabilidad de los Instrumentos Financieros, 2010).
- g. Puede ser un contrato de libre discusión, de condiciones predispuestas o de adhesión (Vásquez & Gómez, 2008).
- h. Tipos de derivados: *swaps*, derivados exóticos (Collateralized Debt Obligations (Obligaciones de deuda garantizadas) y *Credit Default Swaps* (Intercambio predeterminado de crédito), forwards, opciones, futuros (Bello, Bases fundamentales de la contabilidad de los Instrumentos Financieros, 2010).

Hoy en día existen unos “derivados exóticos” llamados derivados de crédito. Según la tesis de (Guevara & Parra, 2013), estos derivados permiten a las compañías “gestionar el riesgo de manera parecida a como se gestiona el riesgo de mercado en otros activos” (p. 54). Estos se dividen en dos clases, por un lado, están los llamados *Single Name* donde los *Synthetic Collateralized Debt Obligations* (Obligación de deuda colateralizada sintética) se encuentran asegurados por medio de los *Credit Default Swaps* (Intercambio predeterminado de crédito), estos son Seguros de Impago de Deuda que respondían en caso de que hubiera pérdida de su valor. Por otro lado están los *Multi Name*, conocidos como *Cash Collateralized Debt Obligations* (Obligaciones de deuda garantizada en efectivo), los cuales son “títulos de Deuda Colateralizada, derivado exótico que dependía del precio de activos respaldados por deuda” (Guevara & Parra, 2013).

1.6 Derivados exóticos o derivados de crédito

Los derivados exóticos son los que no son considerados como tradicionales, es decir que no tienen un precio fijo y del que su valor se establece teniendo en consideración el precio

del subyacente en una fecha determinada. Derivados exóticos se denominan “opciones exóticas a todas las opciones no tradicionales, entendiendo por tradicionales las opciones que tienen precio de ejercicio fijo y cuyo valor depende del precio del subyacente en la fecha de ejercicio” (Fernández & Ariño, 1996, pág. 4).

Así mismo, William Fernando Garzón y Henry Alberto Riveros, en su monografía de grado de la Universidad Industrial de Santander, afirman que las opciones exóticas se dan cuando “el resultado final de la inversión (*pay-off*) no se calcula, ni se valora, bajo la misma perspectiva que se emplea en los derivados de opción normales” (Garzón & Riveros, 2012).

Por otra parte, el profesor Montero junto con su estudiante Esquivel (Montero & Esquivel, 2014) explican estos derivados de la siguiente manera:

Los derivados exóticos son todas aquellas operaciones con derivados que no se enmarcan dentro de las características de los derivados básicos, ni de los productos estructurados. Se trata de derivados cuya estructuración y valoración es más compleja que las reglas estándar que aplican para los derivados básicos. (Comunicación personal)

Estos instrumentos financieros por lo general no requieren inversión inicial, pues tienen una o más disposiciones de pago y/o subyacentes valores nominales, y permiten liquidaciones netas. (Comunicación personal)

Características: (minuto 1:14)

- a. Se negocian en el mercado mostrador.
- b. Su valoración depende de las opciones subyacentes, tales como la equidad y la volatilidad de los tipos de interés.

- c. Son flexibles y totalmente personalizables para satisfacer las distintas necesidades de sus clientes finales.
- d. Requieren un seguimiento constante al cubrir y son difíciles de valorar y el precio de las opciones de regular.

Clases de derivados exóticos: (minuto 1:54)

1. Opciones compuestas u opciones sobre opciones, o también conocido como “*call* sobre *call*”. En esta opción el subyacente es otro contrato de opción (X-Trader, 2007).
2. Opciones con valor dependiente de la evolución histórica del subyacente (Path – dependents).
3. Opciones condicionales
4. Opciones sobre varios subyacentes.

En estos derivados, también conocidos como derivados de crédito, el activo subyacente no es el crédito de la contraparte sino el riesgo del crédito, el cual se transfiere, sin vender o negociar los activos. Este permite transferir dicho riesgo de crédito de uno o varios activos de una parte del contrato a la otra, sin vender estos activos (Superintendencia Financiera de Colombia, 1995).

Se consideran derivados de crédito las permutas de incumplimiento (‘Credit Default Swaps’ o Intercambio predeterminado de crédito), los ‘*total return swaps*’ (cambio total de rendimiento) con rendimientos dependientes de un riesgo crediticio de un tercero, las opciones y los ‘*forward*’ sobre el ‘*spread*’ de crédito, los contratos de primer incumplimiento (‘*first to default*’), los contratos de segundo incumplimiento

(‘second to default’), entre otros. (Superintendencia Financiera de Colombia, 1995, p. 3)

Por otro lado, la Circular Básica Contable Financiera los define de la siguiente forma:

Un instrumento financiero que permite a una parte transferir a otra el riesgo de crédito de uno o varios activos a los que se está o no expuesto, sin vender o negociar dichos activos. El riesgo de crédito transferido o mitigado está determinado por los eventos de crédito recogidos en el contrato contentivo de la operación. Se consideran derivados de crédito las permutas de incumplimiento (*‘credit default swaps’*), los *‘total return swaps’* con rendimientos dependientes de un riesgo crediticio de un tercero, las opciones y los *‘forward’* sobre el *‘spread’* de crédito, los contratos de primer incumplimiento (*‘first to default’*), los contratos de segundo incumplimiento (*‘second to default’*), entre otros. (Circular Externa 041, 2015)

En otras palabras, en estos derivados se permiten la transferencia y mitigación del riesgo de crédito de los activos correspondientes a la operación, según los eventos de crédito que se realicen en el contrato que se esté efectuando en la operación, sin necesidad de venderlos o negociarlos (Circular Externa 041, 2015).

Por su parte, Alfonso Lara en su libro “Productos derivados financieros: instrumentos, valuación y cobertura de riesgos” describe los derivados de crédito como derivados que se valoran de acuerdo al riesgo de crédito de la entidad. Afirma que estos son instrumentos que tiene el fin de mejorar el riesgo de la contraparte.

Instrumentos financieros cuyo valor depende del riesgo de crédito de alguna entidad privada o gubernamental. Distinta a la contraparte de la transacción del propio instrumento financiero. En esencia, son productos derivados rediseñados para

mejorar el riesgo de contraparte. También se denominan como “*Credit Default Swaps*”. (Lara, 2009, p. 35)

En diciembre del 2007, la Superintendencia Financiera de Colombia afirmó que los derivados de crédito no están permitidos en el país, luego de dar una definición de estos y catalogarlos como derivados que actúan como seguros, pues estos tienen la función de reducir el riesgo de crédito o transferirlo del propietario del activo a una contraparte sin necesidad de vender el activo.

Derivado de crédito. Es un instrumento financiero que permite a una parte transferir o mitigar el riesgo de crédito de uno o varios activos, de los que generalmente es el propietario, a otra contraparte sin que se vendan dichos activos. El riesgo de crédito transferido o mitigado está determinado por los eventos de crédito recogidos en el contrato contentivo de la operación. Se consideran derivados de crédito las permutas de incumplimiento (*‘Credit Default Swaps’*), las permutas de la totalidad de los rendimientos (*‘total return swaps’*), las opciones y los *‘forward’* sobre el *‘spread’* de crédito, los contratos de primer incumplimiento (*‘first to default’*), los contratos de segundo incumplimiento (*‘second to default’*), entre otros. Debe tenerse en cuenta que, de acuerdo con la Circular Reglamentaria Externa DODM-144 del Banco de la República, para los intermediarios del mercado cambiario. (Circular Reglamentaria Externa DODM-144, 2017, p. 1)

Los contratos de derivados financieros autorizados en la Resolución 8/00 se refieren exclusivamente a riesgos derivados de tasa de cambio, tasa de interés e índices bursátiles. En las operaciones permitidas se pueden incluir cláusulas referidas a eventos crediticios, siempre y cuando se trate del riesgo de cualquiera de las partes

del contrato. Los contratos de derivados de crédito no están autorizados. (Circular Externa 065., 2007, p. 2, punto 2.5)

El Banco de la República, en el año 2016, emitió una Circular Reglamentaria Externa, donde permitía el uso de los *Credit Default Swaps* (Intercambio predeterminado de crédito) bajo unas condiciones específicas, como que estas operaciones se hagan con agentes del exterior que estén autorizadas y que estas tengan calificación crediticia de grado de inversión (Circular Reglamentaria externa - DODM -144, 2016).

Las entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia podrán celebrar *Credit Default Swaps* (Intercambio predeterminado de crédito) con agentes del exterior autorizados con calificación crediticia de grado de inversión (Circular Reglamentaria externa - DODM -144, 2016). Estos contratos tendrán las siguientes características:

- (i) Los contratos se realizarán con el propósito exclusivo de cobertura de las inversiones admisibles en activos de renta fija emitidos en moneda extranjera por emisores externos, que se encuentren en el portafolio de inversiones a la fecha de expedición de la Resolución Externa 7 de 2008;
- (ii) La cobertura se hará sobre el riesgo de crédito emisor del activo a cubrir. No se podrá adquirir protección sobre un activo al emisor del mismo;
- (iii) En caso de liquidación del activo subyacente se deberá cerrar la posición de cobertura;
- (iv) El plazo del contrato deberá ser menor o igual al plazo remanente del activo subyacente sobre el cual se emite la protección;
- (v) El monto nominal del contrato deberá ser menor o igual al valor nominal del activo subyacente;

- (vi) La liquidación de estos contratos se realizará en la misma moneda del activo subyacente
- (vii) Las entidades autorizadas podrán acordar la compensación de obligaciones y liquidación de las mismas.

La Superintendencia Financiera de Colombia autorizará de manera previa y expresa a cada una de las entidades el programa de cobertura que pretendan realizar con el instrumento autorizado.

1.7 Credit Default Swaps o Permutas de incumplimiento crediticio

Según Juan José Durán Herrera, en su libro Diccionario de Finanzas, los *Credit Default Swaps* (Intercambio predeterminado de crédito) o permutas de incumplimiento crediticio se pueden definir de la siguiente manera:

Credit Default Swaps es un contrato de derivados de crédito mediante el cual un agente “vendedor de protección” se compromete a indemnizar a otro, “comprador de protección”, por la pérdida en que pueda incurrir por falta de pago del título asegurado. Este derivado de crédito, en el que se intercambia un margen a cambio de la operación de vender una emisión determinada, en caso de que la calidad crediticia del emisor se deteriore. Este deterioro crediticio puede tener diferentes grados y el contrato puede contemplar, en sus cláusulas todos o algunos de los eventos que reflejen el deterioro.

Son, por tanto, instrumentos que se utilizan como garantías del riesgo de crédito, en los que el comprador acepta el riesgo de impago de compañías o entidades financieras. (Herrera J. , 2011)

Es decir, un contrato de *Credit Default Swap* es un contrato de derivados, donde una parte le vende a la otra un tipo de seguro contra los riesgos que pueda correr respecto al deterioro de la calidad crediticia del activo del emisor.



Figura 6. CDS

Fuente: elaboración propia. Diseño de Sebastián Gómez, 2017, agosto. Basado en (Mongrut, 2010, p. 8)

* Aclaración respecto a la nota del mapa conceptual: los *Credit Default Swaps* se comportan muy parecido a una póliza de seguros, pero al no estar reguladas dentro de esta actividad, no deben cumplir las regulaciones a las que estas están sujetas como normas de solvencia o el deber de guardar reservas. Esta falta de controles convierte al mercado de los *Credit Default Swaps* en uno de mayor riesgo (Gerencie, s.f.).

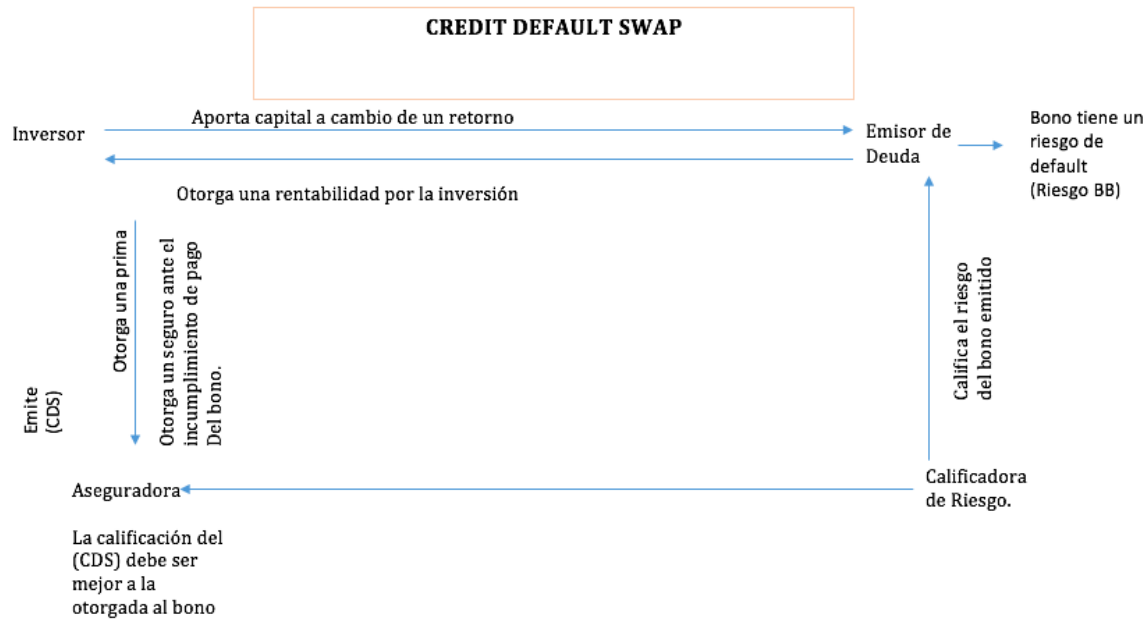


Figura 7. Credit Default Swap (Intercambio predeterminado de crédito) como vehículo de seguro

Fuente: elaboración propia. Diseño de Sebastián Gómez, 2017, agosto. Basado en (Terminus Consulting, 2008)

Para entender cómo funciona un *Credit Default Swap* se explicará el mapa conceptual previamente mostrado. En este caso existe un inversor, el cual aporta capital a cambio de un retorno; este capital se lo procura al llamado emisor de deuda, quien emite un bono y a cambio le otorga una rentabilidad.

Por otro lado, existe una calificadora de riesgo que se encarga de determinar mediante un test cuál es el nivel de riesgo del bono emitido por el emisor de deuda y calificar el riesgo del asegurador. El asegurador por medio de la emisión de *Credit Default Swap* (Intercambio predeterminado de crédito) es quien responde en caso de que el emisor

incumpla con el pago del retorno al inversor, la calificación crediticia de riesgo de esta aseguradora debe ser mayor a la del emisor del bono. El asegurador entra en juego cuando el inversor pide que se le asegure su capital aportado (inversión) y a cambio de esto entrega una prima.

1.8 *Collateralized Debt Obligations* (Obligaciones de deuda garantizadas) como producto estructurado

1.8.1 Producto estructurado

“Por producto estructurado se entiende un conjunto de instrumentos financieros que forman un nuevo producto de inversión. Este se vende como una sola unidad a pesar de que en ella se encuentren productos financieros diferentes” (Larraga & Elvira, Mercado de productos derivados: Futuros, forwards, opciones y productos estructurados, 2008, pág. 156). “En los productos estructurados se realiza una estimación del riesgo versus el rendimiento” (Larraga & Elvira, Mercado de productos derivados: Futuros, forwards, opciones y productos estructurados, 2008, pág. 157).

