

# LA TITULARIZACIÓN DE FLUJOS DE CAJA FUTUROS

MARTHA LUCIA BENAVIDES PATIÑO  
GUSTAVO ANDRÉS GIRALDO MACÍAS  
ELMER HOYOS MURIEL

UNIVERSIDAD DE MEDELLÍN  
ESPECIALIZACIÓN GESTIÓN FINANCIERA EMPRESARIAL  
MEDELLÍN  
2006

## **LA TITULARIZACIÓN DE FLUJOS DE CAJA FUTUROS**

MARTHA LUCIA BENAVIDES PATIÑO – 39.446.966  
GUSTAVO ANDRÉS GIRALDO MACÍAS – 71.388.534  
ELMER HOYOS MURIEL – 71.332.754

Trabajo de Grado para optar el título  
de Especialista en Gestión Financiera Empresarial

Asesora Metodológica  
María del Carmen Sandino Restrepo  
Socióloga. Magíster en Sociología de la educación.

Asesor Temático  
Juan Diego Ortiz Hoyos  
Economista Industrial. Especialista en Gestión Financiera y Empresarial

UNIVERSIDAD DE MEDELLÍN  
ESPECIALIZACIÓN GESTIÓN FINANCIERA EMPRESARIAL  
MEDELLÍN  
2006

## CONTENIDO

	Pág.
RESUMEN	8
ABSTRACT	9
GLOSARIO	10
INTRODUCCIÓN	14
1. LA TITULARIZACION EN COLOMBIA	16
1.1 ANTECEDENTES HISTÓRICOS	16
1.2 DEFINICIÓN	17
1.3 PARTES DEL PROCESO DE TITULARIZACIÓN	17
1.3.1 Originador	17
1.3.2 Estructurador del Proceso	17
1.3.3 El Agente de Manejo.	18
1.3.4 El Administrador.	19
1.3.5 El Colocador.	19
1.4 DESCRIPCIÓN DEL PROCESO DE TITULARIZACIÓN	19
2. PRINCIPALES FORMAS DE TITULARIZACIÓN	22
2.1 TITULARIZACIÓN DE CARTERA DE CRÉDITOS	22
2.2 TITULARIZACIÓN INMOBILIARIA	23
2.2.1 Antecedentes de la titularización inmobiliaria	23
2.2.2 Reglas generales de la titularización inmobiliaria:	24

2.2.3	Ventajas	25
2.2.4	Fondos Inmobiliarios	25
2.3	TITULARIZACIÓN GANADERA	26
2.3.1	Partes que intervienen en el proceso	27
2.3.2	Funcionamiento de la titularización ganadera	29
2.4	TITULARIZACIÓN DE UN PROYECTO DE CONSTRUCCIÓN	29
2.4.1	Reglas específicas para este tipo de titularización	31
2.5	TITULARIZACIÓN PARA LA FINANCIACIÓN DE OBRAS DE INFRAESTRUCTURA Y SERVICIOS PÚBLICOS	32
2.6	TITULARIZACIÓN DE OTROS BIENES	33
2.6.1	Flujos de fondo	33
2.6.2	Flujos originados en contratos de leasing	34
2.6.3	Acciones	34
2.6.4	Títulos de deuda pública	34
3.	TITULARIZACIÓN FLUJO DE CAJA FUTURO	35
3.1	DEFINICIÓN	35
3.2	ANTECEDENTES DE TITULARIZACIÓN DE FLUJOS DE CAJA FUTUROS EN COLOMBIA	35
3.2.1	Titularización del flujo de caja mensual de la sobretasa al combustible automotor del área metropolitana de Bucaramanga	35
3.2.2	Titularización del patrimonio autónomo Tayrona.	38
3.2.3	Titularización Sobretasa a la Gasolina Municipio de Ibagué.	40
3.2.4	Titularización Incauca “forward” de azúcar.	43
3.3	PRINCIPALES FORMAS DE TITULARIZACION DE FLUJOS DE CAJA FUTUROS	48

3.4	TITULARIZACIONES EXOTICAS DE FLUJOS DE CAJA FUTUROS	49
3.5	RIESGOS QUE DEBE MITIGAR LA TITULARIZACION DE FLUJOS DE CAJA FUTUROS	49
3.5.1	Factores exógenos	49
3.5.2	Factores endógenos	50
3.6	METODOLOGIA DE CALIFICACION DE PROCESOS DE TITULARIZACION DE FLUJOS DE CAJA FUTUROS POR PARTE DE LAS CALIFICADORES DE RIESGO	51
3.6.1	Análisis de la información	51
3.6.2	Análisis legal	52
3.6.3	Análisis de la solvencia del patrimonio	53
3.6.4	Análisis de los colaterales.	53
3.6.5	Análisis de la liquidez del instrumento.	56
3.6.6	Calificación final	57
3.7	ANALISIS DE RENTABILIDAD	57
3.8	CUESTIONAMIENTOS A LA TITULARIZACION DE FLUJOS DE CAJA FUTUROS EN PAISES COMO COLOMBIA	60
3.8.1	La Titularización subordina a acreedores existentes	60
3.8.2	La titularización no es eficiente por que es muy costosa	60
4.	CONCLUSIONES	62
5.	RECOMENDACIONES	63
	BIBLIOGRAFÍA	64

## LISTA DE FIGURAS

		Pág.
Figura 1.	Esquema básico del proceso de titularización	21
Figura 2.	Esquema del proceso de titularización de flujos de caja futuros.	45
Figura 3.	Esquema financiero de la titularización de flujos de caja futuros	46
Figura 4.	Esquema de comparación entre la titularización de activos y la titularización de flujos de caja futuros.	48
Figura 5.	Esquema de arbitraje de riesgo entre la titularización de activos y la titularización de flujos de caja futuros.	61

## LISTA DE CUADROS

	Pág.
Cuadro 1 activos vs. Flujos de caja futuros	47

## **RESUMEN**

La creciente demanda de capital por parte de los empresarios hace que la atención de esta monografía se centre en “La titularización de flujos de caja futuros” como una fuente de financiación que puede contribuir al crecimiento de la economía colombiana.

