

UNIDAD DE VALOR REAL -LEY 546 DE 1999-

*José Alpiniano García Muñoz **

1. Antecedentes de la Unidad de Valor Real

Según expertos¹ hasta el año de 1972 “era casi un axioma en Colombia que el ahorro personal no estaba condicionado por la tasa de interés, pues en términos keynesianos se decía que dicho ahorro correspondía mas al motivo preocupación que al motivo especulación.” No obstante, agregan, un crecimiento en las tasas de interés del 4% al 8,5%, causó un incremento del 40% en los depósitos en cajas y secciones de ahorro.

El incremento en las tasas de interés que produjo tal elevación en el nivel de ahorro se logró, concluyen los mismos observadores, porque ciertas medidas tomadas en 1972 trajeron gran afluencia de ahorro al sistema financiero. Estas medidas están contenidas en los decretos 677 y 678 de 1972, que establecieron la Unidad de Poder Adquisitivo Constante UPAC.

Los decretos mencionados creaban un sistema que garantizaba “que el valor del dinero no se deteriorara en el tiempo, sea cual fuere el grado de inflación, ya que tiene reajuste periódico de acuerdo con el incremento del costo de vida”². Diversas modificaciones tuvo el sistema a lo largo de su historia sin que variase su esencia. Su

* Profesor Asociado en la Facultad de Derecho de la Universidad de La Sabana, Abogado y Filósofo por las Universidades de Caldas y Manizales. PDD del INALDE y candidato a doctor en Filosofía con la Universidad de Navarra. Jefe del Área de Derecho Privado en la Facultad de Derecho.

¹ ROSAS, Gabriel y SOTO, Luis Guillermo. El sistema de valor constante y las corporaciones de ahorro y vivienda. En: El mercado de capitales en Colombia. Tercer Mundo, Bogotá, 1974. P. 225.

² Op. cit. P. 221.

última formulación legal se consagró en el artículo 134 del decreto 663 de 1993: para efectos de conservar el valor constante de los recursos financieros estimados en UPAC, el valor de los créditos y depósitos recibidos por los intermediarios financieros “se reajustarán periódicamente de acuerdo con las fluctuaciones del poder adquisitivo de la moneda en el mercado interno, y los intereses pactados se liquidarán sobre el valor principal reajustado”.

1.1. Inflación, costo de vida o poder adquisitivo de la moneda

202 El *poder adquisitivo de la moneda o inflación* sería determinado por el Dane siguiendo los científicos criterios desarrollados por la economía matemática: selecciona de entre la infinita variedad de bienes y servicios consumidos, aquellos que considera son los más comúnmente consumidos por los agentes económicos [canasta de bienes]. Luego da a cada uno de ellos una valoración diversa según la importancia que tengan para los consumidores. Finalmente investiga el precio de tal canasta entre dos fechas y de esa forma halla la variación en el costo de vida. Se trata de una cifra que en matemáticas se conoce con el nombre de promedio ponderado.

Las graves consecuencias del uso de promedios en las ciencias económicas fueron denunciados por los austríacos³ hace varias décadas: [i] su preocupación principal, dicen, apunta a *las tendencias que afectan a todos los precios por igual, o al menos al mismo tiempo y en la misma dirección* [precios medios]; [ii] solo después de haber establecido una presunta relación causal entre los cambios en la cantidad de dinero y los precios medios es cuando se consideran los efectos sobre los precios relativos, [iii] existen *retrasos* entre los cambios en los distintos precios que esta forma de abordar el asunto no descubre, y [iv] los precios “son en realidad hechos históricos, que simplemente reflejan, lo que, en cierta ocasión y momento, bajo específicas circunstancias, aconteció”⁴, y nada hay que garantice la permanencia de tales circunstancias.

³ Cfr. HAYEK, Friedrich. *Precios y Producción*. Unión Editorial, Madrid, 1996. P. 27

⁴ MISES, Ludwig. *La acción humana*. Unión Editorial, Madrid, 1986. P. 326

1.2. La experiencia colombiana

El quantum de la inflación determinado por el Dane utilizando los complejos instrumentos matemáticos suministrados por las ciencias exactas, no solo sirvió para dar la razón a los austríacos sino para hacer colapsar al sistema: las cifras de inflación reveladas al desconocer la infinita diversidad de variaciones en los precios, consideraban que el poder adquisitivo del dinero afectaba por igual a los consumidores. De esta forma el reajuste de las acreencias en UPAC crecía a una tasa común, que no reparaba en la específica situación económica del deudor que en realidad dependía del incremento sufrido por su específica canasta de bienes consumida. Los deudores sufrían estas inconsistencias sin enterarse, como sigue ocurriendo hoy aún entre los expertos. Pero algo más grave aún vino a confirmar las tesis austríacas y a colapsar al sistema.

1.2.1. Inflación pasada versus mercado actualizado

El régimen se estableció con la finalidad esencial de orientar recursos hacia la construcción de vivienda: entidades financieras especializadas [CAVs] captaban recursos en dinero. Tales recursos se estimaban en UPAC, con lo cual periódicamente se incrementaba su valor dependiendo del monto de inflación calculado por el Dane. Sobre dicho valor, como se indicó antes, se pagaba una determinada tasa de interés. Posteriormente tales recursos eran colocados, también medidos en UPAC sobre la cual se liquidaban los intereses del préstamo respectivo.

203

Sucedió que en el mercado financiero, entidades diferentes a las CAVS y que competían con estas por el ahorro del público, empezaron a ofrecer a los ahorradores unas tasas de interés [DTF] cuyo monto superaba lo que el sistema UPAC reconocía por inflación más intereses. ¿Qué habría hecho Ud. amigo lector? Seguramente lo que hasta el filántropo más generoso hizo: depositar sus ahorros en aquellas entidades que ofrecían mayores rendimientos.

El justísimo comportamiento seguido hasta por los generosos filántropos hizo que los recursos no fluyeran hacia las CAVS, con lo cual la herramienta fundamental de la política de vivienda dejaba de

operar. El problema se hizo más grave aún si tenemos en cuenta que estas instituciones captaban ahorros casi a la vista y a corto plazo, mientras colocaban a largo plazo. ¿Cómo atender las exigencias de los ahorradores que demandaban sus depósitos a la “cuasi-vista”, por banqueros [CAVs] que no tenían con qué, dado que no estaban captando y sus colocaciones apenas le serían devueltas varios años después?. El UPAC calculado o reajustado con base en la inflación anunciada por el Dane estaba herido de muerte por no responder a las necesidades del mercado, esto es, ni siquiera satisfacía las apetencias económicas de los ahorradores filantrópicos y desprendidos.

204 Los mayores rendimientos [DTF] que las otras entidades ofrecían a los ahorradores correspondían a una tasa de interés de mercado, que por lo mismo ya tenía incorporado el monto de la inflación. En consecuencia no parece existir razón para que superase el monto del costo de vida más los intereses pagados en el sistema UPAC. Sin embargo otra cosa enseñaron los austríacos: el monto de la inflación calculado por el Dane, utilizando los complejos instrumentos suministrados por las ciencias exactas, *se basa en hechos históricos, que simplemente reflejan, lo que, en cierta ocasión y momento, bajo específicas circunstancias, aconteció*. Es decir, el monto en que se reajustaban los depósitos de los ahorradores en UPAC solo *reflejaba* o tenía en cuenta la variación de precios ocurrida en el pasado cuando se recopilaron los datos, no la que actualmente se estaba presentando y que se percibía claramente en la tasa de mercado DTF.

1.2.2. Se replantea la UPAC

No se requerían conocimientos económicos especiales o inteligencia superior para encontrar la solución: la tasa de crecimiento del UPAC no podía seguir atada a la *inflación pasada calculada por el Dane*. Era necesario relacionarla con la tasa de interés del mercado que por incorporar la *tasa de inflación actual*, era capaz de hacer competitivo al sistema de valor constante. Es lo que no comprenden los abogados puros, que entendiendo apenas el sentido gramatical de las fórmulas utilizadas por la ley, desconocen las realidades a que ella se refiere más aún cuando exigen conocimientos financieros y económicos especiales.