En la Circular Externa 041 del 2015, la Superintendencia Financiera considera:

Un producto estructurado es todo aquél contrato híbrido que tiene por lo menos un derivado implícito. Siempre que el producto estructurado involucre derivados de crédito, el emisor del producto debe ser una entidad extranjera calificada como grado de inversión por al menos una sociedad calificadora reconocida internacionalmente. (Colombia S. F., 2015, pág. 9)

Está compuesto por uno o más instrumentos financieros no derivados y uno o más instrumentos financieros derivados, los cuales pueden ser transferibles por separado

o no; y tener contrapartes diferentes o no, por cada uno de los instrumentos financieros que lo componen. (Colombia S. F., 2015, pág. 3)

Muchos de estos instrumentos suelen ser derivados vinculados a tipos de interés y o tipos de cambio. (Larraga & Elvira, 2008). “Uno de los instrumentos subyacentes o de referencia más usados en los productos estructurados son los derivados de riesgo de crédito” (Larraga & Elvira, Mercado de productos derivados: Futuros, forwards, opciones y productos estructurados, 2008).

“La importancia que tienen estos productos es que permiten una combinación entre riesgo y rentabilidad, sobre todo gracias a que en estos se incorporan derivados” (Larraga & Elvira, Mercado de productos derivados: Futuros, forwards, opciones y productos estructurados, 2008)

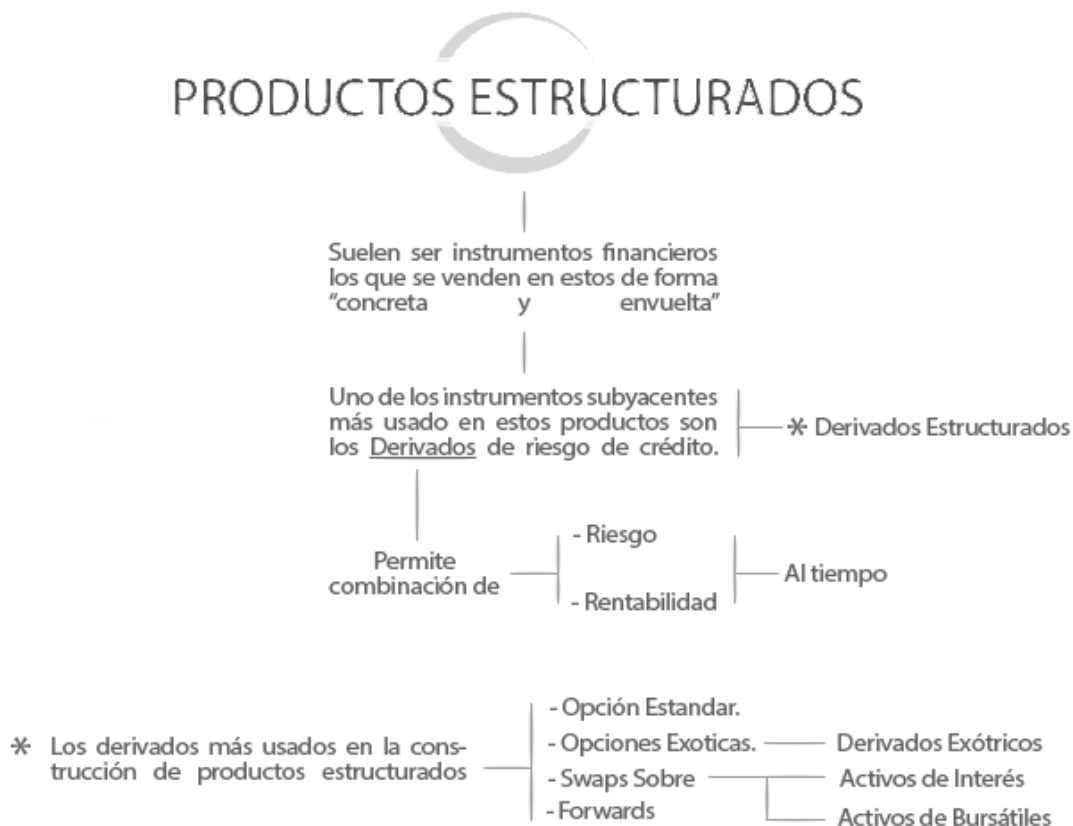


Figura 8. Productos estructurados

Fuente: elaboración propia. Diseño de Sebastián Gómez, 2017, agosto. (Estévez, s.f.) (Larraga & Elvira, Mercado de productos derivados: Futuros, forwards, opciones y productos estructurados, 2008)

1.9 *Collateralized Debt Obligations* (Obligaciones de deuda garantizadas) versus producto estructurado

Juan José Durán Herrera en su libro “Diccionario de Finanzas” define los *Collateralized Debt Obligations* (Obligaciones de deuda garantizadas) en los siguientes términos:

Un *Collateralized Debt Obligations* (CDO) consiste en una estructura que engloba el riesgo de crédito de varias empresas, a través de la creación de una cartera de productos financieros que son divididos en diferentes tramos según las pérdidas. Estos tramos pueden ser vendidos a compradores (inversores) que asumirán las pérdidas a cambio del cobro de un cupón o spread. Generalmente existen tres tramos, en los cuales los inversores del primer tramo suelen responsabilizarse del 5% de las pérdidas (equity), el 2do tramo (mezzanime) cubre del 5% al 10%, mientras que el tercer tramo cubre el 90% (sennior). (Herrera J. J., 2011, págs. 52 - 53)

Los *Collateralized Debt Obligations* (Obligaciones de deuda garantizadas) y los *Credit Default Swap* (Intercambio predeterminado de crédito) son en su gran mayoría, derivados estructurados, los cuales se componen de derivados financieros. La ventaja del buen uso de estos derivados se ve, por ejemplo, en los casos de las empresas no financieras, al utilizar estos derivados.

Para cubrirse frente a riesgos del mercado, tales como: el riesgo de tipos de interés y el riesgo de tipos de cambio frente al subyacente; reducir la volatilidad de su utilidad contable, aumentar el valor de la empresa; reducir el valor presente de sus impuestos por pagar. Por otra parte, las empresas financieras los usan para gestionar los riesgos de su portafolio frente a los riesgos del mercado; gestionar el riesgo de sus portafolios frente al riesgo crediticio; obtener beneficios gracias a la presencia de oportunidades de arbitraje; obtener beneficios mediante la especulación siempre que se cuente con el colateral correspondiente. (Mongrut, 2010)

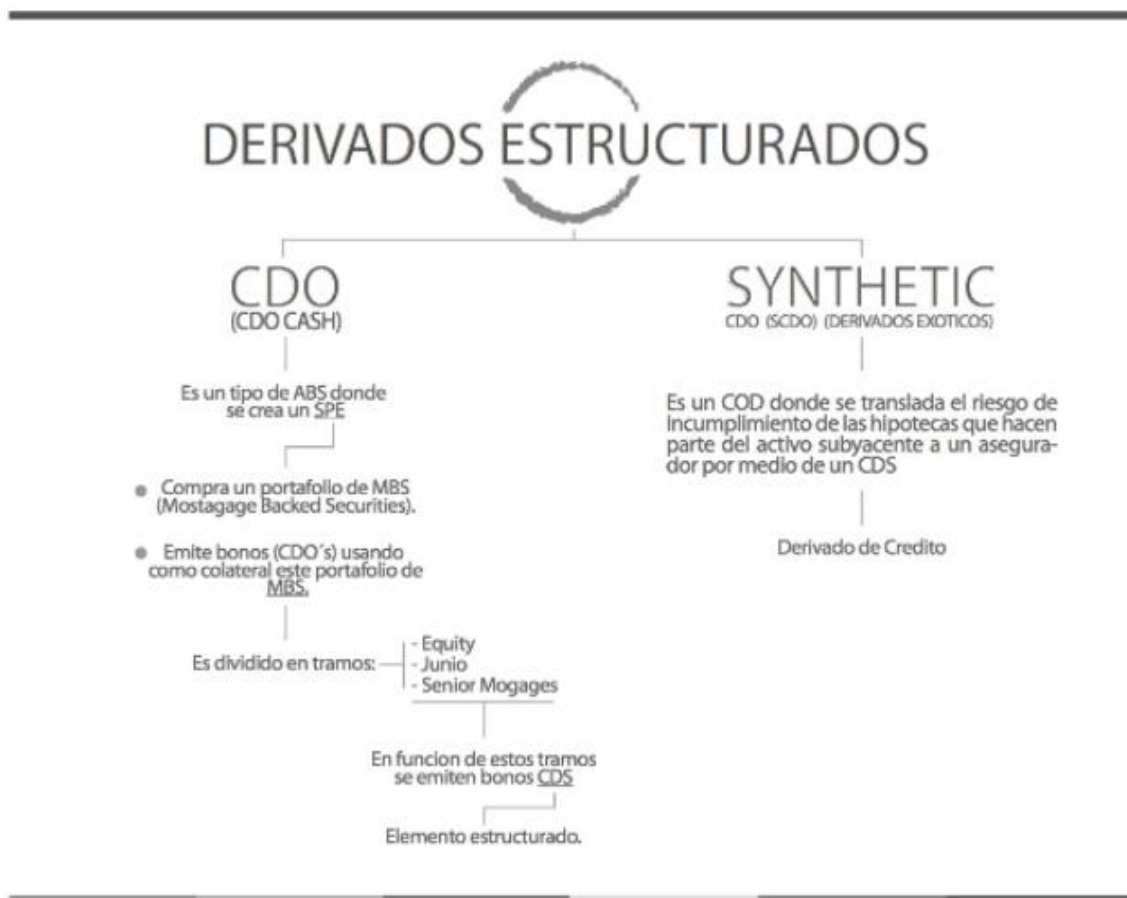


Figura 9. Derivados estructurados

Fuente: elaboración propia. Diseño de Sebastián Gómez, 2017, agosto. Basado en (Larraga & Elvira, 2008)

Los derivados estructurados están compuestos por dos clases de instrumentos, por un lado, están los *Collateralized Debt Obligations Cash* (Obligaciones Garantizadas de Deuda en Efectivo), estos son una clase de *asset-backed security* (valores respaldados por activos), donde se crea un *Special Purpose Vehicle* (Sociedad vehículo). El Vehículo para Fines Especiales compra un portafolio de *mortgage-backed security* (Valores Respaldados por Hipotecas).

El *Collateralized Debt Obligations* (Obligaciones de deuda garantizadas) usa como colateral a este portafolio de *mortgage-backed security* (Valores Respaldados por Hipotecas). Este *mortgage-backed security* (Valores Respaldados por Hipotecas) se divide en tramos (*Equity, Junior, Senior Mogages*), donde, en función de estos, son emitidos bonos y calificados según su riesgo.

Por otro lado, a los derivados estructurados los componen los *Synthetic CDOs*, en estos el riesgo de que hace parte del activo subyacente, en caso de incumplimiento, es trasladado a una aseguradora usando para esto un *Credit Default Swap* o derivado de crédito. Según Esteves (s.f.) (Estévez, s.f.):

El derivado de interés utilizado en un *Collateralized Debt Obligation* sintético es un *Credit Default Swap*, el cual, en el concepto, se parece a una póliza de seguro en la cual hay un comprador de protección quien compra protección para cubrir riesgo de crédito de un activo de referencia. En un *Collateralized Debt Obligation* sintético, el comprador de protección es el gestor del *Collateralized Debt Obligations* que pagará comisiones periódicas y recibe un pago del vendedor de la protección en el

caso de un “suceso crediticio” que afecte algún activo incluido en el activo de referencia. El vendedor de la protección será el *Special Purpose Vehicle* o (sociedad vehículo). Mientras no ocurra ningún suceso crediticio, el gestor pagará una renta a los inversores. En caso de un suceso crediticio, los inversores serán quienes pagarían una cantidad al gestor. (p. 8)

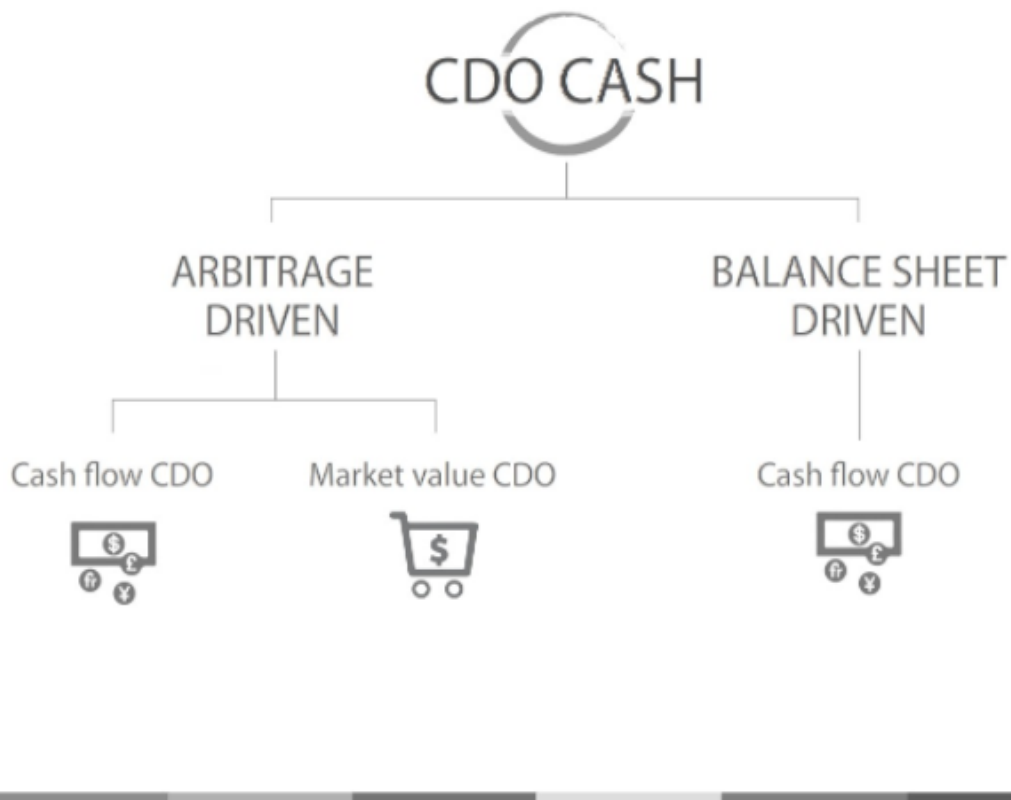


Figura 10. CDO Cash

Fuente: elaboración propia. Diseño de Sebastián Gómez, 2017, agosto. Basado en (Estévez, s.f.)

El CDO *Cash* o líquido es el más habitual. En estos el objeto del gestor es generar flujos de caja con el fin de pagar a los inversores en los tramos *senior* y *mezzanine*.

1.10 Conclusión.

Los *Collateralized Debt Obligations* (Obligaciones de deuda garantizadas) son activos que tienen como respaldo toda clase de préstamos (Guevara & Parra, 2013), son un producto de deuda titularizado en fondo de activos compuestos por préstamos o instrumentos de deuda. La parte que compra un *Collateralized Debt Obligations* (Obligaciones de deuda garantizadas) deberá soportar el riesgo de crédito colateral o activo. (Estévez, s.f., pág. 2)

Este activo se refiere a un subyacente determinado (Estévez, s.f.). Tanto el gestor (responsable de los activos) como los activos, están calificados según el riesgo que les corresponda, entre mayor sea el riesgo más será el costo de los intereses a pagar (Estévez, s.f.). Este riesgo se divide en tres tramos, *equity* que cubre hasta el 5 % de las pérdidas, *mezzanine* que cubre del 5 % al 10 % de las pérdidas y el *senior* que cubre hasta un 90 % de las pérdidas.

En Colombia, según la Superintendencia Financiera, los *Collateralized Debt Obligations* (Obligaciones de deuda garantizadas) no pueden ser considerados como valores, pues estos no están mencionados dentro de los instrumentos dados por la ley, y además, el Gobierno colombiano no los ha reconocido como tal, con el fin de proveer protección jurídica al mercado (Superintendencia Financiera, 2007).