La titularización de flujos de caja como una alternativa de financiación plantea la posibilidad de dinamizar del mercado de capitales colombiano a través de la emisión de títulos valores representativos y garantizados por empresas que cuentan con recursos líquidos bastante estables y con un potencial de crecimiento en el tiempo.

Además, se muestra mediante esquemas gráficos las ventajas que tienen las empresas colombianas que implementan esta alternativa financiación en la cual no comprometen la estructura de financiera de ellas.

## **ABSTRACT**

The growing capital demand on the part of the managers makes that the attention of this monograph is centered in "The future titularization cash flows" as a financing source that can contribute to the growth of the Colombian economy.

The titularization of cash flows as a financing alternative outlines the possibility to energize of the Colombian market of capitals through the emission of titles representative values and guaranteed by companies that have quite stable liquid resources and with a potential of growth in the time.

Also, it is shown by means of graphic outlines the advantages that have the Colombian companies that implement this alternative financing in which it doesn't commit the structure of financial of them.

## GLOSARIO

**Activo Subyacente:** Es el activo financiero que es objeto de un Contrato negociado en el Mercado de Futuros.

**Contrato de Fiducia Mercantil:** Es un contrato mediante el cual el suscriptor del contrato (originadores), le transfiere los activos al Patrimonio Autónomo, que posteriormente será administrado por el Agente de Manejo.

**Contrato de tasa de cambio:** Contrato a futuro de compra venta sobre divisas firmado entre la fiduciaria como vocera de el patrimonio autónomo.

**Contrato forward:** Se define como una operación de compra-venta anticipada donde el vendedor y el comprador aseguran unas condiciones específicas para la comercialización del producto, definiendo plazos, cantidades, calidades y estableciendo las condiciones para la fijación del precio.

**Contrato Swap:** Contrato que se celebra entre el patrimonio autónomo y el banco de crédito internacional en desarrollo de la emisión.

**Fideicomitente:** Es la persona que transfiere uno o más bienes especificados a otra, llamada fiduciaria, quien se obliga a administrarlos o enajenarlos para cumplir una finalidad determinada por el constituyente, en provecho de este o de un tercero llamado beneficiario o Fideicomisario. Una persona puede ser al mismo tiempo beneficiario y Fideicomitente.

**Fiduciaria:** Una fiduciaria es una entidad de servicios financieros, constituida como una sociedad anónima, sujeta a la inspección y vigilancia de la Superintendencia Bancaria. El objeto de la Fiduciaria es la realización de todos

aquellos actos de confianza en virtud del cual una persona (Fideicomitente), entrega a otra (fiduciaria), unos bienes determinados, transfiriéndole o no su propiedad, con el objeto de que la fiduciaria cumpla con ellos una actividad específica, bien sea en provecho del Fideicomitente o de un tercero.

**Notas:** Son los documentos de crédito emitidos por el banco de internacional y que se constituye en el activo subyacente de la titularización.

**Patrimonios Autónomos:** Son los patrimonios constituidos con los bienes o activos cedidos por una o más personas naturales o jurídicas con el objetivo de emitir valores, respaldadas por dichos activos. Los bienes y/o activos destinados a constituir el patrimonio autónomo deben de estar separados de manera efectiva del patrimonio de la empresa originadora. La denominación de autónomo o de propósito exclusivo de este patrimonio, obedece a que constituye uno distinto al de los demás participantes del proceso.

**Secundario Mercado:** Conjunto de negociaciones de títulos cuya inscripción en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios se efectúa conforme a los requisitos establecidos en el título cuando de la Resolución 400 de 1995, expedida por la sala general de la Superintendencia de Valores, y cuya adquisición sólo puede ser realizada por inversionistas calificados.

**Sobretasas:** por definición, son aquellas que recaen sobre algunos de los tributos previamente establecidos y tienen como característica que los recursos obtenidos se destinan a un fin específico.

**Sociedades de Titularización:** Son sociedades anónimas cuyo objeto social exclusivo es representar y administrar patrimonios autónomos constituidos a partir de procesos de titularización. Las sociedades de titularización son las encargadas de constituir el patrimonio autónomo, emitir los valores respaldados por los activos

que conforman el patrimonio autónomo, cancelar las obligaciones emergentes de los valores emitidos y relacionarse jurídicamente con los inversionistas. Usualmente las sociedades de titularización también realizan la función de recaudar los flujos que generan los activos que conforman el patrimonio autónomo, sin embargo esta función también puede ser realizada por una institución creada para ese efecto o por el originador de los activos.

**Titularización:** Es una alternativa de financiamiento que permite movilizar activos ilíquidos en activos altamente líquidos, mediante un proceso de conversión y sustentando por un flujo de caja directamente identificado con el activo movilizado.

**Titularización de Flujos de Caja Futuros:** Esta estructura permite conseguir recursos financieros respaldados en flujos de fondos futuros, con el objetivo de utilizarlos en la operación del negocio sin necesidad de aumentar el nivel de endeudamiento. Esta alternativa es atractiva para empresas que tienen un nivel de ingresos futuros o flujos de caja bastante estables y con un potencial interesante de crecimiento.