Desde la década de los noventa y atendiendo a las realidades descritas, el Derecho Económico nacional se empeñó en utilizar herramientas “para la determinación de los valores en moneda legal de la unidad de poder adquisitivo constante, UPAC, procurando que ésta también refleje los movimientos de la tasa de interés en la economía”. Fue lo que sabiamente consagró la ley 31 de 1992, orgánica del Banco de la República, en el artículo 16-f.

Tal era la situación cuando los deudores en UPAC se percataron que sus créditos requerían un reajuste ligado a los fenómenos económicos del día, y no a aquellos ocurridos varios meses atrás. ¿Qué camino tomamos a la final?⁵. Como “la Constitución establece el ‘derecho a vivienda digna’ como uno de los derechos sociales y económicos de los colombianos”⁶, estimamos que la realidad económica no estaba acorde con la gramática constitucional⁷ y por lo mismo era necesario cambiar aquella para que se adaptara a esta. En fin de cuentas, desde Comte aunque con espíritu formal-legalista propio, estamos acostumbrados a pensar, equivocadamente, que las leyes positivas pueden más que las realidades naturales. El movimiento se coronó con la ley 546 de 1999 que le cambió el nombre al sistema UPAC por el de UVR. 205

1.2.3. Una alternativa aún no probada⁸

Pensemos que al establecerse el sistema no se hubiese adscrito al Dane la función de calcular la tasa de inflación determinante del reajuste de la UPAC, y que, mejor, se hubiese autorizado a las entidades financieras operadoras del UPAC para que compitieran entre ellas, calculando la tasa de inflación a la que reajustarían sus captaciones y colocaciones.

⁵ El juicio que sobre el particular se contiene en el salvamento de voto a la sentencia C-383/99 de la Corte Constitucional de los HH. Magistrados CIFUENTES MUÑOZ y NARANJO MESA, es claro y acertado: se emprendió este camino, “tal vez bajo el halago de responder a una causa popular”.

⁶ CORTE CONSTITUCIONAL. Sentencia C-383 del 27 de mayo de 1999.

⁷ Cfr. CORTE CONSTITUCIONAL. Sentencia C-383 del 27 de mayo de 1999: “Semejante sistema para la financiación de vivienda, no resulta a juicio de la Corte adecuado para permitir la adquisición y conservación de la misma, como de manera expresa lo ordena el artículo 51 de la Carta en su inciso segundo, pues ello desborda, como es lógico, la capacidad de pago de los adquirentes de vivienda”. Consúltese en esta misma sentencia la discusión sobre el significado gramatical de la expresión “procurar” utilizada en el artículo 16-f de la ley 31 de 1992.

⁸ La propuesta no es original. Creo verla planteada en HAYEK, Friedrich. *La desnacionalización del Dinero*. Unión Editorial, Madrid, 1996. La primera edición es de 1978.

Seguramente cada entidad financiera habría segmentado su mercado, y dependiendo de los hábitos de consumo de sus tantas clientelas, habría determinado diversas canastas de bienes para efectos de calcular el reajuste de las diversas UPACs que de esta forma resultarían.

Es bastante factible que para ofrecer tasas de remuneración competitivas e impedir que hasta el mas desprendido y filantrópico ahorrador las abandonase, aquellas entidades financieras habrían desarrollado metodologías de cálculo que tuvieran en cuenta la variación de los precios que ocurría actualmente en el mercado, sin limitarse a considerar solamente los acontecimientos económicos que habían generado la inflación de semanas o meses atrás, como equivocadamente ocurre con las técnicas actualmente en uso.

206 Todo lo anterior habría resultado aún mejor si lo hubiésemos complementado con una herramienta adicional: para evitar abusos en una materia tan especializada, nada mejor que regular en forma prudente y completa unas especiales “acciones de clase,” que pudiesen ser ejercidas por cualquier persona en nombre de todas las que eventualmente llegaran a verse perjudicadas con la eventual actuación abusiva de una cualquiera de las entidades financieras operadoras con UPACs.

2. La Unidad de Valor Real

Al igual que su antecesora en sus orígenes, la UVR es una unidad para medir la pérdida de poder adquisitivo del dinero [inflación] que permite su actualización en término reales, “con base exclusivamente en la variación del índice de precios al consumidor” certificado por el Dane, prescribe el artículo 3° de la ley. El encabezado legal establece que la intención del legislador, al igual que ocurría con la UPAC, es la creación de instrumentos de ahorro destinados a la financiación de vivienda.

La actualización de unidades monetarias al índice de inflación solo requiere tres datos: [i] cantidad de unidades dinerarias a poner al día, [ii] tasa de inflación y [iii] tiempo para el que se va a realizar la actualización. Así, por ejemplo, suponiendo que en Ruritania la tasa de inflación entre el 1 de enero de 1930 y 1 de enero de 1932 fue del

50%, una unidad monetaria de principios de 1930 equivaldrá a 1,50 unidades monetarias de 1932. O de otra forma también puede expresarse lo mismo diciendo que una UVR o una UPAC equivalía, a principios de 1930 a \$1,00, mientras que a principios de 1932 equivale \$1,50. Bastante sencillo. ¿Verdad?

El artículo 17 de la ley es idéntico al antiguo 134 del Decreto 663 de 1993, que disponía idéntica cosa para la UPAC: sobre el monto que resulte de reajustar las unidades monetarias, se cobrará una tasa de interés en forma vencida. La diferencia de la nueva disposición es que prohíbe capitalizar tales intereses. Razones de naturaleza financiera, que no pretendo abordar ahora, harán que esta novedad inspirada en criterios de justicia constitucional⁹ incrementen el monto de los abonos periódicos que corresponderá hacer a los deudores, en unos porcentajes mas altos que los producidos con la excelente estrategia financiera de capitalizar intereses. Tal circunstancia, en contra de lo pretendido por la jurisprudencia constitucional, hará más gravosa la adquisición de vivienda para los colombianos¹⁰.

2.1. ¿Para qué una especial metodología?

207

Atendiendo a que el reajuste de las unidades monetarias a la inflación, esto es, la determinación del valor de la UPAC o de la UVR en un momento dado, es una operación tan simple como anteriormente se indicó, sorprende que el artículo 3º de la ley ordene al Conpes establecer una metodología para efectos de hallar el monto de dicho reajuste. La finalidad de tan sorprendente disposición está perfectamente manifiesta en los decretos 2703 de 1999 y 234 de 2000. El

⁹ Cfr. CORTE CONSTITUCIONAL. Sentencia C-747 del 6 de octubre de 1999: "... el equilibrio de las prestaciones entre la entidad crediticia prestamista y el deudor se altera en desmedro de este último, cuando a los intereses de la obligación se les capitaliza con elevación consecencial de la deuda liquidada de nuevo en unidades de poder adquisitivo constante que, a su turno, devengan nuevamente intereses que se traen, otra vez, a valor presente en Upac para que continúe produciendo nuevos intereses en forma indefinida, lo cual, como salta a la vista, quebranta, de manera ostensible el artículo 51 de la Constitución, pues, ello desborda la capacidad de pago de los adquirentes de vivienda".

¹⁰ Fue también lo que claramente previeron los HH. Magistrados CIFUENTES MUÑOZ y NARANJO MESA, en su excelente salvamento de voto en la sentencia C-383/99: "Si se eliminan los créditos con capitalización de intereses, muy pocas personas en el país podrán aspirar a adquirir vivienda financiable con créditos de largo plazo, ya que al tener que incluirse en cada cuota el pago de capital e intereses, los desembolsos serían tan elevados al comienzo que desbordarían la capacidad de pago de la mayoría de las personas".

estudio sistemáticos de tales estatutos me lleva a creer que difiere muy poco de la finalidad contenida en el artículo 16-f de la ley 31 de 1992, que permitía manipular las variables de la UPAC para adecuarla a las tasas de interés del mercado. La diferencia radica en que la nueva disposición permite una discrecionalidad que la antigua no comportaba.