Los *Collateralized Debt Obligations* hacen parte de los derivados de crédito o derivados exóticos, estos son negociados en mercados *Over The Counter* o mercado mostrador, actúan como seguros y su valor depende del subyacente (Guevara & Parra, 2013). El subyacente es el riesgo de crédito, el cual es transferido sin necesidad de vender o negociar los activos y mejora el riesgo de la contraparte (Superintendencia Financiera de Colombia,

1995; Superintendencia Financiera de Colombia, 1995). Estos derivados no están regulados en Colombia, no se pueden inscribir en el Registro Nacional de Valores y Emisores, por lo que no pueden ser objeto de oferta pública.

Paralelamente a los *Collateralized Debt Obligations* (Obligaciones de deuda garantizadas) existen los *Credit Default Swaps* (Intercambio predeterminado de crédito) o permutas de incumplimiento crediticio. Estos están permitidos en Colombia desde el 2016 tras la expedición de una circular externa hecha por el Banco de la República, bajo una estricta regulación y un específico funcionamiento (Circular Reglamentaria externa - DODM -144, 2016).

Para concluir, se puede decir que los *Collateralized Debt Obligations* (Obligaciones de deuda garantizadas) son productos estructurados, compuestos por derivados, es decir derivados estructurados, los cuales se subdividen en *Collateralized Debt Obligations cash* (Obligaciones de deuda garantizadas en efectivo) y *Collateralized Debt Obligations Synthetic* (Obligaciones de deuda garantizadas) *Synthetic* o *Credit Default Swaps* (Intercambio predeterminado de crédito).

Para el caso de Colombia sería muy riesgoso el uso pleno de este tipo de instrumentos, pues representaría gran inseguridad para la estabilidad de la economía debido a que estos instrumentos no están regulados del todo; como se pudo ver en la crisis sufrida por Estados Unidos. En este país es clara la falta de regulación frente a los *Collateralized Debt Obligations* (Obligaciones de deuda garantizadas), lo cual demuestra que Colombia no está preparada para su implementación sino únicamente en los casos permitidos por la ley respecto a los *Credit Default Swap* (Intercambio predeterminado de crédito) regulados en la

Circular Reglamentaria Externa – DODM-144 del Banco de la República (República, 2017). .

2. Los derivados

2.1 Concepto

Los productos derivados se definen así:

Un instrumento cuyo valor depende o se “deriva” del valor de un bien denominado subyacente. Un bien subyacente puede ser alguna materia prima cuyo precio se cotea en los mercados internacionales (commodity), como el trigo, el oro o el petróleo, o bien algún instrumento financiero, como los títulos accionarios, índices, monedas (tipos de cambio) o un instrumento de deuda. (Lara, 2009)

Estos instrumentos son contratos donde el precio depende del valor de un bien o activo subyacente de dicho contrato. El fin de estos es transferir el riesgo que los contratantes no desean asumir a otros agentes económicos, los cuales asumen este riesgo a cambio de una ganancia (Lara, 2009). Un subyacente de un derivado consiste en una variable, que sirve para estructurar y liquidar este instrumento financiero (Bello, 2010).

Un subyacente de un instrumento financiero derivado es una variable directamente observable tal como un activo, un precio, una tasa de cambio, una tasa de interés o un índice, que junto con el monto nominal y las condiciones de pago, sirve de base para la estructuración y liquidación de un instrumento financiero derivado. (Bello, Bases fundamentales de la contabilidad de los Instrumentos Financieros, 2010)

Los derivados operan tanto en mercados organizados como en el mercado mostrador o extrabursátiles (*over the counter* - OTC) (Lara, 2009). La Superintendencia Financiera de Colombia, en Circular Externa 041 de 2015, en el numeral 2.10 del capítulo XVIII (Superintendencia Financiera, 2015), define los derivados como “una operación cuya principal característica consiste en un precio justo de intercambio, depende de uno o más subyacentes y su cumplimiento o liquidación se realiza en un momento posterior” (párr. 61).

Dicha liquidación puede ser en efectivo, en instrumentos financieros o en productos o bienes transables, según se establezca en el contrato o en el correspondiente reglamento del sistema de negociación de valores, del sistema de registro de operaciones sobre valores o del sistema de compensación y liquidación. Es decir que por medio de los derivados se les da el valor correspondiente a cada operación de intercambio, según el subyacente sobre el cual se esté tratando. Este es un contrato cuyo cumplimiento se realiza a plazo y se liquidará según lo pactado por las partes.

2.2 Noción del contrato de derivado

“En el ordenamiento jurídico colombiano hay diversas menciones al contrato de derivado, principalmente en el plano del derecho bursátil y cambiario. A pesar de esto, la doctrina ha entendido que el contrato si bien es nominado, no es un contrato típico” (Arrubla, Contratos mercantiles. Contratos Atípicos, 2012, pág. 272). La Circular Básica Contable de la Superintendencia Financiera de Colombia en 1995, en su capítulo 18 definió los instrumentos derivados:

[Como] una operación cuya principal característica consiste en que su valor razonable depende de uno o más subyacentes y su cumplimiento o liquidación se

realiza en un momento posterior. Dicha liquidación puede ser en efectivo, en instrumentos financieros o en productos o bienes transables, según se establezca en el contrato o en el correspondiente reglamento del sistema de negociación de valores, del sistema de registro de operaciones sobre valores o del sistema de compensación y liquidación de valores. (Cap. 18)

Un instrumento financiero derivado permite la administración o asunción de uno o más riesgos asociados a los subyacentes y cumple cualquiera de las dos (2) condiciones siguientes: no requerir una inversión neta inicial; o requerir una inversión neta inicial inferior a la que se necesitaría para adquirir instrumentos que provean el mismo pago esperado, como respuesta a cambios en los factores de mercado (Superintendencia Financiera de Colombia, 1995).

De dicha definición se puede extraer que son instrumentos financieros cuyo valor deriva de la evolución de los precios de otros activos denominados comúnmente activos subyacentes. (Superintendencia Financiera de Colombia, 1995). “El objeto jurídico del contrato de derivado es la celebración de una compraventa de activos a futuro y su objeto material son los activos sobre los cuales se celebra la compraventa, denominados como son los subyacentes” (Vásquez & Gómez, 2008, p. 38 - 39).

La circular básica contable y financiera más reciente, del año 2014, define a los derivados:

[Como] instrumentos o contratos cuyo valor se deriva de la evolución de los precios de uno o más activos que se denominan activos subyacentes y cuyo cumplimiento y liquidación se realizan en un momento posterior a aquel en el cual se celebra el

contrato. La liquidación de los contratos puede llevarse a cabo en efectivo, en instrumentos financieros o en productos o bienes transables. (BVC, 2014, p. 189)

En otras palabras, las operaciones que implican derivados son a mediano o a largo plazo, lo que implica que estas deben cumplir con las normas de las obligaciones a plazo y/o condicionales; en estas operaciones son viables las actividades de alto riesgo respecto a los subyacentes. Según la BVC (2014) estos cumplen una de estas dos condiciones: “no requerir una inversión neta inicial o requerir una inversión neta inicial inferior a la que se necesitaría para adquirir instrumentos que provean el mismo pago esperado como respuesta a cambios en los factores de mercado” (p. 189).

Los instrumentos financieros derivados permiten la administración o asunción de uno o más riesgos asociados a los subyacentes y cumple cualquiera de las siguientes dos condiciones alternativas: (I) no requerir una inversión neta inicial o (II) requerir una inversión neta inicial inferior a la que se necesitaría para adquirir instrumentos que provean el mismo pago esperado como respuesta a cambios en los factores de mercado. (BVC, 2014, p. 189)

En una entrevista hecha a Álvaro Camargo por DataiFX define los derivados como “activos financieros cuyo valor y comportamiento depende de un subyacente” (Camargo, 2013, comunicación personal).

Afirma además que estos pueden ser negociados en mercados mostradores o en mercados organizados donde hay referencias de los precios para determinados derivados en el tiempo, por otro lado implican que estos derivados sean estandarizados, es decir que la bolsa de valores ha determinado que un contrato equivale a un monto, unas fechas y precios de referencia (Camargo, 2013, comunicación personal).

En Colombia los derivados estandarizados son las operaciones a plazo de cumplimiento financiero, donde se pacta precio de compra y venta entre dos agentes con vencimiento futuro y donde el que compra asegura la ejecución de la operación a un precio determinado (Camargo, 2013, comunicación personal).

2.3 Partes del contrato de derivados

Sujetos autorizados para vender

En primera instancia se encuentra el coberturista, esta es la parte encargada de comprar o vender derivados con el fin de controlar y compensar los riesgos propios de la actividad que emana del contrato de derivados (Vásquez & Gómez, 2008). Por otro lado están los especuladores, estos compran y venden derivados sirviéndose de las fluctuaciones del mercado. Este se encarga de negociar con los riesgos (Vásquez & Gómez, 2008).

En última medida se encuentran los arbitrajistas, quienes realizan operaciones sobre un mismo derivado en dos o más mercados, sacando provecho de diferencias existentes entre precios de unos respecto a otros, permitiéndoles sacar ganancia de la diferencia existente entre estos (Vásquez & Gómez, 2008). En Colombia, el arbitraje lo define la Superintendencia Financiera de Colombia como “una estrategia que combina compras y ventas de instrumentos financieros buscando generar utilidad a cero (0) costo, sin asumir riesgos de mercado” (Circular externa 041, 2015, párr. 31).

Sujetos autorizados para comprar

Inicialmente, se encuentran los importadores y los exportadores que necesitan protegerse respecto al riesgo de la fluctuación de las divisas o de los productos transados en las Bolsas de futuros y opciones (Vásquez & Gómez, 2008). Por otro lado, están los deudores de

obligaciones en divisas, esto para protegerse respecto al riesgo existente en los cambios que pueda haber en la tasa de cambio (Vásquez & Gómez, 2008). Por último, Vásquez y Gómez (2008) afirman:

[Que] se incluye a todo aquel que, por la naturaleza de sus actividades, necesite protegerse frente a las variaciones de los precios de los productos básicos transados en las Bolsas de futuros y opciones, en las tasas de cambio o en las tasas de interés, y lo demuestre al Banco de la República. (Vásquez & Gómez, 2008, p. 40)

2.4 Naturaleza jurídica del contrato de derivados en Colombia

De conformidad con la definición genérica otorgada por el Código Civil, en su artículo 1496, el contrato de derivado es un contrato bilateral, pues las dos partes resultan obligadas. (Código Civil, 1887, Art. 1496). Es de carácter oneroso, ya que el tenor del artículo 1497 del mismo código, tiene por objeto la utilidad de ambos contratantes, grabándose cada uno a beneficio del otro (Código Civil, 1887, Art. 1494).

Por otro lado, para saber si este contrato es o no aleatorio es preciso decir que podrá serlo siempre que las partes desconozcan desde el principio, una o más prestaciones que deban llevar a cabo (Vásquez L. C., 2008, pp. 38 - 39). Siendo esto así, se puede concluir que el contrato de derivados es un contrato aleatorio, pues desde un comienzo las partes no conocen íntegramente las prestaciones que deberán llevar a cabo durante la realización del contrato, pues estas no se conocen sino hasta que acaezca el hecho futuro (Vásquez L. C., 2008).

De igual forma, este es un contrato solemne, pues según el capítulo 18 de la Circular Externa de la Superintendencia Financiera, las entidades financieras que ofrezca

habitualmente operaciones con derivados deben cumplir determinados requerimientos. (Superintendencia Financiera de Colombia, 1995).

Uno de los requerimientos habla de que cuando se trate de operaciones con derivados realizadas por fuera de sistemas de negociación de valores o de bolsas, es decir en el mercado mostrador, las entidades deben elaborar y suscribir con la respectiva contraparte un contrato marco que regule de manera general (Superintendencia Financiera de Colombia, 1995), la negociación de operaciones que incluyan instrumentos de derivados financieros, cuando estas negociaciones se hagan en mercado no estandarizado (Vásquez L. C., 2008, pp. 38 - 39).

Además, el contrato de derivado puede ser un contrato de libre discusión o de condiciones predispuestas o de adhesión. El aumento en la utilización de los contratos marco para derivados lleva a que los mismos cada vez tengan más condiciones predispuestas y menos cláusulas que pueden ser negociadas por las partes. De igual manera, siempre que se celebren contratos derivados en sistemas de negociación, habrá un contrato por adhesión (Vásquez & Gómez, 2008).

Los contratos de derivados pueden ser tanto de ejecución instantánea como de ejecución sucesiva según el momento en el que las partes cumplen con su obligación (Vásquez & Gómez, 2008). Además, pueden ser de ejecución instantánea o diferida según el momento en el cual se comienza a ejecutar el contrato (Vásquez & Gómez, 2008).

Por su naturaleza, las operaciones de derivados como futuros, *forwards* y opciones son de ejecución instantánea y diferida, mientras que las operaciones con *swaps* pueden ser de tracto sucesivo si se pactan plazos en el intercambio de los productos financieros (Vásquez & Gómez, 2008).

Debido a que no existe un marco general de regulación que se encargue del contrato en cuestión, este no se podría clasificar como un contrato típico, sino como uno nominado, pues en caso de que las partes guarden silencio, no hay norma supletiva aplicable (Vásquez L. C., 2008, pp. 38 - 39).

En Colombia se encuentra regulado en la Ley 51 de 1918; Ley 510 de 1999; Ley 964 de 2005; Resolución Externa 36 de 1992 de la Junta Directiva del Banco de la República; Resolución Externa 8 de 2000 de la Junta Directiva del Banco de la República; Decreto 1796 de 2008; Decreto 1797 de 2008; Resolución 1200 de 1995 la Superintendencia de Financiera; entre otros (como se citó en Vásquez & Gómez, 2008, pp. 50-51).

2.5 Clases y modalidades de los derivados en general

“Una primera clasificación de los derivados puede ser entre los que se negocian en mercados organizados y los que se negocian directamente entre las partes, es decir en mercados “*Over The Counter*” (Fradique, 2008, p. 5).

Existe de igual manera una clasificación según su finalidad, estos son los *forwards*, futuros, *swaps* y opciones. Esta clasificación es de carácter general (Vásquez & Gómez, 2008).

- **Los *forwards*:** la Circular Básica Contable agrupa el *forward* dentro de los instrumentos derivados básicos o “*plain vanilla*” a diferencia de los exóticos. A través de este contrato, dos partes acuerdan la compra y venta de una cantidad específica de un determinado subyacente en una fecha futura. Las partes definen el valor, la fecha de entrega del subyacente y la modalidad de entrega; la liquidación puede hacerse a través de la entrega del subyacente o mediante la liquidación de diferencias. No existe una lista taxativa de subyacentes, pudiendo estos ser tasas de cambio, títulos de deuda, títulos participativos o

tasas de interés. La particularidad de los forwards es que son hechos a la medida de las partes que los celebran (Superintendencia Financiera de Colombia, 1995).

- **Los futuros:** en la circular anteriormente nombrada, se definen los futuros como contratos estandarizados en cuanto a su fecha de cumplimiento, valor nominal, características del subyacente y el lugar y la forma de entrega dependiendo si es en especie o en efectivo. Por su naturaleza estandarizada, los futuros son susceptibles de ser transados en sistemas de negociación (Superintendencia Financiera de Colombia, 1995).
- **Los swaps:** la Superintendencia Financiera en su Circular 18 los ha descrito como contratos en donde dos partes se obligan a intercambiar una serie de flujos por un período determinado de tiempo, en fechas preestablecidas. Entre los *swaps* más conocidos se encuentran los que recaen sobre divisas o CCS por sus siglas en inglés; los swaps de tasa de interés o IRS por sus siglas en inglés o los que son una combinación entre estos dos. Dice además esta circular que cualquier *swap* que recaiga sobre cualquier otro subyacente deberá ser considerado como un instrumento financiero derivado exótico (Superintendencia Financiera de Colombia, 1995).
- **Las opciones:** los contratos de opción son contratos derivados en donde el comprador adquiere el derecho, pero no la obligación de comprar o de vender a un valor determinado el activo subyacente en una fecha futura. Este contrato, a diferencia de los otros de derivados, tiene el carácter de unilateral en cuanto a que el beneficiario de la opción no está obligado a contratar (Vásquez & Gómez, 2008). Este contrato requiere que la condición o término que conlleva a su exigibilidad, sea claro y expreso, de lo contrario este será ineficaz (Vásquez & Gómez, 2008).