**Títulos de contenido crediticio:** Es una de las modalidades de valores emitidos como resultado de procesos de titularización, los cuales incorporan el derecho a percibir la cancelación del capital y de los rendimientos financieros en los términos y condiciones financieras señaladas en el título.

Los activos que integran el Patrimonio Autónomo son el único respaldo del pasivo adquirido con los inversionistas.

**Underwriting:** También llamado suscriptor de la emisión. Es la entidad que se compromete a comprar total o parcialmente una emisión de títulos, y luego ofrecer dichos títulos a terceros y quedarse con lo que no pueda vender. El contrato con el *underwriting* puede ser de dos formas: 1) En firme, el suscriptor se compromete a comprar la totalidad de los títulos para luego ofrecerlos. 2) En garantía, el

suscriptor garantiza la colocación total o parcial de la emisión. El *underwriting* no puede comprometer más de seis (6) veces su patrimonio técnico.

## INTRODUCCIÓN

En Colombia, la creciente demanda de capital por parte de los empresarios, ha encontrado en la titularización una interesante fuente de recursos que le permite a la actividad productiva contar con productos innovadores en el mercado financiero.

Hoy en día existen diversos tipos de titularización tales como de cartera hipotecaria, ganadera, inmobiliaria, de proyectos y de flujos de caja; sin embargo, por lo novedoso y atractivo del producto se trabajará en la titularización de flujos de caja futuros.

La titularización del flujo de caja futuro surge como una alternativa de financiación que puede contribuir al despegue de la economía colombiana a partir del cual se podrán emitir títulos valores que incluyen garantías y títulos representativos sobre los mismos y sobre las garantías que los respaldan, cuando tengan como propósito la venta en el mercado de capitales.

La titularización es la movilización de activos hacia patrimonios autónomos, con base en los cuales se emiten títulos valores que se negocian en el mercado público de valores. De esta forma, la titularización del flujo de caja futuro optimiza la estructura del capital, pues permite contar con recursos líquidos hoy, basados en la certeza de flujos de caja proyectados.

La titularización en Colombia comienza a abrirse camino en 1990 con evidentes propósitos de estimular el financiamiento directo por la vía de la movilización de activos líquidos con positivos efectos sobre la oferta de títulos en el mercado de valores. Al introducir una sana competencia en el sistema financiero que presione hacia abajo el margen de intermediación para alcanzar tasas de interés

compatibles con niveles de inversión más altos, la titularización del flujo de caja futuro se podrá convertir en otra herramienta para la gestión financiera de las empresas a la hora de conseguir nuevos recursos.

El modelo de financiación que se plantea en esta monografía es consecuencia de una motivación de orden profesional y académico, debido a que en el entorno actual las empresas cuentan con pocas fuentes de financiación.

De esta manera, el estudio detallado y el establecimiento de una propuesta a partir de la titularización de flujos de caja futuros, permitiría solucionar problemas de liquidez a empresas del sector real o de servicios que encuentren dificultades a la hora de solicitar créditos al sistema financiero.

Por esta razón, el principal objetivo de esta monografía es presentar una alternativa de financiación verdadera para las empresas, a partir de la titularización de flujos de caja futuros, con base en la recopilación sistemática de información con respecto a dicho tema y sus diferentes modalidades. Para ello, se mencionan los diferentes procesos de titularización de flujos de caja futuro como alternativa de financiación en Colombia y se extrae lo más valioso de ellos, al tiempo que se analiza el esquema de calificación de riesgo utilizado por las sociedades calificadoras de riesgo para este tipo de productos.

## 1. LA TITULARIZACION EN COLOMBIA

### 1.1 ANTECEDENTES HISTÓRICOS

En los últimos años el mundo ha cambiado sustancialmente la manera de hacer negocios, debido a la evolución de las finanzas y de la ley corporativa, gracias a los avances tecnológicos de los cuales se puede dar testimonio.

Desde 1993 existe en Colombia la posibilidad de generar nuevos títulos, diferentes a los tradicionalmente incorporados en el mercado público de valores, (acciones, bonos y papeles comerciales), a partir de procesos de titularización.

Para el diseño y estructuración de la titularización en Colombia, se tomaron experiencias de varios países, entre otros Estados Unidos, donde la figura de “*securitization*” se ha desarrollado durante varias décadas con un alto nivel de éxito. Sin embargo, se buscó que en nuestro país tuviera una mayor cobertura, puesto que internacionalmente la figura se ha enmarcado principalmente en la titularización de cartera hipotecaria y, las posibilidades de estructurar procesos sobre otros activos son relativamente limitadas.

Fue así como se estructuró un esquema regulatorio que abarca una numerosa gama de posibilidades para la titularización, incluyendo en la figura la constitución de procesos generados en activos de cualquier naturaleza, proyectos o flujos de caja futuros, fondos fiduciarios y fondos de valores.

Colombia ha sido uno de los países pioneros en la utilización de este mecanismo y gracias a los resultados positivos del mismo, se ha tomado como punto de referencia para otros países de Latinoamérica.

## 1.2 DEFINICIÓN

La titularización es un proceso en el que los derechos reales sobre activos productivos se dan a un gestor institucional que transfiera a los inversionistas los resultados económicos del aprovechamiento de dichos activos, incorporando la obligación jurídica del encargo en títulos, para que facilite la circulación de la explotación económica de ellos. Este proceso también es un mecanismo de financiación que consiste en separar del balance del originador, en un patrimonio autónomo parte de sus activos.