El decreto 2703 de 1999, expedido días después de aprobada la ley 546, ordena que para el cómputo del valor de la UVR se tenga en cuenta la variación mensual “del índice de precios al consumidor [inflación] durante *el mes calendario inmediatamente anterior* al mes del inicio del período de cálculo”. ¿Qué razones tuvo el Conpes para considerar que esta era la tasa de inflación determinante del valor de la UVR y no la de los dos, cuatro, veinticuatro, treinta y seis u ochenta meses anteriores?. También: ¿por qué el valor de la UVR debe estimarse mensualmente y no cada día, semana, decena o quincena?. La respuesta, insisto, está en la misma finalidad que inspiró el artículo 16-f de la ley 31 de 1992, inexequible por sentencia de la Corte Constitucional¹¹.

208

Evidentemente: como no se trata de una nueva forma de abordar el reajuste por inflación de las deudas, sino de establecer lo mismo que en sus orígenes regía para la UPAC, los autores de la ley 546 de 1999 tuvieron la prudencia de preservar la facultad de establecer nuevos procedimientos que teniendo en cuenta la inflación certificada por el Dane, adecue el valor de la UVR a las circunstancias que el momento requiera. ¿Cuáles serán las circunstancias que exijan una eventual revisión metodológica?. Las mismas que en su momento hicieron que la UPAC no fuera competitiva en el mercado, y que obligaron al Banco de la República a sujetarla a la tasa de interés competitiva que regía en la realidad económica, tal como lo prescribía el artículo 16-f de la ley 31 de 1992 declarado inconstitucional por la Corte.

Piense, por ejemplo, que la tasa de inflación pasada ha sido muy baja y las expectativas indican que la futura será muy alta. La “metodología

¹¹ CORTE CONSTITUCIONAL. Sentencia C-383 del 27 de mayo de 1999.

del Conpes”, movida por los intereses de quienes desean una tasa de captación de UVRs capaz de competir con la DTF, podrá disponer que la UVR se calcule diaria, semanal o quincenalmente con base en la mayor tasa de inflación del día, mes, año, década, quinquenio o centuria anterior que resulte más adecuada a los fines buscados. Es claro que desde este punto de vista la nueva disposición permitirá lo mismo que el artículo 16-f declarado inconstitucional.

Pero es que este artículo 3° de la ley 546 de 1999 contiene un grave defecto que su antecesor no entrañaba: otorga al gobierno odiosas facultades discrecionales que afectan gravemente la estabilidad legislativa, esencial a una sana actividad económica. Ocurre que si por ejemplo en la hipótesis descrita antes, lo que desea el Conpes no es adecuar la tasa de reajuste de la UVR a las tasas de interés del mercado, sino atender los intereses de quienes pretenden que en el futuro la UVR suba a un ritmo menor al requerido para adecuarla a las cambiantes condiciones del mercado, o simplemente que no ofrezca rendimientos capaces de competir con la DTF, podrá adoptar una metodología que tenga en cuenta la menor tasa de inflación del día, semana, quincena, mes, año, década o centuria que mejor se adecue a la finalidad pretendida.

209

Que las cosas son como las he descrito lo confirma el decreto 234 de 2000, expedido semanas después del decreto 2703 de 1999: queriendo ocultarlo por las razones que mas adelante indico, su artículo 1° reforma lo que se había dispuesto días antes, al ordenar que para efectos de computar el valor de la UVR no se tendría en cuenta la tasa de inflación del *mes calendario inmediatamente anterior*, sino la tasa de “inflación registrada *durante los doce meses inmediatamente anteriores*”. ¿Por qué este cambio de parecer?. La razón última está en la molesta discrecionalidad otorgada al gobierno por la ley 546/99 para el establecimiento de los criterios que cuantifican la UVR. La razón próxima radica en el deseo de complacer a un grupo de presión determinado:

Según el Dane¹² para 1999 la tasa de inflación en Colombia fue del 9,23%, lo que indica que entre enero y diciembre el promedio

¹² DEPARTAMENTO NACIONAL DE ESTADÍSTICA. Estadísticas: Índices de precios al consumidor [Variaciones porcentuales] 2000. www.dane.gov.co, junio 3 de 2000.

mensual fue del 0,77%. Para enero de 2000 esta tasa se ubicó en 1,29%. Si bien esta última cifra superaba el promedio mensual del año inmediatamente anterior, era inferior a la registrada en enero de 1999 [2,21%], por lo que con optimismo podía observarse un promedio mensual de 0.69% entre febrero de 1999 y enero de 2000, inferior al promedio de todo 1999. A mediados de febrero de 2000 las cosas empezaban a contrariar las expectativas optimistas: de hecho la inflación del mes fue del 2,30%, la mas alta desde mayo de 1998, esto es, desde veintiún meses atrás. ¿Sería acaso que la inflación estaba recuperando su tendencia alcista?

210 Si después de veintiún meses de control la inflación se estaba saliendo nuevamente de madre, las implicaciones económicas para los deudores en UVRs serían graves: para marzo la tasa de reajuste de sus deudas sería mucho mayor que lo esperado, dado que siguiendo la metodología del Conpes establecida en el decreto 2703/99, habría de efectuarse con base en la alta inflación de febrero. Si las cosas seguían como pintaban, esto es, con la inflación salida de control, en marzo la inflación sería aún mayor y por lo mismo en abril la tasa de reajuste de la UVR también crecería aún mas. Entretanto los deudores en UPACs y UVRs se organizaban en asociaciones capaces hasta de adoptar la “cultura del no pago”. El reajuste esperado podía convertirse en la gota que rebozara cierta copa.

¿Qué hizo el gobierno?: atender a los intereses de los deudores organizados. Para el efecto hizo uso de sus facultades discrecionales¹³ y permitió que para marzo de 2000 el porcentaje de reajuste de las infinitas deudas en UVRs no tuviera en cuenta el 2,30% correspondiente a la inflación de febrero, tal como lo ordenaba la metodología del Conpes establecida en diciembre de 1999 a través del decreto 2703, sino tan solo el 0,74% correspondiente al promedio mensual de la “registrada durante los doce meses inmediatamente anteriores”, tal como lo ordenó el 15 de febrero de 2000 en el decreto 234.

Las anteriores experiencias, a tan solo dos meses de haberse adoptado el sistema, están mostrando las nocivas consecuencias de la

¹³ Aparentemente el gobierno trató de mostrar que no estaba reformando la metodología del Conpes por las razones que más adelante abordo.

discrecionalidad gubernamental permitida por la ley 546/99, al otorgarle al gobierno, a través del Conpes, la facultad de establecer la metodología para cuantificar la UV R¹⁴. ¿En favor de qué gremios organizados se utilizarán en el futuro? ¿Existe alguna garantía de que se usarán en aras del bien común y no de quienes desarrollen el lobby más eficaz?. El artículo 16-f de la ley 31/92 garantizaba una mayor transparencia y estabilidad: de antemano se sabía que siempre la metodología adoptada procuraría que la tasa de reajuste de la UVR “refleje los movimientos de la tasa de interés en la economía”.

2.2. Habrá huida de los depósitos en UVRs

La nueva ley establece que cuando se modifique la metodología para cuantificar la UVR y por lo mismo varíe su estimación en unidades monetarias, “esta modificación no afectará los contratos ya suscritos”. Es decir el reajuste del crédito concedido se registrará siempre por la metodología existente al momento de pactarse. Con la expedición del decreto 234/2000, al que me referí anteriormente, el gobierno hizo gala de cierto malabarismo jurídico¹⁵ buscando evitar que esta disposición tuviese cumplido efecto. Evidentemente: si a mediados de febrero se entiende reformada la fórmula del Conpes de diciembre, la infinidad de créditos vigentes a 15 de febrero, fecha del decreto 234/2000, se reajustarían con base en la inflación de febrero [2,30%] y no con la del promedio mensual del año anterior [0,74%].

211

Me interesa ahora examinar las consecuencias económicas que pueden derivarse de esta disposición, que no se presentaron con ocasión de la reforma introducida por el gobierno en el mes de febrero, esencialmente porque debido al monto tan bajo que para la época registraba la DTF, no parecen haber representado ningún peligro grave para el sistema de la UVR. Piense en la siguiente hipótesis:

¹⁴ Todo esto sin considerar la oportunidad que sin duda será aprovechada por la corrupción vergonzante que aqueja a nuestro país.