Cabe aclarar que este no es un contrato que esté sujeto a plazo, sino a una condición suspensiva, la cual consiste en que el obtante ejerza. En caso de que sea ejercida, nacerá la obligación del otorgante (Vásquez & Gómez, 2008).

La Superintendencia Financiera, en su concepto 2009078214-001 del 12 de noviembre de 2009 se refiere a las opciones en los siguientes términos:

Aquél contrato que le da a su tenedor la opción o el derecho, mas no supone la obligación, de comprar o de vender una cantidad específica de un activo a un precio y en una fecha determinada, o durante un tiempo determinado. Dicho contrato obliga al suscriptor a vender o comprar el activo en la fecha en que la “opción” sea ejercida por el tenedor, de acuerdo con las condiciones de cantidad, calidad y precio establecidos para el efecto en el contrato. (Colombia S. F., Concepto 2009078214-001, 2009)

2.6 Obligaciones de las partes en los contratos de derivados

Las obligaciones de las partes derivadas de los contratos de derivados varían según su modalidad, sin embargo, se enuncian abajo las obligaciones generales que de estos contratos pueden derivar:

El comprador

Obligaciones:

- a. Tiene la obligación de pagar el precio acordado cuando se cumpla el plazo pactado en el contrato y de pagar intereses por su retraso (Vásquez & Gómez, 2008).
- b. Recibir el subyacente cuando se trate de un cumplimiento efectivo (Vásquez & Gómez, 2008).
- c. Pagar intereses de mora en caso de que este incumpla y no pague el precio y se atenderá a las sanciones pactadas en el contrato (Vásquez & Gómez, 2008).

El vendedor

Obligaciones:

- a. Tiene la obligación de transferir el subyacente al comprador en la fecha, calidad y condiciones establecidas por las partes en el contrato y de pagar intereses en caso de retraso (Vásquez & Gómez, 2008).
- b. Al igual que en cualquier compraventa deberá sanear los vicios ocultos de la cosa (vicios redhibitorios) (Vásquez & Gómez, 2008).
- c. Tiene la obligación de saneamiento por evicción, es decir proteger su derecho de dominio de los vicios jurídicos con que pueda contar el bien (Vásquez & Gómez, 2008).
- d. Pagar intereses moratorios en caso de que incumpla (Vásquez & Gómez, 2008).

2.7 Formas de terminación del contrato

La Circular Básica Contable, en el capítulo 18, reguló los eventos que deben ser pactados en los contratos marco de derivados para ser considerados como justa causa para la terminación anticipada de estas operaciones (Superintendencia Financiera de Colombia, 1995). Esos eventos son los siguientes:

- a. El no pago de los flujos de las operaciones con instrumentos financieros derivados o entrega del subyacente.
- b. Cuando como resultado de una reorganización empresarial resulte una disminución de la calificación del riesgo de la absorbente o de la nueva entidad que la lleve a perder el grado de inversión en caso de que la compañía sea calificada por una sociedad calificador de riesgo. De lo contrario, las partes deben definir el criterio que sirve para determinar la terminación anticipada.

- c. Cuando haya un cambio de control en los términos del Código de Comercio y la Ley 222 de 1995, y la nueva matriz o controlante tenga una calificación de riesgo que no sea grado de inversión. Si no es calificada por una sociedad calificadora de riesgo, las partes deben definir el criterio para determinar cuándo se configura la terminación anticipada.
- d. Variación en la calificación de la contraparte: cuando a la contraparte se le disminuya la calificación del riesgo en determinado nivel en comparación con la que tenía al momento de la negociación. Si no es calificada por una sociedad calificadora de riesgo, las partes deben definir el criterio para determinar cuándo se configura la terminación anticipada (Superintendencia Financiera de Colombia, 1995).

Además, en caso de que se presente la terminación anticipada, se extinguirá el plazo de la operación, deberá haber liquidación anticipada de la operación y si las partes son deudoras recíprocas, habrá compensación siempre y cuando se haya pactado en el contrato marco (Superintendencia Financiera de Colombia, 1995). Para este contrato en particular, la Circular dispone unos eventos en donde se considera que hay incumplimiento del acuerdo (Superintendencia Financiera de Colombia, 1995). Esos eventos se mencionan a continuación:

- a. Mora en el pago de los flujos o en la entrega del subyacente. Ese incumplimiento se configura si no se solventa al quinto día hábil desde que se presentó la ausencia de pago o de entrega, salvo que las partes hayan decidido reducir ese término.
- b. Incumplimiento en la constitución de garantías. Cuando se presente una pérdida de valor de las garantías respecto del valor mínimo convenido o, en su defecto, en un porcentaje igual o superior al cinco por ciento (5 %) de su valor inicial y estos valores no sean restablecidos en un término máximo de cuarenta y ocho (48) horas.

- c. Cuando haya falta de capacidad para contratar operaciones con instrumentos financieros derivados (Superintendencia Financiera de Colombia, 1995).

Los efectos del incumplimiento del derivado son los mismos que los de la terminación anticipada. Sin embargo, las partes pueden acordar en el contrato marco que el incumplimiento que genere la extinción del plazo o la liquidación anticipada tendrá los mismos efectos sobre los demás derivados no estandarizados o negociados *over the counter*” o mercado mostrador, con la misma contraparte, así no estén vencidos (Superintendencia Financiera de Colombia, 1995).

2.8 Conclusión.

Los derivados son contratos cuya finalidad es transferir el riesgo que los contratantes no desean asumir, este se transfiere a otro agente económico quien asumirá dicho riesgo a cambio de una ganancia (Lara, 2009). El precio de este contrato se deriva de una variable llamada subyacente, lo que lo hace ser aleatorio (Bello, Bases fundamentales de la contabilidad de los Instrumentos Financieros, 2010).

Este tipo de contratos se pueden dar tanto en el mercado mostrador (*Over The Counter – OTC*) como en mercados organizados (Lara, 2009).

En el mercado mostrador se encuentran los derivados estandarizados y los no estandarizados. Los estandarizados son contratos donde el activo subyacente, el tamaño del contrato, la fecha de vencimiento y el método de liquidación están predeterminados, y los derivados no estandarizados (Pérez & Mariño, s.f.). Estos son por ejemplo, los contratos de futuros, derivado estandarizado donde se pacta la compra o venta de un activo en una fecha futura a un precio determinado (BVC, 2015).

Por otra parte, los no estandarizados son negociados en el mercado mostrador, en estos existe nivel de riesgo en cuanto a la contraparte y a la negociación de forma bilateral. Estos son contratos hechos según las necesidades de las partes (Pérez & Mariño, s.f.). Un ejemplo de este tipo de contratos es el contrato a plazo o *forward*, este es un contrato no normalizado entre dos partes para comprar o vender un activo en una fecha establecida y a un precio determinado en el contrato (Comunidad Forex, s.f.).

La naturaleza jurídica en Colombia, en lo que corresponde a todos los contratos de derivados en general es que son bilaterales, onerosos, aleatorios, solemnes y nominados (Superintendencia Financiera de Colombia, 1995).

En concordancia con el Boletín número 5 de la Unidad de Análisis de Mercados Financieros se considera que el uso de derivados en Colombia permite ampliar las alternativas de inversión y financiamiento para las personas y para las empresas, permitiéndoles mejorar el manejo del riesgo de su negocio. Si con el tiempo se desarrollan este tipo de mercados se permitirá llegar a tener mayor eficiencia en los precios, un mercado más dinámico y una mayor liquidez. Con todo esto se podrán ofrecer menores costos de financiamiento, mitigación de los riesgos y mayores opciones de inversión (Rodríguez J. A., p. 1 y 5).

3. Titularización

3.1 Titularización definición

Se encuentra definida como un mecanismo jurídico y económico mediante el cual se transfieren y aíslan, en un vehículo especial, activos tradicionalmente considerados como ilíquidos o por lo menos, de escasa, baja o lenta rotación, bienes o flujos de caja futuros;

con el objeto de maximizar la utilización de recursos. Esta movilización implica la transformación de los activos en títulos o valores negociables en el mercado público de valores, los cuales tienen como respaldo y fuente de pago los activos titularizados o el flujo de caja generado por ellos (Baena, 2009).

3.2 Tipos de titularización

En Colombia existen dos tipos de titularización.

- a. **Sobre activos existentes** como por ejemplo hipotecas, tarjetas de créditos, y bienes inmuebles. Estas son las titularizaciones clásicas, en las cuales activos que ya existen y que por su naturaleza son ilíquidos respaldan el pago a los inversionistas con el flujo de caja que generan (HENCORP, 2009).
- b. **La titularización de flujos de caja futuros** es una operación en la que el originador cede los derechos sobre los ingresos futuros a un precio de hoy, respaldándose en las cuentas futuras de sus deudores (Chía & Meneses, 2014).

3.3 Esquemas de Titularización

Existen dos formas principales de estructurar un proceso de titularización.

1. Se denomina “*pass-through*” en este caso el originador vende los activos a una empresa titulizadora o una fiducia que emite títulos de deuda con respaldo en los mismos. Se trata entonces de una cesión de activos en las cuentas del originador, el adquiriente o inversionista que compra títulos que son independientes de los activos y reciben reembolso del capital mensual aleatorio corriéndose el riesgo de la baja en tasas de interés (Duport & Riveros, 2001).

2. En este caso se denomina “*pay-through*”, los activos son vendidos a una entidad que emite cuotas o derechos de participación sobre los mismos activos. La entidad emisora pignora los activos a un fideicomiso en beneficio de los futuros inversionistas. Luego emite los títulos respectivos y los vende a inversionistas a quienes deberá pagar los intereses prometidos periódicamente (Duport & Riveros, 2001). Por ejemplo, en Colombia se materializa y está consagrada en la Ley 546 de 1999 y en sus reglamentaciones, circunscribiendo los procesos de titularización de contratos de leasing habitacional (Baena, 2009). Mediante esta modalidad, la entidad originadora enajena un título de compraventa en la cartera de créditos a una sociedad securitizadora de objeto social exclusivo, la cual a su vez emite unos títulos de deuda o de contenido crediticio, cuya colocación se hace a través de una oferta pública por medio de la bolsa de valores, y dichos títulos como lo expresa su nombre, incorporan el derecho a exigir el pago del capital (Baena, 2009).

3.4 Esquemas de Titularización en Colombia

De acuerdo con el Decreto 2555 de 2010 las vías jurídicas para llevar a cabo la titularización de conformidad con el artículo 5.6.1.1.2 (Resolución 400,1995, Art. 1.3.1.2), la titularización puede llevarse a efecto a partir de las siguientes vías:

1. Contratos de fiducia mercantil irrevocables utilizando o no el mecanismo de carteras colectivas.
2. En el caso de entidades sometidas al Estatuto General de Contratación de la Administración Pública, los procesos se sujetarán al mecanismo de fiducia previsto en las normas pertinentes.

3. Constitución de una cartera colectiva, sin embargo, con la expedición del Decreto 2175 de 2007 se reguló en su momento la administración y gestión de las carteras colectivas. Posteriormente, dicho decreto fue derogado por el Decreto 1242 de 2013, donde las carteras colectivas tuvieron algunas modificaciones y pasaron a denominarse Fondos de Inversión Colectiva sustituyendo de esta manera la Parte 3 del Decreto 2555 de 2010. Por consiguiente, el Decreto 1242 de 2013 señala que los Fondos de Inversión Colectiva solo podrán ser administrados por sociedades comisionistas de bolsa de valores, sociedades fiduciarias y sociedades administradoras de inversión, las cuales en lo relativo a Fondos de Inversión Colectiva se denominarán genéricamente sociedades administradoras de Fondos de Inversión Colectiva (Gutiérrez, 2017).

4. También lo reguló en el libro 6 de la parte 5 de manera particular sobre la titularización inmobiliaria encontramos la siguiente:

Artículo 5.6.5.1.1 Titularización de un inmueble. Consiste en la transferencia de un activo inmobiliario con el propósito de efectuar su transformación en valores mobiliarios. El patrimonio autónomo así constituido puede emitir títulos de participación, de contenido crediticio o mixtos. En ningún caso el valor de la emisión excederá el ciento diez por ciento (110%) del avalúo del inmueble. (Resolución 400, 1995)

Los procesos de titularización se conforman con la transferencia de activos por parte del originador para constituir con ellos un patrimonio autónomo. Esto es posible mediante principalmente dos mecanismos; por un contrato de fiducia mercantil irrevocable y a través de la constitución de una cartera colectiva (Decreto 2555, 2010).

La fiducia mercantil es un negocio jurídico por el cual una parte, llamada fideicomitente, transfiere bienes específicos a otra parte denominada fiduciario, quien tiene la obligación de administrarlos o enajenarlos y con el producto cumplir una finalidad establecida por el constituyente, en su favor o en beneficio de un tercero en cuyo caso se conocería como el beneficiario (Código de comercio, 1971, Art. 1226). El fiduciario pasa a ser el propietario ante terceros de los bienes transferidos constituyendo un patrimonio autónomo que separa los bienes del patrimonio permitiendo de esta manera reconocer una autonomía de los bienes transferidos (Chía & Meneses, 2014).

Los bienes se separan del resto del activo de manera contable por lo cual hay cuentas separadas para cada uno de los fideicomisos para además poder administrar y determinar sus incrementos y los cargos hechos al patrimonio especial en cabeza del fiduciario (Chía & Meneses, 2014). Se crea entonces una exclusión de la garantía general de acreedores del fiduciario que no podrán perseguir los bienes del patrimonio autónomo al ser este distinto al de la entidad fiduciaria. De esta manera, los cambios económicos que sufra no afectan al fideicomitente ni a los beneficiarios (Chía & Meneses, 2014).

La segunda forma es a través de “las carteras colectivas” conocidos actualmente como Fondos de Inversión Colectiva que se constituyen como vehículos de inversión integrados por el aporte de un número plural de personas, y administrados por una sociedad administradora, que puede o no, designar también a un gestor. Tienen diferentes tipos. Sobre este punto es importante resaltar que la participación de un inversionista en un fondo de inversión colectiva está representada en valores denominados de derechos de participación o unidades de participación (Gutiérrez, 2017).

De mismo modo, el Decreto 1242 de 2013 establece la manera como debe llevarse a cabo la definición y arquitectura de los fondos, establece los requisitos para la constitución y funcionamiento, los montos mínimos de participaciones, las políticas de inversión, los activos aceptables para invertir, la forma en que deben ser valorados, las políticas de revelación de información, las reglas relativas a prohibiciones y conflictos de interés, fusión, cesión y liquidación, etc. (Gutiérrez, 2017).

Como se aprecia, el artículo 5.6.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010 establece que la titularización puede llevarse a cabo a partir de contratos de fiducia mercantil (Gutiérrez, 2017). En desarrollo del contrato, la fiduciaria actúa en representación del patrimonio autónomo, emitiendo los títulos movilizadores, recaudando los fondos provenientes de la emisión. En este proceso de titularización es claro que quien actúa como emisor de valores es el patrimonio autónomo y no la parte originadora (Gutiérrez, 2017). La sociedad fiduciaria como agente de manejo es quien actúa como vocero del patrimonio autónomo emisor de los valores, encargada de la conservación, custodia y administración de los bienes o activos objeto de la titularización, así como del recaudo y transferencia al agente de los flujos provenientes de los activos.

En tanto, los Fondos de Inversión Colectiva son un mecanismo de ahorro e inversión administrado no solo por las sociedades fiduciarias, sino también por las sociedades comisionistas de bolsa de valores y sociedades administradoras de inversión, por medio de los cuales se invierten recursos de varias personas en un portafolio de activos, cuyas reglas para la autorización, constitución, funcionamiento, liquidación, etc., están contempladas en la Parte 3 del Decreto 2555 de 2010.