Una vez colocados los títulos los inversionistas son dueños del flujo de caja generado por el activo y el originador recibe los ingresos generados por la venta de los papeles.

## 1.3 PARTES DEL PROCESO DE TITULARIZACIÓN

En el proceso de titularización intervienen las siguientes personas y entidades:

**1.3.1 Originador:** el originador es aquella persona natural o jurídica, de naturaleza pública o privada, nacional, extranjera o mixta, propietaria de activos que van a titularizar. Un mismo proceso de titularización puede tener varios originadores. Cuando lo que se titulariza es un fondo común especial administrado por una fiduciaria, o un fondo de valores administrado por una sociedad comisionista de bolsa, no existe originador.

**1.3.2 Estructurador del Proceso:** el estructurador, es quien se encarga de realizar las proyecciones financieras de la emisión, sus análisis de riesgo, el diseño de los títulos y su estudio en el mercado, así como señalar las características financieras de la emisión. Esta labor puede ser ejecutada directamente por el originador, por la fiduciaria agente, o por un tercero.

Para realizar el diseño de la emisión, el estructurador debe tener en cuenta las diferentes clases de títulos que existen en el mercado, y que se explicarán brevemente a continuación:

- **Títulos de Contenido Crediticio:** son aquellos que incorporan la obligación de pagar sumas de dinero por concepto de capital e intereses.

- **Títulos de Participación:** con estos el inversionista adquiere un derecho o parte proporcional en el patrimonio autónomo o en el fondo. Esto significa que el inversionista no adquiere el derecho al pago de una suma determinada, sino que participa, proporcionalmente, de las utilidades o pérdidas que se generen.

- **Títulos Mixtos:** son aquellos que además de representar una parte o alícuota del patrimonio autónomo o del fondo, otorgan el derecho al pago de una suma determinada de dinero.

**1.3.3 El Agente de Manejo:** el Agente de Manejo es la sociedad fiduciaria que emite los nuevos valores en representación de un patrimonio autónomo o de un fondo común especial que administre según el caso. Las sociedades comisionistas de bolsa solo pueden ser agentes de manejo de los valores que emitan en representación de los fondos de valores que administren. El agente de manejo debe encargarse de realizar todos los trámites tendientes a la autorización de la titularización.

El agente de manejo debe ser el vocero del patrimonio autónomo. Se encarga de recaudar los recursos provenientes de la emisión y se relaciona con los inversionistas en virtud de tal vocerío, de acuerdo con los derechos incorporados en los títulos. El agente de manejo debe velar por el manejo seguro y eficiente de los recursos que ingresan al patrimonio.

Un punto importante a tener en cuenta, es que cuando el originador se encuentre vinculado con el agente de manejo, se debe nombrar a una persona independiente para que actúe como representante de los tenedores de los títulos, con el fin de evitar un posible conflicto de interés.

**1.3.4 El Administrador:** es la entidad encargada de la administración, custodia y conservación de los activos o bienes objeto de la titularización, así como el recaudo y transferencia al agente de manejo de los flujos provenientes de dichos activos o bienes.

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

**1.3.5 El Colocador:** es la persona o entidad encargada de colocar los títulos en el mercado. Sin embargo, su existencia no es esencial en los procesos de titularización, pues en estos la colocación de los títulos puede ser efectuada directamente por la fiduciaria administradora, o a través de una bolsa de valores.

## **1.4 DESCRIPCIÓN DEL PROCESO DE TITULARIZACIÓN**

Los procesos de titularización se conforman mediante la transferencia de bienes o activos por parte del originador para constituir con ellos un patrimonio autónomo, mediante un contrato de fiducia mercantil irrevocable.

Así mismo, se puede iniciar una titularización a partir de la constitución de fondos o patrimonios, con sumas de dinero destinadas a la adquisición del bien o activo objeto de la titularización.

Luego, la fiducia actuando en representación del patrimonio autónomo solicita ante las autoridades competentes los permisos para la emisión; emite los títulos y recauda los dineros provenientes de su colocación.

Los bienes que conforman el patrimonio autónomo respaldan los pasivos que se adquieren con los tenedores de los títulos. Si los títulos que se emiten incorporan la obligación de pagar a su vencimiento una suma de dinero, la fiduciaria debe también adoptar las medidas que sean necesarias para el recaudo de los dineros destinados al oportuno cumplimiento de estas obligaciones.

Esta estructura permite conseguir recursos financieros respaldados en flujos de fondos futuros con el objetivo de utilizarlos en la operación del negocio sin necesidad de aumentar el nivel de endeudamiento. Esta alternativa es bastante atractiva para empresa que tiene un nivel de ingresos futuros o flujos de caja bastante estables y con un potencial interesante de crecimiento.

La titularización de flujos de caja futuros se define como una deuda estructurada ofrecida por un originador y respaldada por las cuentas futuras de los deudores del mismo. Las cuentas son transferidas a un patrimonio autónomo que se encarga de la emisión de los títulos. A diferencia de la titularización tradicional donde se logran altos niveles de calificación al aislar activos de riesgo de la cartera de crédito del originador.