¹⁵ El decreto 234/2000 dice reglamentar el artículo 64 de la ley 45/90 que no parece requerir reglamentación alguna, menos aún en los términos que lo hace. Esta última disposición dice que para efectos de cuantificar el monto máximo de intereses que es permitido cobrar “la corrección monetaria... se computará como interés”. El gobierno quiso dar a entender que no estaba reformando la metodología adoptada semanas antes por el Conpes, porque de lo contrario no habría logrado su propósito de acoger los intereses de los deudores organizados, dado que las entidades financieras habrían podido alegar en su favor la cláusula de la ley por virtud de la cual la nueva metodología no se aplicaría a los créditos vigentes. La opinión pública entendió lo que realmente estaba sucediendo, tal como lo registran los periódicos y revistas nacionales de mediados de febrero. Hasta ahora parecería que el sector financiero ha preferido no azuzar el malestar de los deudores organizados.

Una entidad financiera prestó UVRs en un momento en que el reajuste del crédito mas los intereses implicaban un crecimiento del 10%. Lógicamente sus tasas de captación eran inferiores a tal 10%. Si al variar la metodología resulta que la tasa de crecimiento futura será del 15% con miras a que la UVR se adapte a las condiciones del mercado [DTF], es obvio que también las captaciones de esta entidad habrán de adaptarse a dichas condiciones para poder ofrecer tasas competitivas que le permitan mantener su operación. Dicho en pocas palabras: la entidad que opera con UVRs habrá de aumentar su tasa de captación.

Las nuevas captaciones a tasas mas altas, en parte, se destinarán a continuar con las operaciones de colocación también a tasas mas altas; en parte [y aquí está el problema], tales captaciones a tasas mas altas servirán para atender las exigibilidades de los clientes que en el pasado suministraron los recursos que colocó a tasas mas bajas¹⁶. Esta segunda parte, claramente se ve del ejemplo, estará comportando un diferencial negativo o pérdida para le entidad financiera. ¿Cómo la enjugará?:

212

Suponiendo que no hará lobby para intentar una medida legal que obligue a reinterpretar o reformar la disposición, su estrategia consistirá en incrementar la tasa de captación en un monto inferior al que se reajustarán los créditos que colocará a partir de la nueva metodología del Conpes. De esta forma cubrirá algo del diferencial negativo, que resulta de destinar parte de la más costosa captación actual a atender las exigibilidades de los ahorradores que financiaron colocaciones pasadas mas baratas. No importa dirán algunos: se está obligando al parasitario rentista a que asuma tales costos¹⁷. En últimas la medida consistiría en ofrecer tasas de interés menores a los ahorradores. Tal estrategia está condenada al fracaso: no habrá forma de cargar tales costos al rentista o ahorrador.

¹⁶ Es consecuencia del desfase que se presenta debido a que capta a la vista y a corto plazo, mientras coloca a largo plazo.

¹⁷ KEYNES, Jhon. Maynard. Teoría General de la ocupación, el interés y el dinero. FCE, Méjico, 1983. P. 331: "será una gran ventaja en el orden de los acontecimientos que definiendo, que la eutanasia del rentista, del inversionista que no tiene ninguna misión, no será algo repentino, sino una continuación gradual aunque prolongada de lo que hemos visto recientemente en Gran Bretaña, y no necesitará de un movimiento revolucionario"

Evidentemente: en el mercado hay otras entidades [colocadoras de recursos a corto plazo] que por estar en mejores condiciones de adaptarse a las cambiantes condiciones del mercado, precisamente establecen la tasa de rentabilidad básica más alta, que obliga a la revisión de la metodología. Esto es, las entidades que captan al DTF ofrecerán tasas de rendimiento competitivas o de mercado, que por lo mismo ya incorporan la tasa de inflación actual. Más simple aún: en el mercado operan entidades que ofrecerán tasas de rendimiento superiores a las que podrían estar ofreciendo las que operan con UVRs. Terminará pasando lo mismo que con la UPAC: hasta el más desprendido de los filántropos retirará sus recursos de las entidades que operan con UVRs y las depositará en las que ofrecen la DTF.

¿Qué se hará para la fecha?. Adaptarnos a la realidad de los hechos económicos derogando la prohibición de reajustar la tasa de interés de las colocaciones pasadas; usar la discrecionalidad permitida por la ley y manipular la metodología del Conpes, estableciendo, por ejemplo, una UVR para la captación y otra para la colocación, o, simplemente apelar al expediente más sencillo, esto es, continuar con medidas demagógicas. Lo único previsible por los agentes económicos y empresariales al diseñar sus estrategias, es que el gobierno podrá hacerlas fracasar, cambiando arbitrariamente las reglas de juego en beneficio del grupo que esté en condiciones de ejercer mayor presión. ¿Resulta esto conveniente para el buen funcionamiento de la economía?

213

2.3. Las dos primeras alternativas

La ley parece no ignorar las anteriores consecuencias, por el contrario quiere sortearlas proponiendo algunas alternativas que enfrenten la escasez de recursos que, ya se ve, afectará en algún momento al sistema UVR. Antes de entrar en el análisis de estas propuestas debo aclarar una impropiedad legal contenida en el artículo primero de la ley.

El párrafo de este artículo primero se refiere a las entidades que pueden operar con UVRs mandado que “*cualquiera otra entidad diferente* de los establecimientos de crédito, podrán otorgar cré-

ditos de vivienda denominados [...] en unidades de valor real, UVR”. La redacción está excluyendo a los establecimientos de crédito. No obstante los artículos 9 y 10 de la misma ley, están facultando a estos mismos *establecimientos de crédito* para realizar las especialísimas operaciones de captación en UVRs que “tendrán como finalidad exclusiva cumplir contratos de crédito”. La exclusión del artículo primero es un simple error de redacción imperdonable en la sintaxis legislativa.

2.3.1. Crece espectro de entidades autorizadas

214 A diferencia del anterior sistema de valor constante que solo permitía a un tipo de establecimientos de crédito [Corporaciones de Ahorro y Vivienda] operar con UPACs, el nuevo sistema amplía el espectro de entidades financieras que pueden captar y colocar recursos en UVRs. Podrán hacerlo, “las entidades del sector solidario, las asociaciones mutualistas de ahorro y crédito, las cooperativas financieras, los fondos de empleados, el Fondo Nacional del Ahorro”, de conformidad con el artículo 1 de la ley 546 de 1999, y los establecimientos de crédito según artículo 9 de la misma ley. Es decir, los bancos, corporaciones financieras, corporaciones de ahorro y vivienda y compañías de financiamiento comercial.

No cabe duda que al aumentar el número de entidades autorizadas para operar con UVRs se fomentará la competencia y con ello la capacidad creadora de estos agentes económicos. Es probable que con el tiempo esta medida conduzca a alguna mejoría en la eficiencia de esta parte del sector financiero, que se traducirá en alguna disminución de sus costos de operación. Como la experiencia demuestra que tales mejoras son rápidamente incorporadas por las demás entidades del sector, lo que puede suceder es algún general aumento en la eficiencia de todas las entidades financieras, que beneficiará no sólo a quienes contraen deudas en UVRs para la financiación de vivienda, sino también a aquellos que las han contratado en pesos para adquirir bienes de consumo.

Ahora bien, como dentro del negocio del nuevo grupo de entidades autorizadas para operar con UVRs financiando viviendas, tam-

bién se comprende la captación de recursos para colocarlos en otros sectores de la economía, no cabe duda que una buena gestión dirigirá las captaciones hacia los sectores empresariales que permiten obtener tasas de rendimiento mas altas, acordes con las cambiantes condiciones del mercado. De esta forma los recursos saldrán del sistema UVR para la financiación de vivienda y se dirigirán hacia otros mercados para financiar bienes y servicios de naturaleza y demanda diferentes.

2.3.2. Leve tendencia a la multibanca

El artículo 5 de la ley elimina las Corporaciones de Ahorro y Vivienda al convertirlas en bancos comerciales, a partir de la vigencia del nuevo estatuto. Tal cambio, en términos del negocio financiero, no está otorgando a dichas entidades ninguna competencia nueva que sea importante, a más de obligarlas a tomar las medidas necesarias para adecuarse a las mayores exigencias establecidas por la ley para operar como tales.