A su vez, los derechos de participación otorgan la calidad de inversionista en el respectivo fondo de inversión colectiva, ya que los derechos de participación son entregados una vez el inversionista haya efectuado el aporte de los activos de acuerdo con las políticas del respectivo fondo para poder suscribir participaciones (Gutiérrez, 2017). Los derechos de participación no tendrán la calidad de valores cuando correspondan a la participación en un fondo de inversión colectiva abierto. Por el contrario, tendrán la calidad de valores, si corresponden a la participación en un fondo de inversión colectiva cerrado (Gutiérrez, 2017). Los derechos de participación de los Fondos de Inversión Colectiva cerrados pueden o no estar inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores, de acuerdo con lo establecido en el respectivo reglamento del fondo de inversión colectiva. Sin embargo, en el evento en que los derechos de participación del fondo pretendan ser negociados en la Bolsa de Valores de Colombia deberán ser inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores.

3.5 Intervinientes

- a. Originador: es la persona natural, o jurídica, nacional o extranjera, que transfiere los bienes activos que constituyen la base del proceso de titularización (Baena, 2009).
- b. El Agente de Manejo: tiene un papel fundamental y es quien emite los nuevos valores en representación de un patrimonio autónomo. En el caso colombiano es la entidad fiduciaria que recibe los bienes para la constitución de un patrimonio autónomo; solo pueden ser entidades que hayan recibido autorización del Estado. Sus principales funciones son obtener autorizaciones, emitir y colocar en el mercado documentos resultantes, y responder frente a terceros con la gestión del patrimonio y las utilidades del mismo (Rodríguez, 2009). En Colombia pueden actuar como agentes de manejo las

sociedades fiduciarias, las sociedades titularizadoras y las demás entidades financieras de creación legal autorizadas para desarrollar contratos de fiducia (Bolsa de Valores de Colombia, 2017).

- c. La administradora: es la entidad encargada de la conservación, custodia y administración de los activos titularizados, así como del recaudo y transferencia al agente de manejo de los flujos provenientes de dichos activos. Esta calidad la puede tener el originador, el agente de manejo o una entidad distinta (Bolsa de Valores de Colombia, 2017). En cualquier caso, la actuación de la administradora no exonera de responsabilidad al agente de manejo, respecto a la consecución de los fines de la titularización. Así mismo, según se describe en detalle al hacer referencia a la titularización de crédito hipotecario, la Ley 546 de 1999 autoriza a los establecimientos de crédito, las entidades del sector solidario, las cooperativas financieras y el Fondo Nacional del Ahorro para emitir valores representativos de sus créditos de vivienda (Bolsa de Valores de Colombia, 2017).
- d. El Colocador: es la entidad que en virtud de su objeto social se encuentra facultada para actuar como suscriptor profesional o *underwriter*. Sin embargo, la colocación de la emisión puede ser efectuada directamente por el agente de manejo o mediante un contrato de comisión (Bolsa de Valores de Colombia, 2017).
- e. Patrimonio autónomo: es el conjunto de bienes entregado por el originador, los cuales son objeto de titularización y constituyen un patrimonio separado del patrimonio del agente de manejo y de la administradora (Bolsa de Valores de Colombia, 2017).

3.6 Modalidades

Los valores emitidos en desarrollo de estos procesos pueden tener cualquiera de las siguientes modalidades:

- I) Valores corporativos o de participación**, a través de los cuales el inversionista adquiere un derecho en el patrimonio conformado por los activos objeto de titularización. De esta forma, el inversionista participa de las utilidades o pérdidas que genere el patrimonio autónomo de manera proporcional a sus derechos en el mismo (Bolsa de Valores de Colombia, 2017).
- II) Valores de contenido crediticio** que confieren a su titular el derecho a percibir el capital y rendimientos financieros predefinidos en el valor. Los activos que integran el patrimonio autónomo respaldan los derechos que tienen los inversionistas en virtud de la tenencia de los valores (Bolsa de Valores de Colombia, 2017).
- III) Valores mixtos** son aquellos que de manera adicional a los derechos que confiere un valor de participación pueden ser amortizables o pueden tener una rentabilidad mínima o un límite máximo de participación (BCV, 2017a). Los valores emitidos en desarrollo de procesos de titularización no pueden tener un período de redención inferior a un (1) año, sin perjuicio de lo cual pueden efectuarse amortizaciones parciales de término inferior a un año, hasta por el 30 % del valor del capital (BCV, 2017a). No obstante, la Superintendencia Financiera puede autorizar valores con períodos de redención inferior o con amortizaciones parciales que superen el porcentaje mencionado cuando las condiciones particulares del proceso así lo requieran. (BCV, 2017a).

3.7 ¿Qué se puede titularizar?

En Colombia es posible titularizar los siguientes activos y flujos (BCV, 2017a):

1. Títulos comprende títulos de deuda pública, valores inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores, y documentos de crédito (BCV, 2017a).
2. Activos inmobiliarios (BCV, 2017a).
3. Productos agropecuarios y agroindustriales (BCV, 2017a).
4. **Flujos de dinero**, estos incluyen carteras de créditos, rentas y flujos de caja determinables con base en regresiones de los últimos tres años o en proyecciones de por lo menos tres años continuos (BCV, 2017a).
5. **Otros activos**, dado que es posible someter a consideración de la Superintendencia Financiera la posibilidad de desarrollar titularizaciones sobre bienes diversos de los señalados. Es importante señalar que la Superintendencia Financiera tiene la facultad de decidir si autoriza o no titularizaciones sobre los anteriores activos, en cualquiera de los siguientes casos (BCV, 2017a):
 - I) Cuando existan circunstancias de las cuales se derive la posibilidad de que se cause un daño al mercado (BCV, 2017a).
 - II) Tratándose de entidades emisoras de valores o de establecimientos de crédito que actúen como originadores, cuando la operación afecte la solvencia o estabilidad financiera de la entidad (BCV, 2017a).
 - III) Cuando a juicio de la Superintendencia Financiera las condiciones económicas del mercado así lo ameriten (BCV, 2017a).

3.8 Clases de titularización en Colombia

a) La titularización inmobiliaria:

“Consiste en la transferencia de un activo inmobiliario con el propósito de efectuar su transformación en valores. El patrimonio autónomo constituido a partir de estos activos puede emitir valores de participación, de contenido crediticio o mixto” (Presidencia de la República, 2010, Art. 5.6.5.1.1).

b) Titularización de un inmueble:

La realización de titularizaciones sobre inmuebles está sujeta a los siguientes requisitos especiales (Presidencia de la República, 2010, Art. 5.6.6.1.1):

- I) Existencia de un avalúo elaborado con métodos de reconocido valor técnico.
- II) El inmueble objeto de titularización debe estar libre de gravámenes, condiciones resolutorias o limitaciones al dominio distintas de las derivadas del régimen de propiedad horizontal y debe permanecer asegurado contra riesgos de incendio y terremoto durante la vigencia del contrato de fiducia mercantil.
- III) Tratándose de esquemas en los cuales el flujo de caja constituya factor principal en la rentabilidad ofrecida al inversionista deben incorporarse mecanismos de cobertura encaminados a garantizar dicha rentabilidad.
- IV) El monto de la emisión de valores de participación, mixtos o de contenido crediticio no puede exceder del 110 % del avalúo del inmueble.

c) Titularización de un proyecto de construcción:

Consiste en la emisión de valores mixtos o valores de participación que incorporen derechos porcentuales sobre un patrimonio autónomo constituido con un lote y los diseños,

estudios técnicos y de prefactibilidad económica, programación de obra y presupuestos necesarios para adelantar la construcción del inmueble o inmuebles que contemple el proyecto inmobiliario objeto de la titularización (Bolsa de Valores de Colombia, 2017). El inversionista participa de los beneficios obtenidos del desarrollo del proyecto, incluyendo la rentabilidad obtenida de la valorización del inmueble y la enajenación de unidades de construcción. El patrimonio autónomo también puede constituirse con sumas de dinero destinadas a la adquisición del lote o a la ejecución del proyecto (Bolsa de Valores de Colombia, 2017).

d) Titularización de créditos hipotecarios:

De acuerdo con la Ley 546 de 1999, los establecimientos de crédito, entidades del sector solidario y el Fondo Nacional del Ahorro, tienen la facultad de emitir valores representativos de créditos otorgados para financiar la construcción y la adquisición de vivienda, incluyendo sus garantías o títulos representativos de derechos sobre los mismos y sobre las garantías que los respalden cuando tengan como propósito enajenarlos en el mercado de capitales (Bolsa de Valores de Colombia, 2017). A su vez, los establecimientos de crédito pueden transferir sus créditos hipotecarios, incluyendo las garantías o los derechos sobre los mismos y sus respectivas garantías, a sociedades titularizadoras, a sociedades fiduciarias en su calidad de administradoras de patrimonios autónomos o a otras instituciones autorizadas por el Gobierno Nacional, con el fin de que estas emitan valores para ser colocados entre el público (Bolsa de Valores de Colombia, 2017).

Otros valores:

- i. **Certificados de depósito de mercancías.** Los certificados de depósito de mercancías son valores expedidos por los almacenes generales de depósito con el objeto de hacer

constar el recibo de bienes que son depositados en ellos, los cuales están destinados a servir como instrumento de enajenación de los bienes representados por los correspondientes valores. Estos valores pueden ser nominativos, a la orden o al portador, pero, en todo caso, deben representar bienes o productos determinados de forma individual o genérica que tengan una misma naturaleza (Bolsa de Valores de Colombia, 2017, pág. 68).

- ii. **Contratos sobre derivados.** De acuerdo con la Ley 964 de 2005, los contratos de derivados financieros estandarizados que sean susceptibles de ser transados en bolsas de valores o en sistemas transaccionales reciben el mismo tratamiento de los valores (Bolsa de Valores de Colombia, 2017).
- iii. **Flujos de caja.** Cuando un proceso de titularización se estructure con base en flujos de caja destinados a la cancelación de los títulos emitidos deberán incorporarse mecanismos de seguridad a través de los cuales se cubra el riesgo de certeza del flujo, matemática o estadísticamente determinable. Tal cubrimiento se efectuará como mínimo sobre una vez y media veces, el índice de siniestralidad o desviación del flujo proyectado. De acuerdo con el artículo 5.6.1.1.4 del Decreto 2555 de 2011, la Superintendencia Financiera de Colombia podrá autorizar mecanismos de seguridad y coberturas diversas de los contemplados en este decreto.
- iv. **Títulos de deuda pública.** Los procesos de titularización estructurados a partir de títulos de deuda pública emitidos o garantizados por la Nación o por el Banco de la República no requerirán de la presencia de mecanismos de garantía, ni de la previa calificación de los nuevos valores (Decreto 2555, 2010, Art. 5.6.9.1.4).
- v. **Titularización de productos agropecuarios, agroindustriales o de otros**

commodities. Consiste en la transferencia a un patrimonio autónomo de productos agropecuarios, agroindustriales u otros *commodities* con el propósito de efectuar su transformación en valores mobiliarios. El patrimonio así constituido puede emitir títulos de participación, de contenido crediticio o mixtos (Decreto 2555, 2010, Art. 5.6.9.1.5).

- vi. **Procesos estructurados sobre acciones.** En los procesos estructurados sobre acciones inscritas en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE) solo pueden emitirse títulos de participación, en los cuales el inversionista conoce y asume el riesgo de mercado. Estos procesos no requerirán de mecanismos de apoyo crediticio ni de calificación previa (Decreto 2555, 2010, Art. 5.6.9.1.5).

3.9 Titularización versus Concepto de valor

Es una alternativa de financiamiento donde se transforma un activo actual o futuro en valores negociables en el mercado de valores (ventajas). Por lo cual, frente al objetivo de esta tesis, que consiste en analizar si un *Collateralized Debt Obligation* es viable o no, se puede decir que no es factible, en tanto que este instrumento no se considera valor en Colombia de acuerdo con la Superintendencia Financiera (Concepto 2016054365-015, 2016, 2016), por lo cual a pesar de que es un producto estructurado y que en países como Estados Unidos o España sí se considera valor y para comercializarse es necesario “titularlo” para convertirlo en un valor, y que este pueda ser negociado en el mercado de capitales (Borod, 2012).

En Colombia sí es posible desarrollar productos estructurados, mas no un *Collateralized Debt Obligation* porque el reconocimiento de la calidad de valor a un instrumento negociable determinado, aun cuando haga parte de una emisión y comporte captación de recursos del público que no esté regulado como tal, requiere de la expedición de la

normatividad correspondiente por parte del Gobierno Nacional que este instrumento no posee; además de lo anterior, por esta razón no se puede llevar a cabo una oferta pública. A su vez, de acuerdo con la exposición de motivos de la Ley 964 de 2005, este tratamiento de concepto de valor, dentro de la definición del marco de intervención del Gobierno Nacional, equilibra la necesaria flexibilidad para incluir nuevos instrumentos que vayan naciendo de acuerdo con las necesidades del mercado. Pero esta precisión fue para dotar de seguridad jurídica a los participantes del mercado, ya que como se explicó anteriormente los *Collateralized Debt Obligations* (Obligaciones de deuda garantizadas) si bien cumplen con los elementos de los valores definidos en el artículo 2 de la Ley 964 de 2005, no es suficiente para que puedan desarrollarse, puesto que necesitan ser regulados (Superintendencia Financiera de Colombia, 2016).

3.10 Conclusión.

La titularización ofrece beneficios profusos a quienes utilizan esta operación, pues conlleva a la emisión de valores en el mercado de capitales, permitiendo ampliar diferentes productos financieros para inversionistas; es un excelente mecanismo para generar recursos para las empresas, pues promueve un financiamiento alternativo a través de un activo. A su vez tiene ventajas como realizar operaciones sobre flujos futuros y para la comercialización de productos estructurados (Superintendencia Financiera de Colombia, 2004; BCV, 2017a).

Es una buena alternativa para los inversionistas, y para quienes deseen un financiamiento alternativo, que ojalá se desarrolle y practique más en Colombia (Brosnan, s.f.; BCV, 2017a).

4. ¿Es viable o no crear un producto estructurado en Colombia?

Para analizar si es viable o no crear un *Collateralized Debt Obligations* (Obligaciones de deuda garantizadas) es fundamental analizar si se puede considerar o no un valor, debido a que el fin de un valor en la práctica es comercializarse en el mercado.

De acuerdo con la Ley 964 de 2005 “será valor todo derecho de naturaleza negociable que haga parte de una emisión, cuando tenga por objeto o efecto la captación de recursos del público, incluyendo” (Art. 2). Además del artículo anterior, es importante aclarar también de acuerdo con el artículo 4 de la Ley 964 de 2005 el reconocimiento de la calidad de valor a un instrumento negociable determinado, que cuando haga parte de una emisión y comporte captación de recursos del público no se encuentre regulado como tal, requiere de la expedición de la normatividad correspondiente por parte del Gobierno Nacional (Superintendencia Financiera de Colombia, 2016).

Además de lo anterior, de acuerdo con la Superintendencia Financiera esta entiende que *Collateralized Debt Obligation* (Obligaciones de deuda garantizadas) son “intereses titularizados en fondos de activos” en los cuales “los activos (denominados *Collateral*) son generalmente préstamos o instrumentos de deuda” (Estévez, s.f.). Es por ello que según la Superintendencia Financiera, por tratarse de la composición de un fondo de activos colateral son instrumentos de deuda, que posteriormente son objeto de un proceso similar a la titularización con el fin de crear títulos de participación de dicho fondo, dentro de los instrumentos previstos en el mencionado artículo como valores, no se encuentran los *Collateralized Debt Obligations* (Obligaciones de deuda garantizadas) ni tampoco han sido reconocidos como tales por parte del Gobierno Nacional (Superintendencia Financiera de Colombia, 2016).