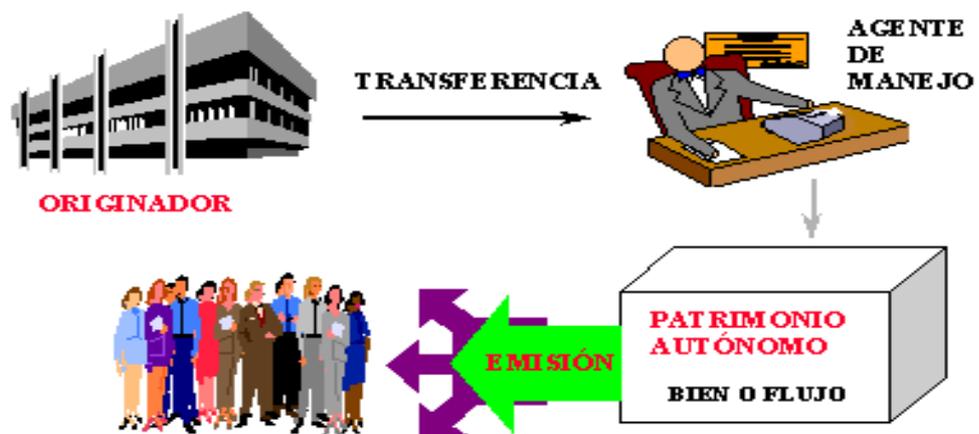


Figura 1. Esquema básico del proceso de titularización

## **2. PRINCIPALES FORMAS DE TITULARIZACIÓN**

### **2.1 TITULARIZACIÓN DE CARTERA DE CRÉDITOS**

Consiste en vender la cartera a los inversionistas que han colocado los intermediarios financieros. Es un proceso que vende la cartera con los derechos al pago de capital y de rendimientos al inversionista que la compra.

La entidad emisora o agente de manejo emite y vende los títulos a los inversionistas, con el producto de la venta paga la cartera a la entidad originadora.

Además de cumplir con las reglas generales, la fiduciaria es responsable de verificar el cumplimiento de las normas, en el caso de la titularización de carteras de créditos son:

- El flujo de caja generado por la cartera debe ser técnicamente predicable.
- Los créditos movilizados pertenecen a categorías A, B y C; según lo establecido por la Superintendencia Bancaria para las entidades financieras. Cuando se trate de otras entidades originadoras, los créditos deben corresponder a éstas categorías, según verificación del Representante Legal, Revisor Fiscal o Auditoría independiente.
- Los créditos movilizados deben ser homogéneos en cuanto a su clase y flujo de cartera debe ser predecible en forma matemática y estadística.

Algunos aspectos importantes de esta operación son:

- La cesión de derechos permite que el inversionista participe, respecto de la cartera cedida, del margen de intermediación que, correlativamente, deja de captar el intermediario financiero.
- El inversionista obtiene por sus recursos una remuneración mayor que aquella que pueden ofrecerle a los instrumentos de ahorro tradicional.
- La titularización de cartera constituye para las entidades financieras un mecanismo que les permite una mayor rotación de cartera; generando nuevos recursos para las operaciones activas de crédito sin necesidad de modificar negativamente la relación existente entre sus activos y su patrimonio técnico.
- Vendida la cartera, los créditos movilizados salen del activo del originador y se trasladan al comprador las garantías incorporadas en los mismos y el riesgo inherente en la operación.

## **2.2 TITULARIZACIÓN INMOBILIARIA**

**2.2.1 Antecedentes de la titularización inmobiliaria.** La titularización inmobiliaria es un proceso jurídico- financiero por medio del cual se liberan recursos financieros que se encuentran invertidos en activos inmobiliarios tradicionalmente líquidos por medio de un patrimonio autónomo, con el ánimo de ser utilizados en la operación del negocio, tanto para grandes como medianas compañías que posean una sobre inversión en propiedad raíz.

Esta modalidad de titularización nació en Colombia en el año 1990; sin embargo, durante los siguientes años, sufrió un estancamiento ocasionado por varios factores tales como la crisis inmobiliaria del año 1997, entre otros; esto hizo que hasta el 2003 no se volviera a pensar en titularizaciones.

En junio del 2004 se instituyeron las normas para poder crear Fondos Inmobiliarios, motivo suficiente para pensar en una modificación profunda en la comercialización y el manejo de los inmuebles en Colombia. En la medida en que dichos fondos vayan tomando fuerza y se multipliquen, se creará todo un mecanismo para el manejo inmobiliario.

Durante el proceso de titularización Inmobiliaria, el arrendatario, que puede ser el mismo originador, firma un contrato de arrendamiento donde se compromete a pagar un canon que será fijo o variable y cuya estructuración puede durar entre doce y quince semanas.

La titularización inmobiliaria permite la consecución de recursos sin necesidad de incrementar el endeudamiento, debido a que es un reemplazo de activos, permite la reutilización de recursos frescos en el objeto principal del originador y su calificación depende de gran parte de los mecanismos de apoyo crediticio.

### **2.2.2 Reglas generales de la titularización inmobiliaria:**

- La estructura incluye mecanismos de seguridad que actúan como apoyo crediticio.
- Títulos valores de contenido crediticio o de participación.
- Nominativos o a la orden.
- Deberán ser calificados o avalados
- Son títulos negociables en bolsa.

### 2.2.3 Ventajas

- **Originador:**

- Obtiene recursos a bajo costo
- En el largo plazo puede conservar los inmuebles, ganándose la valorización
- Obtiene beneficios tributarios en el proceso.
- Es una fuente de liquidez que no afecta cupos de endeudamiento con el sector financiero.

- **Inversionista:**

- Invierte a largo plazo con una rentabilidad real satisfactoria.
- Para los inversionistas institucionales hay buena disponibilidad de cupos de inversión en títulos valores provenientes de procesos de titularización.

**2.2.4 Fondos Inmobiliarios:** son patrimonios autónomos manejados por una fiduciaria en los cuales se pueden adquirir inmuebles con los dineros captados del público, para ponerlos en arrendamiento y poder así crear un título valor que efectivamente tenga una alta rentabilidad, una gran seguridad y mucha liquidez.