En virtud de tal conversión dichas entidades podrían captar del público en general depósitos a la vista. Es lo que sin necesidad alguna indica el artículo 8° de la ley. Estarían accediendo a recursos que tienen costos infinitamente menores, en atención a que no tienen tasa de captación y generan ingresos adicionales por la prestación de los servicios financieros que llevan incorporados [chequeras, consultas y retiros electrónicos, etc.]. Nada nuevo contiene esto: desde 1993 buscando mejorar la rentabilidad de estas instituciones, lesionada por la falta de competitividad de la UPAC, el artículo 4° del Decreto 915 de aquel año les autorizó para realizar este tipo de captaciones. No sin sorpresa debe aceptarse lo que la experiencia reciente enseña: la medida no fue suficiente para salvar al sistema UPAC mejorando la rentabilidad de las CAVs.

215

No solo la experiencia debe hacernos desconfiar de esta segunda estrategia. La globalización está generando un tipo de consumidor conocedor de muy diversas alternativas. Tal conocimiento está exigiendo que las empresas nacionales rediseñen sus productos para adecuarse a ciertos estándares internacionales. En el sector financie-

ro colombiano, en concreto, ya han aparecido sistemas que ofrecen alguna remuneración a los depósitos a la vista. Si bien es cierto que a pesar de ello siguen siendo una fuente barata de recursos, la posibilidad de maniobrar con ellos a fin de cubrir pérdidas originadas en otras operaciones está disminuyendo

Pero hay mas: los nuevos bancos en que devendrán las Corporaciones de Ahorro y Vivienda, podrán realizar todo un mayor conjunto de operaciones de colocación a corto plazo, que por lo mismo estarán en condiciones de adecuarse en mayor medida a las cambiantes condiciones del mercado. No cabe duda que su mejor rentabilidad, terminará por absorber recursos del sistema UVR, ya porque prudentes banqueros decidan aumentar la participación de captaciones y colocaciones en dicho mercado, ya porque hasta el mas desprendido de los filántropos decida retirar sus ahorros en UVRs para aprovechar las mayores tasas de captación de este mercado.

3. Nuevas fuentes de recursos para el sistema UVR

216 Además de la ampliación del grupo de entidades financieras autorizadas para indexar sus operaciones y a la leve desregulación con tendencia a la multibanca, el nuevo sistema UVR permite la utilización de dos nuevos instrumentos de captación de recursos, con miras sin duda, a evitar su escasez producida por las inviolables leyes del mercado. Tales son los llamados bonos hipotecarios y la titularización. Unos y otra contienen novísimas y equívocas reglamentaciones, que en el inmediato futuro aguzarán la inteligencia de intérpretes y la creatividad de financistas.

3.1. Bonos hipotecarios

Son títulos-valores que literalizan el derecho a exigir sumas determinadas de dinero, y que el artículo 9º de la ley autoriza emitir a los establecimientos de crédito, esto es, bancos, corporaciones financieras, corporaciones de ahorro y vivienda, compañías de financiamiento comercial y cooperativas financieras.

El artículo 9º mencionado antes, contrarresta la tendencia a la

multibanca del artículo 1º, dado que a diferencia de éste restringe la capacidad captadora de las entidades que pueden operar con UVRs. ¿La razón? Seguramente los autores de la ley estimaron que las entidades del sector solidario, las asociaciones mutualistas de ahorro y crédito, las cooperativas financieras y los fondos de empleados no ofrecían suficiente confianza para permitirles tal operación. O simplemente que por tratarse de “entidades cerradas”, es decir, que esencialmente prestan servicios a sus afiliados y no al público en general, era “inequitativo” permitirles acceder al ahorro del público en general.

3.1.1. Destino y rendimientos de los recursos captados

De conformidad con el numeral 2 del artículo 9º los recursos financieros que se capten con tales bonos “tendrán como finalidad exclusiva” su colocación para la construcción de vivienda y para su financiación a largo plazo. El numeral siguiente ordena que tales operaciones de colocación se garanticen con hipotecas de primer grado. En tales casos la hipoteca no podrá garantizar ningún otro crédito diferente al obtenido para la construcción o financiación de la vivienda, ordena el numeral 3 de la misma disposición.

217

Los recursos captados con estos bonos podrán destinarse a colocar recursos denominados en pesos o en UVRs según prescribe el párrafo del artículo 17. La tasa de interés que se cobre en uno u otro caso “será fija durante toda la vigencia del crédito” según el numeral 2 y el párrafo del mencionado artículo 17. Los créditos así otorgados podrán prepagarse total o parcialmente en cualquier momento y sin penalidad alguna, sigue diciendo el mismo artículo en el numeral 8.

La experiencia reciente¹⁸ demuestra que el éxito en la colocación de los títulos-valores como los que me ocupan, exige que el rendimiento ofrecido, como mínimo, no sea inferior a la tasa DTF que es la básica o de referencia en el mercado financiero colombiano. En caso

18 Cfr. SUPERINTENDENCIA DE VALORES. Ofertas de inscripción automática –entidades financieras–, años 1997, 1998, 1999. Además: Informe de labores, segundo semestre 1995 – primer semestre de 1996. P. 36.

de no cumplir esta condición, el título no será competitivo y por lo mismo no será adquirido ni por el más desprendido de los filántropos. En esta clase de títulos se entiende que el rendimiento está constituido por la tasa a que se incremente el valor nominal del bono para adecuarse a la inflación, más los intereses que se paguen sobre tal valor reajustado.

Piense en lo que puede pasar: una entidad emite bonos hipotecarios competitivos¹⁹ con un rendimiento [tasa de reajuste a la inflación más tasa de interés variable] que permite una rentabilidad equivalente a la tasa DTF del mercado al momento de la emisión. Los recursos así captados los coloca a la misma tasa de reajuste a la inflación, más una tasa de interés, lógicamente superior, pero fija. Durante la vigencia de los créditos sube la tasa DTF del mercado y por lo mismo el rendimiento que debe pagarse a los tenedores.

218 Como la tasa de interés de los créditos otorgados con los recursos captados con los bonos es fija, y por lo mismo no puede variarse a fin de adecuarla a las condiciones cambiantes del mercado, ocurrirá que los ingresos obtenidos por los pagos de los usuarios del crédito, serán inferiores a los pagos que han de hacerse a los tenedores de bonos hipotecarios. ¿El resultado final?: la entidad emisora de los bonos hipotecarios, o los tenedores de los mismos, según sea la solución que se de al problema que se planteará más adelante, recibirán una suma de dinero menor a la que inicialmente esperaban.

3.1.2. Las garantías en el Derecho actual

El mundo jurídico moderno conoce diversos tipos de garantías: las reales²⁰ como la prenda y la hipoteca que afectan ciertos bienes muebles e inmuebles al pago de una determinada obligación, de forma tal que el acreedor puede pedir su venta forzosa para que con el producto se pague la acreencia. Las personales²¹ como la fianza, el aval y la solidaridad que otorgan al acreedor el derecho a exigir el pago de uno o varios deudores adicionales.

¹⁹ Con esto quiero expresar que la tasa de interés sobre la UVR reajustada, se ha calculado buscando que el bono genere un rendimiento similar a la variable DTF, cualquiera sea su monto en el mercado en cualquier momento.

²⁰ CODIGO CIVIL COLOMBIANO. Arts. 2422, 2432 y 2448

²¹ Op. Cit. Arts. 1568 y 2361.

Al lado de estas garantías existe otra bastante similar a la prenda y a la hipoteca, por virtud de la cual una persona llamada fideicomitente, transfiere el dominio de uno o varios de sus bienes, a otra llamada fiduciaria con el fin de afectarlos al pago de una o varias obligaciones determinadas²². Se le conoce con el nombre de fiducia. En virtud de esta especie de garantía, el fiduciario queda facultado para liquidar el valor de los bienes a fin de atender el pago de las acreencias garantizadas.