Por tanto, al no considerarse valores, a su vez se entiende que no se puede llevar a cabo una oferta pública de valores la cual de acuerdo con el Art. 4, ordinal b) de la Ley 963 “son ofertas públicas aquellas que se dirijan a personas no determinadas o a sectores o grupos de personas relevantes, o que se realicen por algún medio de comunicación masiva para suscribir, enajenar o adquirir valores” (Art. 4).

Y de acuerdo con el artículo 6.1.1.1.1. del Decreto Único se considera como oferta pública de valores a aquella que se dirija a personas no determinadas o a cien o más personas determinadas, con el fin de suscribir, enajenar o adquirir documentos emitidos en serie o en masa, y que otorguen a sus titulares derechos de crédito, de participación y de tradición o representativos de mercancías.

Por otro lado, vale la pena definir qué entiende la Superintendencia Financiera por producto estructurado (Superintendencia Financiera de Colombia, s.f.):

Está compuesto por uno o más instrumentos financieros no derivados y uno o más instrumentos financieros derivados, los cuales pueden ser transferibles por separado o no y tener contrapartes diferentes o no, por cada uno de los instrumentos financieros que lo componen. Con excepción del ofrecimiento de productos estructurados a sus afiliados por parte de las entidades administradoras de fondos de pensiones y de cesantía, de Fondos de Inversión Colectivos (FICS) o suscriptores de las entidades aseguradoras o sociedades de capitalización, las entidades vigiladas que negocien instrumentos financieros derivados u ofrezcan productos estructurados como una de sus líneas de negocio, deben cumplir estrictamente con lo establecido en el Capítulo XXI de la Circular Básica Contable y Financiera, denominado “Reglas relativas al sistema de administración de riesgo de mercado”. (p. 1)

En este caso, las únicas que pueden crear un producto estructurado de la naturaleza de un *Collateralized Debt Obligation* (Obligaciones de deuda garantizadas) en Colombia, son las comisionistas de bolsa ya que se encuentran autorizadas de manera general para realizar la estructuración de productos, tal y como se establece en el numeral 1 del artículo 2.9.8.1.2 del Decreto 2555 de 2010 (Superintendencia Financiera de Colombia, 2010).

Consecuentemente, al no ser dichos títulos considerados como valor tampoco es posible ejecutar o realizar actividades propias del mercado de valores, como lo son la emisión de valores y la intermediación de los mismos; por ello se concluye que no son viables en Colombia (Superintendencia Financiera de Colombia, 2016).

Sin embargo, sí se podría crear otro tipo de producto estructurado que se pueda adaptar mejor a las normas del mercado colombiano, de igual manera no vale la pena satanizar este instrumento financiero; solo que debe ser regulado por el gobierno para poderse desarrollar, o que se regule también otra vía similar, como un producto estructurado alterno.

Los que más se hacen presentes en la economía mundial, y que generalmente se encuentran en los balances son los préstamos con garantía real, los préstamos personales los saldos de líneas de crédito, los contratos de arrendamiento financiero, los títulos de renta fija, los ingresos de contratos de alquiler de inmuebles, los ingresos de contratos de servicios, deudas corporativas, y los ingresos de derechos de explotación (activo, pág. 5). Entendiendo que cada uno de ellos es diferente, y que cada uno en el país puede estar autorizado para ser creado y manejado por alguna entidad especializada, que igualmente su transferencia y mercadeo se realiza por personas naturales o jurídicas especializadas o autorizadas; pero se infiere que estos generalmente son los más conocidos advirtiendo que pueden existir otros.

¿Quiénes participan?

1. La entidad originadora que es quien transfiere a cualquier título los activos que serán objeto de titulización, generalmente es quien administrará el producto final por haber originado o adquirido aquellos activos (Baena, 2009).
2. El ente ya sea comprador y/o titularizador es la persona natural o jurídica que teniendo un patrimonio separado con el originador y teniendo una actitud y autorización legal para realizar tales operaciones, los adquiere, gestiona, para captar recursos (Máster Ciencias Actuariales y Financieras, s.f.).
3. Entidad gestora, esta es una persona natural o jurídica que en muchos de los casos es la misma administradora y puede ser la misma titularizadora; pero es quien realiza la gestión del vehículo y ostenta su representación, en muchos de los casos puede ser el propietario a quien se le transfieren los activos (Máster Ciencias Actuariales y Financieras, s.f.). Tiene como funciones estructurar el producto para obtener garantes financieros y proveedores de liquidez. Generalmente diseña y administra el producto (Máster Ciencias Actuariales y Financieras, s.f., pág. 14).

Operación jurídica en Colombia

Las operaciones jurídicas que se presentan son la cesión, venta y transferencia de activos de cartera de la entidad originadora hacia la administradora compradora, titularizadora; la cual completa la otra operación que es la emisión de los títulos negociables.

Las operaciones jurídicas que se presentan son la cesión a título de venta y/o transferencia de activos de cartera señalados en la parte inicial de la operación y la emisión de valores, títulos negociables.

4.1 Conclusión.

Los *Collateralized Debt Obligations* (Obligaciones de deuda garantizadas) no son viables en Colombia ya que no se consideran como un valor, a pesar de que sí se consideran un producto estructurado por parte de la Superintendencia Financiera (Superintendencia Financiera de Colombia, 2016). Por ello no se puede realizar una oferta pública, ni emisiones y tampoco intermediación. Al no ser un valor se desnaturaliza un *Collateralized Debt Obligation* (Obligaciones de deuda garantizadas), pues su objetivo es ser comercializado.

5. Conclusión

- La confianza de los consumidores se desmoronó, a su vez la percepción de los riesgos en los mercados financieros aumentaba. Los mercados monetarios dejaron de funcionar, y la actividad económica sufrió un fuerte descenso en el comercio internacional y una fuerte caída en los precios de las materias primas. Aumentó los riesgos de desestabilización financiera (crisis) (Stiglitz J. E., 2010) (Shiller R. , 2012). Fue una crisis anunciada, que dejó anulada a una de las economías mundiales más fuertes (Shiller R. , 2009).
- Para robustecer la economía norteamericana fue necesaria la implementación de diferentes medidas para reactivar una economía estancada, para lo cual se fortaleció el sistema financiero a través de una normativa que limitó los riesgos que pueden cometer los bancos, medidas para la protección del consumidor y estímulos al sistema financiero en todos los sentidos posibles para recuperar la confianza en los consumidores (Salido.) (Webel & Labonte, Government Interventions in Response to financial Turmoil, 2010). Una normativa que fortaleció una economía muy fuerte que sufrió grandes pérdidas por riesgos innecesarios (Pineda, 2011).
- Los *Collateralized Debt Obligations* (Obligaciones de deuda garantizadas) emanan de una deuda titularizada, estos son productos estructurados compuestos de derivados integrados por créditos, los cuales no son considerados como valor en Colombia. Este país aún no está preparado para el uso pleno de estos instrumentos, dada la falta de regulación existente en el tema.

- Los derivados son contratos que tienen el fin de transmitir el riesgo a cambio de una ganancia. Es un contrato que en Colombia debería ser más usado y tener una mayor regulación, y de esta forma permitir mejorar este campo del mercado.
- A través de la titularización se enajenan activos ilíquidos pertenecientes a un balance de una entidad para que un adquiriente pueda convertirlos, previa agregación de los mismos y modificación de algunas de sus características en otros activos líquidos, para que sean negociados entre los inversores en forma de títulos valores en mercados financieros organizados (Universitat de València, s.f.). Esta operación ofrece múltiples beneficios en Colombia, pues a través de ella se pueden desarrollar múltiples financiaciones y productos estructurados (activos) (Colombia B. d., Mercado de derivados estandarizados, 2017). A pesar de que no se puedan desarrollar en Colombia los *Collateralized Debt Obligations* (Obligaciones de deuda garantizadas), a través de la titularización sí se puede realizar el mismo objetivo de los *Collateralized Debt Obligations* (Obligaciones de deuda garantizadas), que en el fondo es la obtención de fondos y fuentes de financiación generalmente para diversificar productos; a su vez crea ventajas y reaviva el mercado hipotecario en general porque atrae al mismo nuevos fondos y promueve la seguridad, lo cual atrae mayores activos financieros, y liquidez (activos) (financiación) (financiamiento., 2009).
- En Colombia no son viables los *Collateralized Debt Obligations* (Obligaciones de deuda garantizadas). Además no son un valor en sí porque estos títulos, cuya rentabilidad final está condicionada por la posibilidad de impago de los préstamos, son los que compra el inversor final, por ello utilizando los

préstamos o cualquier otro activo subyacente (deuda corporativa, tarjetas de crédito, hipotecas...) se pueden crear estructuras tan complejas como se quiera (CDO). Lo que en el sistema financiero colombiano no está permitido porque tiene una regulación especial frente a lo que se puede estructurar y titularizar (activos) (Colombia B. d., Mercado de derivados estandarizados, 2017).

6. Referencias bibliográficas

- Banco de la República. (2017). Circular Reglamentaria Externa DODM - 144. Bogotá.
- Charles, F., Audrey, M. (Productores), Ferguson, C., Beck, C., Bolt, A. (Escritores), & Ferguson, C. (Dirección). (2010). *Inside Job* [Película].
- Charles, F., Audrey, M. (Productores), Ferguson, C., Beck, C., Bolt, A. (Escritores), & Ferguson, C. (Dirección). (2010). *Inside Job* [Película].
- Foster, B., & Magdoff. (s.f.). La Gran Crisis Financiera: Causas y Consecuencias. *Público*.
- Superintendencia Financiera de Colombia. (2009). Concepto 2009078214-001. Bogotá.
- X-Trader. (2007). *Futuros y Opciones*. Obtenido de Opciones Exóticas: <http://www.x-trader.net/articulos/futuros-y-opciones/opciones-exoticas.html>
- 106–102, G.-L.-B. a. (12 de 11 de 1999). *Congrees.gov*. Obtenido de <https://www.congress.gov/106/plaws/publ102/PLAW-106publ102.pdf>
- 1701, N. H. (s.f.). *Government publishing office* . Obtenido de <https://www.gpo.gov/fdsys/pkg/USCODE-2011-title12/pdf/USCODE-2011-title12-chap13-sec1701x.pdf>
- EE UU sale al rescate de Freddie Mac y Fannie Mae. (7 de 09 de 2008). *El País* .
- Lehman Brothers se declara en bancarrota. (15 de 09 de 2008). *El país*.
- The Rise in Mortgage Defaults*. (2009). Recuperado el 26 de 08 de 2017, de The federal reserve board: <https://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2008/200859/>
- 2009, 1. A. (s.f.). *Congress.gov*. Obtenido de <https://www.congress.gov/bill/111th-congress/house-bill/1/text>
- 2009, T. A. (s.f.). *U.S Department of the treasury*. Obtenido de U.S Department of the treasury: <https://www.treasury.gov/initiatives/recovery/Pages/recovery-act.aspx>

Así operan las carteras colectivas en el mercado. . (05 de 05 de 2011). *Portafolio*. .

4173, H. R. (s.f.). Obtenido de

http://www.cftc.gov/idc/groups/public/@swaps/documents/file/hr4173_enrolledbill.pdf

Abisambra, M. A. (2013). CREDIT DEFAULT SWAPS (CDS) Y COLLATERAL DEBT OBLIGATION (CDO) DERIVADOS FINANCIEROS RESPONSABLES DE LA CRISIS SUB-PRIME DE 2008 EN ESTADOS UNIDOS Y UNA GUÍA PARA EL DESARROLLO DEL MERCADO DE DERIVADOS EXÓTICOS EN COLOMBIA. *TRABAJO DE GRADO*. Bogota: Universidad Del Rosario.

Accounts., M. S. (s.f.). *Oecd*. Obtenido de Organisation de Coopération et de

Développement Économiques.:

[http://www.oecd.org/officialdocuments/publicdisplaydocumentpdf/?cote=COM/ST/D/DAF\(2015\)3&docLanguage=En](http://www.oecd.org/officialdocuments/publicdisplaydocumentpdf/?cote=COM/ST/D/DAF(2015)3&docLanguage=En)

Act, D.-F. (s.f.). Obtenido de

http://www.cftc.gov/idc/groups/public/@swaps/documents/file/hr4173_enrolledbill.pdf

act., D.-F. W. (21 de Julio de 2010). *Government Publishing Office*. Obtenido de

<https://www.gpo.gov/fdsys/pkg/PLAW-111publ203/pdf/PLAW-111publ203.pdf>

activo, T. d. (s.f.). Obtenido de

<https://www.uv.es/ecglez/albacete/tema%205/texto%20titulizacion%20para%20alumnos%20master%20albacete%2013-14.pdf>

activos, T. d. (s.f.). Obtenido de

<https://www.uv.es/ecglez/albacete/tema%205/texto%20titulizacion%20para%20alumnos%20master%20albacete%2013-14.pdf>

Aguilar, F. (2011). *La Burbuja*. Obtenido de Riesgo financiero y la desregulación :

<http://riesgofinanciero2008.blogspot.com.co/2011/07/la-burbuja.html>

Aguilar, N. (2010). *El gerundio y sus usos correctos e incorrectos*. Obtenido de

<https://trad1y2ffyl.files.wordpress.com/2010/01/gramatica-los-usos-del-gerundio.pdf>

Aguilar, N. (s.f.). *El gerundio y sus usos correctos e incorresctos*. Obtenido de

<https://trad1y2ffyl.files.wordpress.com/2010/01/gramatica-los-usos-del-gerundio.pdf>

Ahead, S. L. (s.f.). Obtenido de

<https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2013/wp13255.pdf>

Ahead, S. L. (2013). *Fondo Internacional Monetario* . Obtenido de Fondo Internacional

Monetario : <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2013/wp13255.pdf>

Alberto Carrasquilla Barrera, m. d. (s.f.). Exposición de motivos del proyecto de ley 964 de 2005.

Amadeo, K. (2017). *What Caused the 2008 Global Financial Crisis?* Obtenido de US

Economy: <https://www.thebalance.com/what-caused-2008-global-financial-crisis-3306176>

AMV. (30 de 10 de 2012). Material de estudio para los exámenes de certificación. .

Cartilla/Guía de estucios .

Anónimo. (2012). *Subprime mortgage crisis*. Obtenido de <http://www.stat.unc.edu/faculty/cji/fys/2012/Subprime%20mortgage%20crisis.pdf>

Arrubla, J. A. (2012). *Contratos mercantiles. Contratos Atípicos*. Legis.

Arrubla, J. A. (2012). *Contratos mercantiles. Contratos Atípicos*. Bogotá: Legis.

Asamblea Nacional Constituyente de la República de Colombia. (1991). Constitución Política de Colombia del 4 de julio de 1991. Bogotá, D.C., Colombia.

Baena, L. G. (2009). *Lecciones de derecho Mercantil*. (U. E. Colombia, Ed.) Bogotá: Universidad Externado.

Baklanova, V., Copeland, A., & McCaughrin, R. (2015). Reference Guide to U.S. Repo and Securities Lending Markets. *Federal Reserve Bank of New York*. (740), 1-68.

Ballabriga, F. (2012). *Informe Económico*. Barcelona: ESADE Departamento de Economía. bancarios., B. I. (s.f.).

Banco de la Republica de Colombia. (2016). Circular Reglamentaria externa - DODM - 144. Bogotá.

Barrera, A. C. (s.f.). *Exposición de motivos al proyecto de ley presentado por Alberto Carrasquilla Barrera Ministro de hacienda y crédito Público*.