Los Fondos Inmobiliarios se diferencian de un título normal inmobiliario en que inicialmente éstos se hacían sobre un solo inmueble y no podían acrecentarse, a diferencia de los fondos inmobiliarios que se pueden hacer sobre varios inmuebles y pueden ir creciendo y adquiriendo otros.

Los fondos inmobiliarios permiten ofrecer al mercado inmuebles en arrendamiento: oficinas, locales, bodegas, apartamentos o casas y, por otro lado, dan una rentabilidad que normalmente puede estar entre un 5% y un 12% E.A y que, adicionalmente, tiene una valorización entre un 5% y 7% E.A. Es así como un

título inmobiliario puede llegar a dar una rentabilidad promedio de un 15% E. A., lo cual resulta supremamente atractivo para cualquier inversionista.

Adicionalmente, estas inversiones son de alta seguridad ya que no se trata de un solo inmueble, sino de varios que están en el fondo, lo cual disminuye el riesgo de que porque alguno de ellos esté sin arrendar, o que uno tenga más arrendamiento, se afecte el valor de la rentabilidad del título en general.

Este instrumento es muy importante y valioso para los inmobiliarios, ya que podrían ofrecer, en arriendo o en venta, inmuebles comprados en el fondo, cuando sea necesario. Por estas razones, hoy en día los inmobiliarios tienden a crearlo dentro de sus portafolios de productos y servicios.

De hecho, en Colombia, en el 2005, se están creando cerca de 10 fondos inmobiliarios, que están en proceso de registro ante la Superintendencia de Valores y la Superintendencia Bancaria, y muy posiblemente saldrán al mercado en el segundo semestre de 2005. Sin duda, estos instrumentos darán mucho de que hablar.

### **2.3 TITULARIZACIÓN GANADERA**

La normatividad colombiana permitía estructurar esta clase de titularizaciones a comienzos del año 2000, con la llamada “Titularización del ganado de ceba” (Ganar 2000), apareciendo así un novedoso instrumento de financiación y capitalización para la economía colombiana.

Se trata de la titularización del ganado de ceba, por medio de la cual los ganaderos colombianos podrían optimizar su mercado y mejorar sus productos.

La titularización del ganado de ceba consiste en la constitución de un patrimonio autónomo con animales y pasturas cedidas por los ganaderos que en este caso son los originadores, mediante un contrato de fiducia mercantil irrevocable por medio de la cual los ganaderos se comprometen a adelantar el proceso de ceba con animales y en las posturas anotadas.

Se carga al patrimonio autónomo constituido la emisión de títulos de contenido crediticio, con lo cual los ganaderos pueden obtener liquidez y acceso a recursos financieros oportunos y de bajo costo, al tiempo que al inversionista le ofrecen una opción atractiva de rentabilidad y bajo riesgo.

La característica de esta titularización es ofrecer liquidez a los ganaderos, lo que les permite incrementar la capacidad de producción de sus fincas mediante la adquisición de mayores lotes de ganado para adelantar así el proceso de engorde.

El anterior proceso les permite obtener recursos financieros a un costo inferior al otorgado por el sistema financiero colombiano y ofrecen la posibilidad de obtener mayor rentabilidad al financiar el proceso sobre la base de un manejo adecuado del ganado, en lo referente a condiciones sanitarias y nutricionales.

### **2.3.1 Partes que intervienen en el proceso**

- **El Originador:** es el ganadero, quien transfiere al Patrimonio Autónomo: los activos (novillos flacos) y el derecho de pasturas, base del proceso de titularización mediante la firma de un Contrato de Fiducia Mercantil Irrevocable; adelantando así el proceso de ceba y manejo técnico adecuado, suministrando la información requerida, permitiendo visitas de inspección y acompañamiento y acatan recomendaciones de manejo. De esta forma, el ganadero transfiere los novillos y la obligación de suministrarle la alimentación y el cuidado durante todo el proceso.

- **El Agente de Manejo:** es la Fiduciaria, quien actuando como administradora del Patrimonio Autónomo, emite los títulos, recauda los dineros provenientes del proceso de emisión y los relaciona jurídicamente con los inversionistas. Firma el contrato de Fiducia con los ganaderos, contrata firma operadora, coordina recaudo de los dineros, invierte los excedentes, celebra contrato de “*Underwriting*” con el Colocador, solicita la autorización de la emisión a la Superintendencia de Valores y por último, emite los títulos.
  
- **La Firma Operadora:** es la sociedad CEBAR LTDA., a cuyo cargo está la selección de las zonas atendiendo aspectos técnicos y de seguridad, selecciona los ganaderos y las fincas a donde se va a llevar a cabo el proceso de ceba, así mismo, realiza la selección y pesaje de los ganados, acompañamiento técnico a los ganaderos, define planes de manejo nutricional y sanitario, hace la supervisión, seguimiento y control del proceso de engorde, así como la comercialización de los animales y finalmente, elabora informes de gestión sobre la evolución de los ganados.
  
- **El Estructurador:** la Bolsa Nacional Agropecuaria S.A., es quien diseña las condiciones de operación, trabaja con el Agente de Manejo en el diseño técnico, jurídico, financiero y operativo del proceso; recopila información necesaria para radicar ante Supervalores y las firmas Calificadoras de Valores.
  
- **El Administrador:** es la entidad que administra los bienes titularizados y recauda los flujos que dichos bienes generan. Puede actuar como administrador la sociedad fiduciaria, el originador u otra entidad diferente. En este caso será el Depósito Centralizado de Valores de Colombia “DECEVAL S.A.” según consta en el contrato de depósito y administración de la emisión.