Cuando la obligación contraída carece de garantías quiere decir que el acreedor no podrá exigir el pago exigiendo que se utilicen los bienes especialmente prendados, hipotecados, entregados en fiducia, o constitutivos del patrimonio del fiador o deudor solidario. En tales casos, solo cuenta con la llamada garantía general²³ que consiste en que podrá hacerse pagar con el producto de la venta de cualquier activo del deudor, que no se haya prendado, hipotecado o entregado en fiducia. El problema, en estos casos, aparece cuando el deudor carece de activos suficientes para pagar las acreencias contraídas. La única solución posible consiste en liquidar el patrimonio del deudor y pagar las diversas acreencias, reduciéndolas todas y cada una de ellas, en el porcentaje necesario para igualarlas al monto de los activos liquidados²⁴. 219

En estos eventos de liquidación por incapacidad para pagar los pasivos, la ley ha establecido desde antaño los llamados *privilegios*²⁵ que permiten a ciertos acreedores ser pagados con antelación o preferencia a otros, de forma tal que en ocasiones no sufrirán ninguna disminución en el monto de sus acreencias, o por lo menos será inferior a aquel en que se disminuirían si no contaran con el tal privilegio de pago.

3.1.3. Garantía especial de los bonos hipotecarios

Todo lo anterior porque los numerales 4 y 6 del artículo 9 en unión con el artículo 10, establecen, por lo menos, novísima

22 Cfr. SUPERINTENDENCIA BANCARIA. Circular básica jurídica. Legis, Bogotá. P. 179

23 CODIGO CIVIL COLOMBIANO. Art. 2488.

24 Op. Cit. Art. 2492.

25 Ibídem. Arts. 2493 a 2504.

reglamentación que recogiendo atributos de diversas garantías consagradas por los estatutos legales existentes, los enmaraña en una sola institución dando origen a una nueva garantía.

3.1.3.1. Nueva modalidad de patrimonio autónomo

Conforme con el numeral 1º del artículo 10, en caso de ocurrir la liquidación forzosa de la entidad financiera emisora de los bonos, los créditos financiados con los recursos provenientes de tales bonos, “como los recursos recaudados para aplicar a los mismos y las garantías o derechos que los amparen o respalden, *pertenecen a los tenedores de los bonos y no a la entidad en liquidación*”. Remachando al final del mismo inciso que en tal caso “los créditos hipotecarios que respaldan los bonos, no constituirán prenda general de los acreedores” del deudor de los bonos. Estos efectos son similares a los prescritos en las normas legales del código de comercio colombiano para el caso de los patrimonios autónomos constituidos mediante fiducia.

220 Estimo que se ha creado una nueva modalidad de patrimonio autónomo, que se constituirá en forma diversa a la ya tradicional consagrada en el artículo 1.2.4.1. de la resolución 400/95 de la Supervalores y a los artículos 1226 y siguientes del C.Co.C. Evidentemente: según la forma tradicional de la resolución 400/95, antes de emitirse los bonos deberá constituirse un patrimonio autónomo mediante la celebración de un contrato de fiducia, para el que es esencial la transferencia de bienes, o cosas valorables económicamente, a una entidad fiduciaria. Realizada tal transferencia, prescriben los artículos 1223 y 1228 C.Co.C., se genera el patrimonio autónomo, esto es, un conjunto de bienes o derechos, que solo garantizan “las obligaciones contraídas en el cumplimiento de la finalidad perseguida” con el contrato de fiducia.

El nuevo patrimonio autónomo creado por los artículos 9 y 10 de la ley 546 de 1999, difiere sustancialmente del tradicional, en que no requiere de la celebración del contrato de fiducia. Esto resulta claro del numeral 6º del artículo 9, que ordena a la Superintendencia Bancaria establecer mecanismos que permitan un “adecuado conocimiento del público sobre el valor de aquella parte de los activos, que *no obs-*

tante figurar en el balance de los establecimientos de crédito, no forman parte de la prenda general de los acreedores de los mismos”. Se refiere la disposición a los créditos otorgados con los recursos captados con los bonos de vivienda emitidos. Si tales activos siguen figurando *en el balance de los establecimientos de crédito* emisores de los bonos, es porque no han sido transferidos, y por lo mismo por parte alguna se ha cumplido con este requisito esencial del contrato de fiducia.

Ahora bien, que se ha constituido un patrimonio autónomo por la sola emisión de los tales bonos de vivienda, resulta además, de otras circunstancias prescritas por la ley:

De una parte, la *asamblea general de tenedores de bonos* que menciona el numeral 3 del artículo 10, para otorgarle las mismas facultades que tiene tal organismo en los casos de los tradicionales patrimonios autónomos constituidos en virtud de la fiducia para la emisión de bonos. También de la prohibición de vender o ceder tales créditos impuesta a la entidad emisora por el numeral 4 del artículo 9º, que a la postre está indicando que ya no es ella la titular de tales activos sino el patrimonio autónomo a que me estoy refiriendo.

221

El carácter de patrimonio autónomo se ve mas claro aún, si miramos los numerales 4 inciso 2º y 5 del artículo 9. Tales disposiciones están expresando que los créditos financiados con los bonos emitidos y estos mismos [el patrimonio autónomo], son objeto de una simple *administración y gestión* que al principio corresponde a la entidad emisora, pero que podrá delegarse en otra diferente, mediante la celebración de un especial contrato que comportará para la entidad emisora ceder los créditos respectivos, y para la nueva entidad asumir “la obligación de pagar los bonos”. También podrá presentarse tal sustitución de la persona jurídica encargada de la *administración y gestión*, cuando la asamblea general de tenedores de bonos lo decida en el trámite para la liquidación del emisor, según lo permite el numeral 3 del artículo 10.

Lo anteriormente indicado es idéntico a lo que sucede cuando en un contrato de fiducia se sustituye o remueve al fiduciario. Pero el

asunto es más claro aún: el mismo numeral 3° del artículo 10 está prescribiendo que la entidad que asume la obligación de pagar los bonos, en virtud de la decisión de la asamblea general de tenedores de bonos, podrá ser “otro establecimiento de crédito o *una sociedad fiduciaria en su calidad de administradora de patrimonios autónomos.*”

3.1.3.2. Derechos de los tenedores - Extinción del patrimonio autónomo

222 El inciso 1 del artículo 10 contiene infortunada redacción al expresar que en caso de liquidación del deudor de los bonos, los créditos financiados con los bonos, fondos recaudados y demás garantías “*pertenecen a los tenedores de los bonos*”. ¿En qué casos los activos del patrimonio autónomo pertenecen a quienes permitieron su constitución, esto es, a los inversionistas? ¡En ninguno! Tales activos pertenecen al patrimonio autónomo, y los inversionistas sólo tienen un derecho parecido al de cualquier acreedor externo cuando los títulos emitidos son de contenido crediticio, o a los de un accionista cuando se han emitido títulos-valores corporativos o de participación.

Si los tales derechos *pertenecen a los tenedores de bonos* lo que se estableció con la ley 546 de 1999 fue una comunidad “de una cosa universal” regulada por los artículos 2322 C.C.C. Me niego a creer que el legislador haya pretendido reglamentar una operación exclusiva de los tiempos modernos, como es a la que se está refiriendo, apelando a caducas e inconsistentes regulaciones que entorpecerían gravemente el normal desarrollo del negocio financiero. Estimo que se trata de un imperdonable lapsus, que demuestra un alto grado de ignorancia respecto de la naturaleza jurídica de aquello a que se estaba refiriendo.

En caso de liquidación de la entidad deudora de los bonos, la asamblea general de tenedores de bonos no solo está facultada para decidir la remoción del administrador del patrimonio autónomo, sino para solicitar la venta de los activos constitutivos del patrimonio a fin de que se paguen sus acreencias literalizadas en los bonos. Es lo preceptuado en los incisos 3 y 4 del artículo 10.

El parágrafo primero del artículo 10 contiene una disposición que contraría la naturaleza de los patrimonios autónomos, aunque participa de cierta tesis que la Superintendencia Bancaria estableció desde hace varios años²⁶. Conforme a tal mandato los activos constitutivos del patrimonio autónomo se reintegrarán al patrimonio del deudor, a fin de que entren a formar parte de la “masa de la liquidación”, si dentro de los noventa días siguientes [seguramente contados desde el momento en que “se decida liquidar” a la entidad deudora de los bonos], la asamblea general de tenedores de bonos no ha decidido la remoción del administrador o la venta de los activos. En tal evento los tenedores de bonos concurrirán, en el pago de sus acreencias, con los demás acreedores del deudor-emisor o sustituto.