BBC Mundo. (2009). *Obama firma ley de estímulo*. Obtenido de http://news.bbc.co.uk/hi/spanish/business/newsid_7895000/7895768.stm

BCV. (2017a). *Mercado de derivados estandarizados*. (B. d. Colombia, Productor, & Bolsa de Valores de Colombia) Obtenido de Bolsa de Valores de Colombia: <http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Mercados/descripciongeneral/derivados>

- Bello, M. L. (2010). Bases fundamentales de la contabilidad de los Instrumentos Financieros. Pontificia Universidad Javeriana.
- Bello, M. L. (2010). Bases fundamentales de la contabilidad de los Instrumentos Financieros. *Bases fundamentales de la contabilidad de los Instrumentos Financieros*. Pontificia Universidad Javeriana.
- Berenguer, E. (2012). *Raíces de la Crisis Económica*. (E. U. Barcelona, Ed.) Barcelona, Barcelona: i Editions de la Universitat de Barcelona.
- Bolsa de Valores de Colombia. (2017). *Guía del mercado de valores*. Obtenido de Bolsa de Valores de Colombia.:
http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Empresas/Guia_Mercado_Valores?com.tibco.ps.pagesvc.action=updateRenderState&rp.currentDocumentID=-7ca0c036_147b6b20b27_5e970a0a600b&rp.revisionNumber=1&rp.attachmentPropertyName=Attachment&com.tibco.ps.pagesvc.targetPage=1f9a1c33_132040fa022_-78750a0a600b&com.tibco.ps.pagesvc.mode=resource&rp.redirectPage=1f9a1c33_132040fa022_-787e0a0a600b
- Bolsa Mexicana de Valores. (2016). *¿Qué son las Notas Estructuradas?* Obtenido de Guía del Inversor: <http://bolsamexicanadevalores.com.mx/que-son-las-notas-estructuradas/>
- Bomfim, A. (2005). *Understanding Credit Derivatives and Related Instruments*. Londres: ElSevier Academic Press.
- Bomfim, A. (s.f.). *Understanding Credit Derivatives and Related Instruments*. Academic Press.

- Borod, R. (2012). Did Dodd-Frank Hit or Miss the Securitization Bull's Eye? *The International Business Information Source*. 38 (3), 1-4.
- Brosnan, M. (s.f.). *La titulización como alternativa de financiación*, . Obtenido de Office of the Comptroller of the Currency: <https://www.occ.gov/about/who-we-are/leadership/biographies/bio-michael-brosnan.html>
- BVC. (2014). Guía del mercado de valores.
- BVC. (2014). *Guía del Mercado de Valores*. Obtenido de https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Empresas/Guia_Mercado_Valores?action=dummy
- BVC. (2015). *Mercado de derivados estandarizados*. Obtenido de Cartilla Nro. 12: <https://www.ad-cap.com.co/wp-content/uploads/2015/07/Derivados-estandarizados.pdf>
- BVC. (2017). *Mercado de Derivados Estandarizados*. Recuperado el 01 de 12 de 2017, de <http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Mercados/descripciongeneral/derivados?action=dummy>
- BVC. (s.f.). Guía del Mercado de Valores.
- Camargo, A. (2013). Mercado derivados 1era parte. (DATAiFX, Entrevistador)
- Carrasquilla, A. (2005). Exposición de motivos del proyecto de Ley 964 de 2005. *Ministro de Hacienda y Crédito Público*. Bogotá.
- CDO, D. I. (s.f.). *Cinco días*. Obtenido de https://cincodias.elpais.com/cincodias/2012/05/29/economia/1338404148_850215.html

Chaplin, G. (2015). *Credit Derivatives: Applications for Risk Management, Investment and Portfolio Optimisation*. Nueva York: John Wiley & Sons.

Chía, D. E., & Meneses, A. (2014). *La titularizaciones de flujos futuros, la gestión de riesgos y su utilidad para el sector exportador*. Obtenido de Repositorio institucional Pontificia Universidad Javeriana:

<https://repository.javeriana.edu.co/handle/10554/15823>

Chía, E., & Meneses, A. I. (2014). *Las titularizaciones de flujos futuros, la gestión de riesgos, y su utilidad para el sector exportador*. Pontificia Universidad Javeriana.

Colombia, B. d. (30 de 10 de 2017). *bvc.com.co*. Recuperado el 01 de 12 de 2017, de [bvc.com.co](http://www.bvc.com.co):

<http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Mercados/descripciongeneral/derivados?action=dummy>

Colombia, B. d. (2017). *Mercado de derivados estandarizados*. (B. d. Colombia, Productor, & Bolsa de Valores de Colombia) Obtenido de Bolsa de Valores de Colombia:

<http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Mercados/descripciongeneral/derivados>

Colombia, S. F. (12 de 11 de 2009). Concepto 2009078214-001. *Concepto*.

Colombia, S. F. (2015). Circular externa 041 del 2015. *circular externa 041 del 2015*.

Colombia, S. F. (28 de 07 de 2016). CDO-obligación garantizada con deuda, no se considera valor. *CDO-obligación garantizada con deuda, no se considera valor*.

Bogotá, Colombia.

Colombia, S. F. (10 de 07 de 2017). CDO-obligación garantizada con deuda, no se considera valor. *CDO-obligación garantizada con deuda, no se considera valor.*

Bogota, Colombia.

Comisión Europea. (2012). *Libro verde: El sistema bancario en la banca sombra*. Bruselas:

Comisión Europea.

Comunidad Forex. (s.f.). *EFXTO*. Obtenido de Forward (contrato a plazo):

<https://efxto.com/diccionario/forward-contrato-a-plazo>

Congreso de la República de Colombia. (1887). Código Civil Ley 57 . Bogotá.

Congreso de la República de Colombia. (1993). LEY 35 de 1993. Bogotá: Diario Oficial

No. 40.710, de 5 de enero de 1993 .

Congreso de la República de Colombia. (1999). Ley 546 . Bogotá: Diario Oficial No.

43.827 de 23 de diciembre de 1999.

Congreso de la República de Colombia. (2005). Ley 963. Bogotá: Diario Oficial 45963 de

julio 08 de 2005 .

Congreso de la República de Colombia. (2005). Ley 964 de 2005. Bogotá: Diario Oficial

No. 45.963 de 08 de julio de 2005.

Congreso de la República de Colombia. (2005). Ley 964 del 8 de julio de 2005. Diario

Oficial 45.963. [Por la cual se dictan normas generales y se señalan en ellas los

objetivos y criterios a los cuales debe sujetarse el Gobierno Nacional para regular

las actividades de manejo aprovechamiento e ...]. Bogotá, D.C., Colombia.

Congress, P. L.-3. (s.f.). *U.S. Government Printing Office*. Obtenido de

<https://www.gpo.gov/fdsys/pkg/PLAW-110publ343/html/PLAW-110publ343.htm>

- Cornell University. (s.f.). *Risk Management and Insurance*. (L. Risk Magazine, Ed.)
Obtenido de <http://www.risk.cornell.edu/>
- Corte Constitucional de la República de Colombia. (1993). Sentencia C-133 del 1 de abril de 1993. *Sala Plena de la Corte. M.P.: Vladimiro Naranjo Mesa*. Bogotá, D.C., Colombia.
- Corte Constitucional de la República de Colombia. (1999). Sentencia C-608 del 23 de agosto de 1999. *Sala Plena de la Corte. M.P.: Jose Gregorio Hernandez Galindo*. Bogotá, D.C., Colombia.
- Corte Constitucional de la República de Colombia. (2000). Sentencia C-1111 del 24 de agosto de 2000. *Sala Plena de la Corte Constitucional. M.P.: José Gregorio Hernández Galindo*. Bogotá, D.C., Colombia.
- Coval, J., Jurek, J., & Stafford, E. (2008). The Economics of Structured Finance. *Harvard Business School Finance Working Paper. (09-060)*, 23(1), 3-25.
- crisis, S. m. (s.f.). Obtenido de <http://www.stat.unc.edu/faculty/cji/fys/2012/Subprime%20mortgage%20crisis.pdf>
- Crisis, W. C. (s.f.). Obtenido de The balance.: <https://www.thebalance.com/what-caused-2008-global-financial-crisis-3306176>
- Cycle, S. t. (s.f.). Obtenido de <https://economics.mit.edu/files/3636>
- Darrell, D. (2010). *How big banks fail and what to do about it*. (N/A, Ed.) Princeton: Princeton University Press.
- (2011). How big banks fail and what to do about it. En D. Darrell, & N/A (Ed.).
- De Lara, A. (2005). *Productos derivados financieros: instrumentos, valuación y cobertura de riesgos*. México, D.F.: Limusa .

- Den Boer, P. (2015). Measuring shadow banking in the dutch national accounts. En M. g. interamericana (Ed.), *Organisation for Economic Co-operation and Development* (págs. 1-22). París: OECD.
- Derecho justo. (s.f.). *Marco de Tramite Especial*. Obtenido de Administrador:
http://www.derechojusto.org/administrador/documentacion/54132ffba4001_Tramite%20especial_MARCO.indd.pdf
- Duport, E., & Riveros, S. (2001). *Titularización: Una nueva Visión para el desarrollo del país*. (P. U. Javeriana, Ed.) Bogotá.
- Elliot, D. (2011). Evaluating the U.S. Plans for Financial Regulatory Reform. En M. Kawai, & E. Prasad, *Financial Market Regulation and Reforms in Emerging Markets* (págs. 75-102). Mandaluyong: Asian Development Bank.
- Española, R. A. (s.f.). *Diccionario Esencial de la Real Academia Española*. (E. Calpe, Ed.) Madrid, España: Espasa Calpe, S.A.
- Española, R. A. (s.f.). *Real Academia de la Lengua Española*. Obtenido de
<http://dle.rae.es/?id=YJBepw>
- estandarizados, M. d. (s.f.). *Bolsa de Valores de Colombia* . Obtenido de <https://www.ad-cap.com.co/wp-content/uploads/2015/07/Derivados-estandarizados.pdf>
- estandarizados, M. d. (s.f.). *Educación financiera AMV*. Obtenido de
<http://www.amvcolombia.org.co/attachments/data/20160920132831.pdf>
- Estévez, P. (s.f.). *Collateralized Debt Obligation (CDO)* . Madrid: Universidad Complutense de Madrid.
- Explained, T. D.-F. (s.f.). Obtenido de <https://www.fool.com/investing/2017/02/03/the-dodd-frank-act-explained.aspx>

Fabozzi, F., & Goodman, L. (2001). *Investing in Collateralized Debt Obligations*. Nueva York : John Wiley & Sons.

Fabozzi, F., & Mann, S. (2000). *Floating-Rate Securities*. (J. W. Sons, Ed.) Nueva York: John Wiley & Sons.

Facility, M. M. (2009). Obtenido de Federal Reserve :

<https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/mmiff.htm>

FBI. (2004). *Institution Fraud and Failure Report 2004*. FBI. Washington, D.C.: U.S. Department of Justice.

FBI. (2004). *Institution Fraud and Failure Report 2004*. FBI.

Federal Reserve. (2009). *The Role of the Federal Reserve in Preserving Financial and Monetary Stability Joint Statement by the Department of the Treasury and the Federal Reserve*. Obtenido de Joint Press Release:

<https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20090323b.htm>

Federal Reserve. (2010). *Money Market Investor Funding Facility*. Obtenido de Policy Tools: <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/mmiff.htm>

Fernández, P., & Ariño, M. (1996). *Derivados exóticos*. Barcelona: Universidad de Navarra.

Fernando C. Ballabriga, X. M. (2008). *Informe Económico* . Análisis y previsión de la coyuntura económica. .

financiación, L. t. (s.f.). Obtenido de Office of the Comptroller of the Currency:

<https://www.occ.gov/about/who-we-are/leadership/biographies/bio-michael-brosnan.html>

- Financial Engineering Ltd, R. P. (s.f.). *Credit Derivatives: Applications for Risk Management, Investment and Portfolio Optimisation*. Risk Books.
- Financial Stability Board. (2011). *Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation*. Nueva York: Financial Stability Board.
- financiamiento., L. t. (2009). Obtenido de La titularización como mecanismo de financiamiento.
- Financiera, S. (28 de 07 de 2016). CDO-obligación garantizada con deuda, no se considera valor - Concepto 2016054365-015. Colombia.
- Forget About Housing, T. T. (26 de 08 de 2017). *Business insider*. Obtenido de <http://www.businessinsider.com/bubble-derivatives-otc-2010-5>
- Fradique, C. (05 de 2008). Aspectos legales de los contratos marco para derivados. (U. d. Andes, Ed.) *Revista de Derecho Privado*(39), 30.
- Frank J. Fabozzi, C. S. (2000). *Floating-Rate Securities*. (J. W. Sons, Ed.)
- Garzón, W. F., & Riveros, H. A. (2012). *Aspectos contractuales de la negociación con derivados financieros en Colombia*. Bucaramanga: Universidad Industrial de Santander.
- Geanakoplos, J. (2010). Solving the Present Crisis and Managing the Leverage Cycle. *Cowles Foundation Discussion Paper. (1751)*, 1-21.
- Gerencie. (s.f.). *¿Qué son los CDS (Credit Default Swap)?* Obtenido de <https://www.gerencie.com/que-son-los-cds-credit-default-swap.html>
- gerundio, E. u. (s.f.). Obtenido de <https://trad1y2ffyl.files.wordpress.com/2010/01/gramatica-los-usos-del-gerundio.pdf>

- Glass-Steagall, B. A. (s.f.). *Federal Reserve History*. Obtenido de Federal Reserve History:
https://www.federalreservehistory.org/essays/glass_steagall_act
- GPO. (1999). Public Law 106-102 del 12 de noviembre de 1999. [Gramm-Leach Bliley Act Intergovernmental relations]. *106th Congress 12 USC 1811 note*, (págs. 1-145). Nueva York.
- GPO. (2008). Public Law 110-343 del 3 de octubre de 2008. *110th Congress Public Law 343*. Washington, D.C.: U.S. Government Printing Office.
- GPO. (2009). Public Law 111-5 del 17 de febrero de 2009. *111th American Recovery and Reinvestment Act of 2009*. Washington, D.C.: GPO.
- GPO. (2010). Public Law No: 111-203 [H.R. 4173: Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act]. *111th Congress* (págs. 1-848). Washington, D.C.: GPO.
- Guevara, C., & Parra, M. (2013). *Credit default swaps (cds) y collateral debt obligation (cdo) derivados financieros responsables de la crisis sub-prime de 2008 en estados unidos y una guía para el desarrollo del mercado de derivados exóticos en colombia*. Bogotá, D.C.: Universidad Del Rosario.
- Gutiérrez, L. J. (2017). Superintendencia Financiera Consulta específica. *Radicación: 2017097426-001-000*. Bogotá.
- H.R.1424. (s.f.). Obtenido de CONGRESS.GOV: <https://www.congress.gov/bill/110th-congress/house-bill/1424/text>
- Swerdlow, E. (Productor), & Hanson, C. (Dirección). (2011). *Too big to fail* [Película].
- HENCORP. (2009). *La titularización como mecanismo de financiamiento*. Obtenido de Bolsa de Valores:
<https://www.google.com/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0a>

hUKEwigqe-

EhozYAhXFhOAKHflWDRQQFgglMAA&url=https%3A%2F%2Fwww.bolsadevalores.com.sv%2FCRLzxm03xNPPs%2Fdownload%2F120&usg=AOvVaw2kt1BG
O28pTJWuNFXicylr

Hera, R. (2010). *Forget About Housing, The Real Cause Of The Crisis Was OTC*

Derivatives. Obtenido de Finance: <http://www.businessinsider.com/bubble-derivatives-otc-2010-5>

Hernandez Sampieri, R. (2004). *Metodología de la investigación*. . (M. g. interamericana, Ed.)

Hernández, R., Fernández, C., & Baptista, P. (2006). *Metodología de la investigación, 4ta edición*. México, D.F.: McGraw Hill.

Herrera, J. (2011). *Diccionario de Finanzas*. Madrid: Ecobook.

Herrera, J. J. (2011). *Diccionario de Finanzas, Volume 4*. ECOBOOK.

HS A3MSC. (2009). *Modulo 3: Concepto De Titulo Valor*. Obtenido de Titulos Valores: <http://titulosvaloresugc.blogspot.com.co/2009/02/modulo-3-concepto-de-titulo-valor.html>

Janzen, M. (2009). *Effects of the Subprime Crisis on the U.S. American Financial Reporting System: Focussed on Derecognition of Financial Assets, Special Purpose Entities, and Fair Value Accounting*. Düsseldorf: GRIN Verlag.