- **La Sociedad Calificadora de Valores (*BANKWATCH RATINGS DE COLOMBIA*):** compañía debidamente autorizada por la Superintendencia de Valores, es la encargada de calificar el riesgo de los títulos emitidos.
  
- **El Colocador:** es la persona o entidad encargada de colocar los títulos en el mercado. Puede ser la fiduciaria administradora o una bolsa de valores. En este caso, actúa como colocador la firma: Comisionista de Colombia “COMICOL S.A.”; quien es la que estructura la estrategia de posicionamiento de los títulos, hace el pre-mercadeo de las emisiones, determina las condiciones de precio y tasa, firma contrato de “*Underwriting*”, coloca los títulos, genera el mercado secundario para dar liquidez a los inversionistas, elabora estadísticas sobre el comportamiento de los títulos y por último, gestiona la vinculación de nuevos inversionistas
  
- **Los Inversionistas:** personas naturales o jurídicas, suscriptores o titulares de los derechos patrimoniales de los Títulos de Contenido Crediticio resultantes del proceso de titularización.

Esto marca una diferencia enorme, en la medida en que no se es dueño de ningún novillo en particular, se es dueño de un título que da derecho a reclamar el capital más los intereses al finalizar el proceso.

### **2.3.2 Funcionamiento de la titularización ganadera**

- Firma de la operadora
  
- Selección de las zonas aptas para engordar ganado.
  
- Selección de los ganados aptos para el engorde.
  
- Acompañamiento técnico a los ganaderos

- Valoración del ganado mensualmente
- Comercialización del ganado y elaboración de informe de gestión sobre la evolución de los ganados para el fiduciario.

El ganadero cede la propiedad, adelanta el proceso de engorde, maneja técnicamente el ganado, suministra la información requerida, permite la visita de inspección y acompañamiento y acata las recomendaciones de manejo.

## **2.4 TITULARIZACIÓN DE UN PROYECTO DE CONSTRUCCIÓN**

Un proceso de titularización puede estructurarse a partir de la emisión de títulos de participación o mixtos sobre un patrimonio autónomo conformado por un lote, los diseños, estudios técnicos y de factibilidad económica, programación de obra y presupuestos de diseño y construcción. El inversionista es participante de la totalidad del proyecto, es decir, tanto de la valorización como de los demás beneficios derivados. El patrimonio autónomo se puede también construir con los dineros para adquirir el lote en el cual se desarrollará el proyecto.

El patrimonio autónomo puede constituirse por dos vías diferentes:

- Una sociedad constructora otorga en fideicomiso un lote, los diseños, estudios técnicos y de factibilidad económica, programación de obra y presupuestos necesarios para adelantar la construcción del inmueble. El agente de manejo emite los títulos movilizados con cargo al patrimonio autónomo.
- Por medio de los contratos de fiducia mercantil irrevocables, el inversionista aporta en forma gradual los recursos necesarios para la adquisición del lote y la

ejecución del proyecto y, con posterioridad a estos contratos, el agente de manejo emite los títulos movilizados.

En los dos eventos la sociedad constructora recibe títulos movilizados y todos los tenedores participan en forma alícuota de la rentabilidad proveniente de la valorización del inmueble y de la venta de las unidades construidas.

#### **2.4.1 Reglas específicas para este tipo de titularización:**

- En ningún momento el monto de la emisión podrá exceder el 100% del presupuesto total de costos del proceso inmobiliario, incluidos los costos inherentes al proceso de titularización.
- Los títulos movilizados deben tener la calidad de títulos de participación o mixtos, e incorporan derechos alícuotas o porcentuales sobre el patrimonio autónomo. Pueden ser de corto y largo plazo.
- El contrato de fiducia mercantil da origen al proceso que debe incluir cláusulas de condición resolutoria por medio de las cuales se anticipe el reembolso del dinero a los inversionistas en el evento en que no se alcance a captar del público el monto de recursos cuya captación se subordina el inicio de la ejecución del proyecto.
- En este tipo de procesos se exige el mecanismo de subordinación, por medio del cual los derechos de la constructora (Originador) sobre el proyecto se representan en títulos de participación que constituyen la parte subordinada de la emisión. La liberación de los títulos subordinados será efectuada por el agente de manejo en proporción directa al porcentaje de avance de la obra.

- El agente de manejo ejercerá la representación de los intereses de los poseedores de los títulos de participación. Igualmente deben velar por el manejo eficiente de los recursos provenientes de la emisión. Los desembolsos serán periódicos de acuerdo al avance de la obra del constructor.

## **2.5 TITULARIZACIÓN PARA LA FINANCIACIÓN DE OBRAS DE INFRAESTRUCTURA Y SERVICIOS PÚBLICOS**

Es una de las aplicaciones de titularización en Colombia que tiene mayor potencial de desarrollo, puesto que se constituye en una herramienta muy valiosa para la financiación de los altos volúmenes de recursos financieros para adelantar obras públicas.

Para la construcción de estas obras pueden titularizarse flujos de fondos o flujos futuros determinados por proyecciones mínimas de 3 años. Con base en lo anterior concluir que un proyecto de este tipo puede financiarse titularizando los flujos de fondos generados por una obra existente o los que generaría el mismo proyecto. En cualquiera de estos casos debe cumplir los siguientes requisitos:

- Estudio de factibilidad financiera
- Estudio de costos del proyecto
- Plazo del retorno de la inversión
- Inscripción de la Sociedad Constructora en el registro que determine el Estatuto de Contratación de la Nación
- Presencia de una firma interventora inscrita en el registro que determine el Estatuto de Contratación de la Nación

- La inversión mínima es de 70 salarios mínimos excepto en el caso de inversionistas institucionales
- Contar con uno de los mecanismos de cobertura consignados en la regulación, o cualquier otro que acepte la Superintendencia de valores, para asegurar la existencia de los flujos de caja.
- Los títulos a admitir sólo pueden ser de participación o mixtos

Si se trata de obras de infraestructura vial además de cumplir los requisitos anteriores debe contratarse un estudio de la demanda potencial del tráfico vehicular y tarifas de peajes proyectadas para la vía.