3.1.3.3. El deudor de los bonos hipotecarios

Ahora bien: ¿Quién es el deudor de los bonos hipotecarios emitidos?. Tratándose de patrimonios autónomos constituidos mediante contrato de fiducia con la finalidad de emitir bonos, bien puede ser el constituyente del patrimonio [en este caso el establecimiento de crédito], o el patrimonio autónomo mismo. En el primer caso el patrimonio constituido es tan solo una garantía, que faculta a los acreedores para pedir a la fiduciaria la venta de tales activos para el pago de las deudas, y en caso de insuficiencia perseguir el faltante sobre los activos del constituyente. En el segundo los acreedores están en una situación similar a la de los accionistas: si los activos alcanzan para atender el pago nada perderán, pero si son insuficientes asumirán la pérdida en proporción a sus derechos.

223

En tratándose del patrimonio autónomo que me ocupa es posible afirmar que se parece al que surge de la fiducia de garantía, en consideración a que el artículo 9 numeral 2 prescribe que los bonos hipotecarios “serán emitidos por los establecimientos de crédito”, consecuencia de lo cual serán ellos los obligados a redimirlos, y el inciso 6° de la misma disposición manda que en caso de cesión de la administración del patrimonio, el cesionario asumirá la obligación de pagar los bonos.

²⁶ Cfr. SUPERINTENDENCIA BANCARIA. Circular externa 007 de 1996, la parte titulada “El alcance del inciso 1° del artículo 1238 del Código de Comercio”.

No obstante otra cosa puede deducirse de otras disposiciones de la ley: cuando se procede a la sustitución del administrador, por decisión de la asamblea de tenedores de bonos “el cesionario sólo será responsable de la administración de la emisión”, prescribe el numeral 3 del artículo 10. El párrafo primero confirma que en tales casos “los tenedores de bonos pierden su calidad de acreedores de la entidad en liquidación”, y finalmente el numeral 5 del artículo 9 parece ratificarlo diciendo que “el emisor, o quien haya asumido la obligación de pagar los bonos, será responsable por la administración y gestión” del patrimonio autónomo. Desde esta otra perspectiva el deudor de los bonos hipotecarios no sería el emisor o su sustituto, sino el patrimonio autónomo, y la responsabilidad de aquellos solo sería equivalente a la del fiduciario en el contrato de fiducia, esto es, la de obrar con diligencia en la administración del patrimonio.

224 No solo el rigor jurídico exige solución a este problema. Por encima existen graves razones económicas. Para comprenderlo mejor piénsese en el siguiente caso: un establecimiento de crédito emite bonos hipotecarios cuyos rendimientos, al momento de la emisión, se pueden suficientemente cumplir gracias a las tasas de reajuste a la inflación e intereses pactadas en los créditos que se financian con tales bonos. Pasado cierto tiempo ocurren dos cosas: [i] el Conpes varía la “metodología” para determinar el valor de la UVR y baja su tasa de reajuste; [ii] diversos deudores, haciendo uso del derecho consagrado en el artículo 17 numeral 8 de la ley pagaron anticipadamente sus créditos.

De estos hechos necesariamente se desprenden ciertas consecuencias: [i] las tasas de reajuste a la inflación de los nuevos créditos concedidos con los pre-pagos o pagos anticipados, serán inferiores; [ii] las nuevas tasas de colocación en UVRs serán insuficientes para atender el pago de los rendimientos de los bonos hipotecarios emitidos al principio. ¿Quién ha de correr con el faltante? Si estamos en presencia de un patrimonio autónomo similar al de una fiducia de garantía, los tenedores podrán perseguir activos del establecimiento de crédito emisor, o de su sustituto [artículo 9 numerales 2 y 6 inciso 2º]. Si por el contrario el deudor de los bonos es el patrimonio autónomo, serán los tenedores quienes asuman la pérdida [artículos 10 parte final del numeral 3, y párrafo primero].

Otras alternativas que pueden deducirse de la interpretación de la ley: [i] mientras el administrador del patrimonio sea el establecimiento de crédito emisor de los bonos, el patrimonio autónomo se comporta como una fiducia de garantía. Desaparece tal condición en caso de cesión de la administración, o remoción del agente administrador por decisión de la asamblea general de tenedores de bonos. [ii] la cesión o remoción no extingue la responsabilidad personal del emisor de los bonos, de manera tal que seguirá vinculado como un fiador o un aval. [iii] no se ha creado una nueva modalidad de patrimonio autónomo. Tan sólo se ha establecido un privilegio o preferencia para el pago de los bonos hipotecarios.

3.1.4. Se promueve la Banca de Inversión

La Banca de Inversión, dicen Fabozzi y Modigliani,²⁷ se ocupa ya de aconsejar la emisión y suscripción de títulos-valores, ya de comprarlos, ya de distribuirlos entre el público en general. En Colombia estas actividades han venido siendo desarrolladas por las Corporaciones Financieras actuando como asesoras para la emisión de títulos-valores que serán ofrecidos al público en general, o de adquirentes de los mismos; y además por las Sociedades Fiduciarias cuyos servicios se traducen en aconsejar al inversionista, mediante la administración de patrimonios autónomos creados para el efecto.

225

La gran ventaja de la Banca de Inversión es la posibilidad que ofrece de operar con costos más bajos, y de vincular directamente a oferentes y demandantes de ahorro sin que entre ellos se interponga intermediario alguno. Tales características permiten una disminución de las tasas de interés que pagan los demandantes de ahorro, y simultáneamente una mejora de la rentabilidad que reciben los ahorradores.

La parte final del numeral 1 del artículo 10 constituye un importante avance en el lento desarrollo legislativo de la Banca de Inversión en Colombia. Prescribe esta disposición que para efectos de establecer los activos constitutivos del patrimonio autónomo, generado por la emisión de los bonos hipotecarios, “se identificarán los créditos y demás activos que pertenecen al conjunto de tenedores de

²⁷ FABOZZI, Frank J. Mercados e instituciones financieras. Prentice Hall, Méjico, 1997. P. 300 *cada una de las emisiones, a las que se les dará, para todos los efectos, tratamiento separado*”.

Sin lugar a dudas se trata de una autorización a los establecimientos de crédito, para que en adelante constituyan diversos patrimonios autónomos identificados por las diversas emisiones de bonos hipotecarios que realicen. Esta conclusión resulta más clara aún si aquella disposición la concordamos con el artículo 1233 C.Co.C, para entender que los créditos financiados con cada emisión, deberán mantenerse separados del resto de los activos y de los que correspondan a otros negocios, formando un patrimonio autónomo afecto a la finalidad contemplada en el acto de constitución. Creo que el numeral 1 del artículo 10 inicia un proceso que tarde o temprano concluirá derogando la autorización conferida en exclusiva a las sociedades fiduciarias para administrar patrimonios autónomos.

226 El numeral 7 del artículo 9 ordena a la Superintendencia de Valores “señalar los requisitos y condiciones para la emisión y colocación de los bonos” hipotecarios, generadores de los nuevos patrimonios autónomos administrados por los establecimientos de crédito. No es mucho pedir a la Superintendencia de Valores que al ejercer tales atribuciones, lo haga con miras a promover el crecimiento del mercado de valores y no obstruyendo, por temor, el natural desarrollo de la Banca de Inversión.

3.2. Titularización de cartera

La titularización de activos, y muy especialmente la de cartera, es una operación llamada a producir una importante revolución en el sistema financiero colombiano, en la medida que permite a la banca comercial acceder a recursos frescos y en ocasiones de más largo plazo, que le facilitan el desarrollo de su negocio estratégico.

Piénsese en una Corporación de Ahorro y Vivienda o en un Banco a los que no les están llegando recursos del público en general, ya sea a través de las cuentas de ahorros o cuentas corrientes. La razón bien puede ser la huida de sus clientes, a raíz de tasas de rendimiento mayores ofrecidas por otras instituciones financieras. La consecuencia obligada será una restricción de sus operaciones de colocación y por ende una caída de sus utilidades. Como la CAV o el Banco anteriormente han colocado recursos que en la actualidad les están adeu-

dando, bien pueden entregar tales acreencias a una fiduciaria para que constituyan los activos de un patrimonio autónomo que emitirá títulos-valores adquiribles por el público en general. Los títulos-valores así emitidos serán pagados en la medida que la cartera transferida se vaya recogiendo.