John Wiley & Sons, I. (Ed.). (s.f.).

Lara, A. d. (2009). *Productos derivados financieros. Instrumentos, valuación y cobertura de riesgos*. Mexico: Limusa.

- Larraga , P., & Elvira, O. (2008). *Mercado de productos derivados: Futuros, forwards, opciones y productos estructurados*. Profit.
- Larraga, P., & Elvira, Ó. (2008). *Mercado de productos derivados: Futuros, forwards, opciones y productos estructurados*. Profit.
- Ley 964 de 2005. (s.f.).
- Mahieu, D. (2011). *Economic Crisis and Crime*. Carolina del Sur, Columbia, Unated States: Emerald Group Publishing.
- Marcantoni , E. (2014). *Collateralized debt obligation a moment matching pricing technique base on copula functions*. (S. S. Media, Ed.) Berlín: Springer Gabler.
- Marcantoni , E. (2014). *Collateralized debt obligation a moment matching pricing technique base on copula functions*. (S. S. Media, Ed.)
- marco, L. (s.f.). Obtenido de Derecho justo:
http://www.derechojusto.org/administrador/documentacion/54132ffba4001_Tramite%20especial_MARCO.indd.pdf
- Markets, R. G. (2015). *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*. Obtenido de Federal Reserve Bank of New York Staff Reports:
https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff_reports/sr740.pdf
- Martín, V. (2016). *El discreto encanto del capitalismo: Análisis causal de la gran recesión y juicio moral de la economía de mercado de la posmodernidad*. (U. d. Alicante, Ed.) San Vicente del Raspeig: Universidad de Alicante.
- Máster Ciencias Actuariales y Financieras. (s.f.). *Titulización de activos*. Obtenido de <https://www.uv.es/ecglez/albacete/tema%205/texto%20titulizacion%20para%20alumnos%20master%20albacete%2013-14.pdf>

- Maues, J. (2013). *Banking Act of 1933 (Glass-Steagall)*. Obtenido de Essays:
https://www.federalreservehistory.org/essays/glass_steagall_act
- Maxfield, J. (2017). *The Dodd-Frank Act Explained*. Obtenido de Investing:
<https://www.fool.com/investing/2017/02/03/the-dodd-frank-act-explained.aspx>
- Mayer, C., Pence, K., & Sherlund, S. (2009). *The Rise in Mortgage Defaults*. Washington, D.C.: The Federal Reserve Board.
- Mayer, M. (1999). Risk Reduction in the New Financial Architecture: Realities, Fallacies, and Proposals. *Public Policy Brief*. (56) , 1-26.
- McKay Adam, R. C. (Escritor), & McKay, A. (Dirección). (2015). *La gran apuesta* [Película].
- McKay Adam, R. C. (Escritor), & McKay, A. (Dirección). (2015). *La gran apuesta* [Película].
- Meltdown, F. R. (s.f.). *Federal reserve history* . Obtenido de
https://www.federalreservehistory.org/essays/fed_credit_programs
- Ministerio de Hacienda y Crédito Público. (1995). Resolución 400. *Por la cual se actualizan y unifican las normas expedidas por la Sala General de la Superintendencia de Valores y se integran por vía de referencia otras*. Bogotá: Diario Oficial Mayo 22.
- Mongrut, S. (2010). *Derivados financieros: uso y abuso*. (T. d. EGADE, Ed.) Obtenido de Pres IMEF: <http://identidad.queretaro.itesm.mx/2010/01/derivados-financieros-uso-y-abuso/>
- Montero, L., & Esquivel, C. (2014). *Derivados Exóticos*.

- Montero, M. (2006). *El verbo: caracterización y morfemas flexivos. Las formas no personales*. (S. d. Liceus, Ed.) Madrid: Liceus.
- Morales, R., Arguedas, R., Gonzales, J., Oliver, M., Martin, I., & De Pablo, R. (2010). *Primeras perspectivas de la crisis y cuestiones conexas*. Madrid: UNED.
- Morales-Arce Macias, A. S. (s.f.). *Primeras perspectivas de la crisis y cuestiones conexas*. UNED.
- Morris, C. (2008). *The Two Trillion Dollar Meltdown: Easy Money, High Rollers, and the Great Credit Crash*. Nueva York: PublicAffairs.
- Morris, C. (2008). *The Two Trillion Dollar Meltdown: Easy Money, High Rollers, and the Great Credit Crash*. Hachette UK.
- Muñoz, E. (1985). *El concepto de valor: Reflexiones críticas a la luz del derecho comparado y del derecho colombiano*. Bogotá, D.C.: Universidad de los Andes.
- Murphy, E. (2013). *Shadow Banking: Background and Policy Issues*. Nueva York: Congressional Research Service .
- MytripleA. (s.f.). *Créditos Subprime*. Obtenido de <https://www.mytriplea.com/diccionario-financiero/creditos-subprime/>
- Obligation (CDO) , C. D. (s.f.). Obtenido de <http://www.afi.es/EO/CDOs.pdf>
- Obligations, I. i. (s.f.). *Frank J. Fabozzi, CFA, Luise S. Goodman*. John Wiley & Sons, May 15, 2001 .
- Ocampo, J. (2009). Informe sobre el comercio y desarrollo. En U. N. Publications (Ed.), *Conferencia de las Naciones Unidas sobre el comercio y desarrollo* (págs. 1-207). Ginebra: Naciones Unidas.

- Oficina de Protección Financiera del Consumidor. (s.f.). *¿Quiénes somos?* Obtenido de <https://www.consumerfinance.gov/es/quienes-somos/>
- Omarova, S., & Feibelman, A. (2009). Risks, Rules, and Institutions: A Process for Reforming Financial Regulation. *Cornell Law Faculty Publications*. (39), 881-930.
- Pablo Larraga, O. E. (2008). *Mercado de productos derivados: Futuros, forwards, opciones y productos estructurados*. Profit Editorial.
- Peery, G. (2012). *The Post-Reform Guide to Derivatives and Futures*. (I. John Wiley & Sons, Ed.) Nueva York: John Wiley & Sons.
- Peery, G. F. (2012). *Table Of Content Section The Post-Reform Guide to Derivatives and Futures*. (I. John Wiley & Sons, Ed.)
- Pérez, J., & Mariño, R. (s.f.). *Derivados OTC en Colombia: Un enfoque hacia la transparencia de los mercados financieros*. Obtenido de Autoregulador del mercado de valores: <http://www.amvcolombia.org.co/attachments/data/2014103195502.pdf>
- Periódico El País. (2008). *Lehman Brothers se declara en bancarrota*. Obtenido de Economía: https://elpais.com/economia/2008/09/15/actualidad/1221463973_850215.html
- Periódico Público. (2009). *La Gran Crisis Financiera: Causas y Consecuencias*. Obtenido de Actualidad: <http://www.publico.es/actualidad/gran-crisis-financiera-causas-y.html>
- Pineda, L. (2011). La crisis financiera de los Estados Unidos y la respuesta regulatoria internacional. *Revista Aequitas*. 1, 1, 129-214.
- Plan, S. G. (s.f.). *U.S Department of the treasury*. Obtenido de <https://www.treasury.gov/press-center/press-releases/Pages/tg18.aspx>

- Planeta Forex. (s.f.). *El Mercado de Derivados Financieros*. Obtenido de Opciones Binarias: <http://planetaforex.com/mercado-de-derivados-financieros-opciones-forwards-swaps-digital-contratos/>
- Presidencia de la República. (1971). Código de comercio. *Decreto 410*. Bogotá: Diario Oficial No. 33.339 del 16 de junio de 1971.
- Presidencia de la República. (2010). Decreto 2555. Bogotá: Diario Oficial 47771 de julio 15 de 2010.
- Rafael Morales-Arce Macías, A. S. (2010). *Primeras perspectivas de la crisis y cuestiones conexas*. Editorial UNED, 5/10/2010.
- Raghuram , R. (2005). *Has the financial development made the world riskier .*
- Real Academia de la Lengua Española. (s.f.). *Real Academia de la Lengua Española*. Obtenido de <http://dle.rae.es/?id=YJBepw>
- Real Academia Española. (s.f.). *Diccionario Esencial de la Real Academia Española*. (E. Calpe, Ed.) Madrid, España: Espasa Calpe, S.A.
- Regulation, S. B. (27 de 10 de 2011). *Financial Stability Board*. Obtenido de Financial Stability Board: http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_111027a.pdf?page_moved=1
- Reinhart , C., & Rogoff, K. (s.f.). Is the 2007 U.S. Sub-prime financial crisis so different? Lan international historical comparison. *National bureau of economic research*.
- Reinhart, C., & Kenneth, R. (2008). Is the 2007 U.S. Sub-prime financial crisis so different? Lan international historical comparison. *American Economic Review*. 98 (2), 339-344.

- Repossession. (s.f.). *businessdictionary*. Obtenido de
<http://www.businessdictionary.com/definition/repossession.html>
- Republica, B. d. (24 de 02 de 2017). Circular Reglamentaria Externa DODM - 144.
- Reserve, T. R. (s.f.). *Federal Reserve* . Obtenido de
<https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20090323b.htm>
- Risk Magazine, L. (Ed.). (2007). Risk. *Cornell University*.
- Risks, R. a. (s.f.). *Cornell Law Faculty Publications*. Obtenido de
<http://scholarship.law.cornell.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2491&context=facpub>
- Rodriguez, J. A. (s.f.). *Mercado de derivados y cobertura de riesgo para las empresas colombianas*. UAMF.
- Rodriguez, J. (s.f.). Mercado de derivados y cobertura de riesgo para las empresas colombianas. *UAMF. Boletín 15*.
- Rodríguez, S. (2009). *Contratos Bancarios su significación en América Latina*. Legis.
- Salido., L. P. (s.f.). internacional, La crisis financiera de Los Estados Unidos y la respuesta regulatoria. *Revista Aequitas., 1*.
- Segoviano, M., Jones, B., Lindner, P., & Blankenheim, J. (2013). *Securitization: Lessons Learned and the Road Ahead*. Nueva York: International Monetary Fund .
- Shiller, R. (2009). *El estallido de la burbuja: Cómo se llegó a la crisis y cómo salir de ella*. (Planeta, Ed.) Barcelona: Ediciones Gestión 2000.
- Shiller, R. (2012). *El estallido de la burbuja: Cómo se llegó a la crisis y cómo salir de ella*. (Planeta, Ed.)

- sombra, L. v. (19 de 2 de 2012). *Comisión Europea*. Obtenido de Comisión Europea:
http://ec.europa.eu/internal_market/bank/docs/shadow/green-paper_es.pdf
- Stiglitz, J. (2010). *Caída libre: El libre mercado y el hundimiento de la economía mundial*. (P. R. España., Ed.) Madrid: Penguin Random House Grupo Editorial España.
- Stiglitz, J. E. (2010). *Las claves para entender la nueva economía que emergerá de la crisis*. (P. R. España., Ed.)
- Superintendencia Financiera de Colombia. (2017). CDO-obligación garantizada con deuda, no se considera valor. Bogotá, Colombia.
- Superintendencia Financiera. (12 de 2007). Circular Externa 065. Expide, modifica y deroga proformas y/o formatos existentes en la Circular Básica Contable y Financiera, en el Título VI de la Circular Básica Jurídica y se dictan otras disposiciones. Bogotá.
- Superintendencia Financiera. (2015). Circular Externa 041 de 2015. *Circular básica contable financiera*. Bogotá.
- Superintendencia financiera de Colombia . (2016). *Concepto 2016054365-015*. Obtenido de CDO-obligación garantizada con deuda, no se considera valor :
https://www.superfinanciera.gov.co/jsp/loader.jsf?lServicio=Publicaciones&lTipo=publicaciones&lFuncion=loadContenidoPublicacion&id=10087123#_ftn5
- Superintendencia Financiera de Colombia. (1995). *Instrumentos financieros derivados y productos estructurados*. Bogotá.
- Superintendencia Financiera de Colombia. (2004). Concepto No. 2004006596-1. Abril 2 de 2004. *Banca de Inversión / Titularización / Sociedades Calificadoras de Valores*. Bogotá.

Superintendencia Financiera de Colombia. (2010). Decreto Único 2555 de 2010. Bogotá.

Superintendencia Financiera de Colombia. (2015). Circular externa 041 del 2015. Bogotá.

Superintendencia Financiera de Colombia. (2016). CDO-obligación garantizada con deuda, no se considera valor. Bogotá, Colombia.

Superintendencia Financiera de Colombia. (s.f.). *Capítulo XVIII - Instrumentos financieros de derivados y productos estructurados*. Obtenido de https://webcache.googleusercontent.com/search?q=cache:sSIUqK-Ch_0J:https://www.superfinanciera.gov.co/descargas%3Fcom%3Dinstitucional%26name%3DpubFile1000233%26downloadname%3Dcap18instrumentos.doc+&cd=1&hl=es-419&ct=clnk&gl=co

Term Asset-Backed Securities Loan Facility. (s.f.). *Federal Reserve*. Obtenido de <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/talf.htm>

Terminus Consulting. (2008). *Credit default swaps. Como funcionan* . (T. Consulting, Productor, & Terminus Consulting) Recuperado el 10 de 07 de 2017, de <https://www.youtube.com/watch?v=rQdGBxbrLjY>

The International Bar Association . (2010). *Task Force on the Financial Crisis Report: A survey of current regulatory trends*. Nueva York: IBA .

U.S. Department of the Treasury. (2009). *Secretary Geithner Introduces Financial Stability Plan*. Obtenido de Press Releases: <https://www.treasury.gov/press-center/press-releases/Pages/tg18.aspx>

Universitat de València. (s.f.). *Titulación de activos*. Obtenido de <https://www.uv.es/ecglez/albacete/tema%205/texto%20titulizacion%20para%20alumnos%20master%20albacete%2013-14.pdf>

- Varón, J., & Abella, G. (2013). *Derechos fiduciarios y mercado de valores : reflexiones frente a la normativa colombiana*. Bogotá, D.C.: Universidad de los Andes.
- Vásquez, L. C. (2008). Los derivados financieros desde una perspectiva jurídica . *Los derivados financieros desde una perspectiva jurídica* . (U. EAFIT, Ed.) Medellín.
- Vásquez, L., & Gómez, P. (2008). *Los derivados financieros desde una perspectiva jurídica*. Medellín.
- Velayos, V. (2015). *Apalancamiento financiero*. Obtenido de Definiciones:
<http://economipedia.com/definiciones/apalancamiento-financiero.html>
- Velero, V. M. (2017). *El discreto encanto del capitalismo: Análisis causal de la gran recesión y juicio moral de la economía de mercado de la posmodernidad*. Alicante: Universidad de Alicante.
- ventajas, t. c. (s.f.). *Bolsa Boliviana de Valores S.A* .
- Wallison, P. (2015). *Hidden in Plain Sight: What Really Caused the World's Worst Financial Crisis and Why It Could Happen Again*. (E. Books, Ed.) Nueva York: Kindle .
- Wallison, P. J. (s.f.). *Hidden in Plain Sight: What Really Caused the World's Worst Financial Crisis and Why It Could Happen Again*. (E. Books, Ed.)
- Webel, B., & Labonte, M. (2010). *Government Interventions in Response to financial Turmoil*. (C. R. Congress, Ed.) Nueva York: Congressional Research Service.
- Webel, B., & Labonte, M. (s.f.). *Government Interventions in Response to financial Turmoil*. (C. R. Congress, Ed.)
- Weinberg, J. (2015). *Federal Reserve Credit Programs During the Meltdown*. Obtenido de Essays: https://www.federalreservehistory.org/essays/fed_credit_programs

X-Trader. (2007). Futuros y Opciones. Obtenido de Opciones Exóticas: <http://www.x-trader.net/articulos/futuros-y-opciones/opciones-exoticas.html>