Al adquirir los títulos, los inversionistas habrán pagado una cierta suma de dinero que entrará a las arcas de la CAV o Banco que transfirió las acreencias. De esta forma cualquiera de estas entidades habrá solucionado su problema de iliquidez por huida de ahorradores. La colocación de los títulos emitidos se hace en un mercado diferente al que tradicionalmente ha operado la CAV o banco: es el mercado de los inversionistas institucionales, [compañías de seguros, fondos de pensiones y cesantías, etc.] que con urgencia demandan papeles en los cuales invertir los recursos captados en desarrollo de sus negocios. Lógicamente la CAV o Banco tradente renunciará a parte de sus utilidades para poder remunerar a los inversionistas que adquieran los títulos.

En últimas la titularización es un negocio simple. Comporta una simple gestión de activos, toda vez que consiste en cambiar activos a largo o mediano plazo por caja. Si bien no es algo nuevo en el negocio financiero colombiano, sí lo es la especial regulación contenida en los artículos 12 y 14 de la ley 546 de 1999. La primera disposición establece una forma expedita y sencilla de realizar la operación. El artículo 14 promueve la ampliación del mercado, al permitir la creación de nuevas entidades financieras que aumentarán la oferta de servicios y por ende la competencia.

227

3.2.1. Cartera y sujetos en la titularización

Con respecto a la clase de cartera que puede ser objeto de este proceso de titularización, el artículo 14 se refiere a “activos hipotecarios”, por lo que solo podrían titularizarse los créditos otorgados con garantía hipotecaria. Parecería que el objetivo es permitir que la cartera otorgada para la financiación de inmuebles, sea la misma que suministre recursos para otorgar nuevas financiaciones. Se trata de una limitación innecesaria. Mejor habría sido dejar en libertad a las

entidades financieras para determinar qué tipo de cartera titularizan. Son ellas la que están en mejores condiciones de atender a las señales del mercado, re-orientando sus operaciones hacia donde se estén demandando recursos financieros.

Los agentes originadores de estos procesos de titularización, es decir los titulares iniciales de la cartera que constituirá el activo del patrimonio autónomo, podrán ser tanto los establecimientos de crédito, como las demás entidades autorizadas para operar con UVRs en el artículo 1° de la ley.

228 Hasta la promulgación de la nueva ley el agente a quien debía trasladarse los créditos constitutivos del patrimonio autónomo que emitiría los títulos respectivos, solo podían serlo las sociedades fiduciarias, los comisionistas de bolsa y Fogafin. En adelante también podrán actuar como tales las Sociedades Titularizadoras y “otras instituciones autorizadas por el Gobierno Nacional”. Se trata sin duda alguna de otra norma promotora de la Banca de Inversión, toda vez que las nuevas Sociedades Titularizadoras serán organizaciones que actuarán como consejeras de la oportunidad y lugar de la emisión de títulos, así como diseñadoras de condiciones financieras y jurídicas óptimas.

Tales Sociedades Titularizadoras serán entidades del sector financiero, que, como las sociedades fiduciarias, tendrán por negocio la administración de patrimonios autónomos. Es lo que se deduce del inciso 3° artículo 12 al ordenar que la cartera a titularizar les sea transferida. Su diferencia con las tradicionales Sociedades Fiduciarias y similares radica en que sólo podrán administrar patrimonios autónomos emisores de títulos-valores que tengan por finalidad captar recursos destinados a la financiación o construcción de vivienda.

3.2.2. Titularización directa

El artículo 12 de la ley se refiere a dos formas diversas de titularizar: en el inciso 3 menciona la titularización tradicional, a la que me referí arriba, consistente en transferir la cartera a otra entidad, experta en administrar patrimonios autónomos, para que con ella se

constituyan los activos de un patrimonio autónomo. El inciso 1º, por su parte, crea una nueva forma de realizar la operación que no exige la presencia del experto administrador de patrimonios. El inciso 4º se refiere a esta especie de titularización para decir que se realiza de “manera directa”. Cualquiera sea el tipo de titularización acogido, los títulos que se emitan solo tendrán como finalidad captar recursos “para financiar la construcción y adquisición de vivienda”.

Esta *titularización directa* es bastante novedosa y, al igual que los diversos patrimonios autónomos que podrán administrarse por las diversas emisiones de bonos hipotecarios, está llamada a producir cierta transformación en el mercado financiero nacional. Al igual que en la titularización tradicional, los títulos emitidos sólo estarán respaldados por “el comportamiento financiero de los activos [titularizados] que se prevean en los correspondientes reglamentos de emisión”, y la obligación del originador, que en este caso será él mismo administrador del patrimonio autónomo, se limitará a la que tiene una fiduciaria, cual es administrar adecuadamente tales activos: “solo contarán de parte de los respectivos emisores [originadores debió decirse], con las garantías o compromisos *respecto de la administración y el comportamiento financiero de los activos*”, dice el primer inciso del artículo 12.

229

Es claro, por las expresiones del inciso 1 del artículo 12, que estamos en presencia de una titularización en la que los activos del patrimonio autónomo estarán constituidos por un conjunto de créditos, separados del resto de los activos de la entidad originadora. En razón a que el respaldo de tales títulos sólo está constituido por los ingresos que se generen por el pago de tales créditos, el patrimonio autónomo así constituido no se asemeja al de la fiducia de garantía, sino a aquel en que el patrimonio es el emisor y responsable del pago. En consecuencia no podrá perseguirse en cabeza del originador el eventual faltante para cubrir el valor de los títulos emitidos.

Ofrece algunas dificultades el artículo 13 de la ley, al establecer algo que resulta innecesario tratándose de patrimonios autónomos. Evidentemente: los inversionistas, esto es, quienes adquieren los títulos emitidos no son titulares de los créditos constitutivos del activo

patrimonial. Son titulares de un derecho sobre la universalidad jurídica constituida por el conjunto de tales créditos. Es tal cosa lo que reitera la disposición comentada, al decir que en ningún caso los tenedores de los títulos emitidos, tendrán derecho de solicitar o iniciar procesos divisorios respecto de la universalidad que constituyen los activos titularizados. Se trata de una disposición inútil. ¿Será acaso que no se pretendió crear una nueva modalidad de patrimonio autónomo *de manera directa*, y sí tan solo una comunidad sobre una cosa universal?. Nuevamente me niego a creer que el legislador haya cometido semejante torpeza.

3.3. Tratamiento tributario especial

El artículo 16 de la ley prescribe que los rendimientos financieros de los títulos emitidos en procesos de titularización tendientes a financiar la adquisición de vivienda, así como los provenientes de bonos hipotecarios “estarán exentos del impuesto de renta y complementarios”.

230 Como en algún momento puede ocurrir que los créditos financiados con los recursos provenientes de la emisión de tales títulos, no generen los recursos suficientes para atender el pago de los rendimientos prometidos, tal como se ha explicado suficientemente, esta exención será una herramienta de singular importancia en el diseño financiero de la emisión, que disminuirá tal diferencial. También permitirá que tales títulos sean atractivos para los inversionistas a los que se les están ofreciendo tasas de rendimiento superiores causantes de la respectiva retención por el impuesto de renta y complementarios. Si bien esta exención mejorará los resultados de las nuevas operaciones permitidas por la ley, su vigencia que es tan sólo de cinco años, revela ser una medida de corto plazo que no soluciona el problema de fondo.

Finalmente: como es posible emitir estos títulos en UVRs y pagar un rendimiento calculado sobre dicho valor, el mayor ingreso en pesos que reciba el inversionista a consecuencia del reajuste a la tasa de inflación que implica estimarlos en UVRs, *en ningún caso*, dice el inciso final del artículo 16, “constituirá un ingreso gravable”. Al igual

que la disposición anteriormente referida, esta norma hará que los títulos emitidos sean más competitivos a pesar de que eventualmente no estén rindiendo lo mismo que las tasas de interés de mercado ofrecidas por otros agentes financieros.