El flujo es entregado por la entidad pública propietaria de la obra o por construir en fiducia pública irrevocable a la sociedad fiduciaria, quien expide a su cargo títulos mixtos o de participación. Hay que anotar que sólo en esta clase de proyectos se puede estructurar la emisión de los títulos con base en proyecciones de flujos futuros, caso en el cual los mecanismos de seguridad deberán garantizar en un 300% el índice de riesgo.

## **2.6 TITULARIZACIÓN DE OTROS BIENES**

A continuación se realiza una breve descripción de la titularización de otra clase de activos. Estas son:

**2.6.1 Flujos de fondo:** los procesos de titularización estructurados con base en flujos de fondos destinados a cancelar los títulos emitidos, deberán contemplar mecanismos de cobertura del riesgo de certeza del flujo, en un 300%.

**2.6.2 Flujos originados en contratos de leasing:** los procesos estructurados con base en flujos originados en esta clase de contratos, deben contar con los mecanismos internos o externos descritos, adicionalmente, el originador deberá garantizar el cumplimiento de sus obligaciones en el contrato que dio origen al flujo, a fin de evitar que con justa causa el arrendatario suspenda el pago del flujo esperado.

**2.6.3 Acciones:** los procesos estructurados sobre acciones, sólo podrán emitirse títulos de participación, y en el contrato y/o reglamento deberá quedar claro el inversionista conoce y asume el riesgo inherente. Esta última característica justifica que estos procesos no requieren mecanismos de apoyo crediticio ni calificación.

**2.6.4 Títulos de deuda pública:** los procesos de titularización estructurados a partir de la deuda pública emitidos y garantizados por la nación o por el Banco de la República no requerirán de mecanismo de garantía, ni previa calificación de los nuevos valores.

### 3. TITULARIZACIÓN FLUJO DE CAJA FUTURO

#### 3.1 DEFINICIÓN

La titularización de flujos de caja futuros se define como una deuda estructurada ofrecida por un originador y respaldada por las cuentas futuras de los deudores del mismo. Las cuentas son transferidas a un patrimonio autónomo que se encarga de la emisión de los títulos. A diferencia de la titularización tradicional donde se logran altos niveles de calificación al aislar activos de riesgo de la cartera de crédito del originador.

Esta estructura permite conseguir recursos financieros respaldados en flujos de fondos futuros con el objetivo de utilizarlos en la operación del negocio sin necesidad de aumentar el nivel de endeudamiento. Esta alternativa es bastante atractiva para empresa que tiene un nivel de ingresos futuros o flujos de caja bastante estables y con un potencial interesante de crecimiento.

#### 3.2 ANTECEDENTES DE TITULARIZACIÓN DE FLUJOS DE CAJA FUTUROS EN COLOMBIA

**3.2.1 Titularización del flujo de caja mensual de la sobretasa al combustible automotor del área metropolitana de Bucaramanga:** el objeto de esta titularización es la movilización de los activos del área metropolitana de Bucaramanga provenientes del recaudo de la sobretasa al combustible automotor (gasolina extra y corriente), de la cual son beneficiarios la jurisdicción de los municipios de Bucaramanga y Piedecuesta (Santander), con el fin de obtener recursos que serán destinados al prepago de las obligaciones contraídas por estos municipios con anterioridad al 31 de diciembre de 1996.

- Títulos: se denominaron Títulos de Desarrollo Vial siglo XXI.
- Emisor: Fideicomiso Fiduciaria Tequendama S.A.
- Monto: \$18.500.000.000 moneda corriente.
- Series y plazos: serie única con vencimiento a 8 años.
- Valor nominal: cada título tendrá un valor \$ 1.000.000.
- Número de títulos: la emisión estuvo compuesta por 18.500 títulos.
- Ley de circulación: a la orden.
- Pago de intereses y Capital: los títulos tienen pagos parciales de capital y devengan intereses sobre los saldos de capital los cuales son pagados en forma mensual, trimestral y semestral vencido de acuerdo a elección del suscriptor a una tasa de interés del DTF más unos puntos adicionales determinados en la publicación de oferta pública.
- Plazo y Mecanismos de colocación: los títulos se colocaron en un tramo en el mercado primario mediante la oferta pública y su colocación se realizó a través de contratos de *Underwriting* en la modalidad en firme y garantizado. El plazo de colocación de la emisión fue de un año a partir del día siguiente a la publicación del aviso de la oferta pública.
- Destinatarios: la oferta estuvo dirigida a ahorradores, personas naturales, inversionistas institucionales, entidades oficiales y al público en general.
- Agente recaudador y de manejo: Fiduciaria Tequendama S.A.

- Mercado secundario: los cupones serán negociados y estarán inscritos en la Bolsa de Valores de Colombia.
  
- Calificación: *Duff and Phelps* de Colombia S.A. otorgó una calificación A, observándose en la emisión niveles adecuados de protección para la calificación correcta.
  
- Como mecanismos de cobertura se cuenta con: un fondo de reserva, un fondo de depósito inicial, un fondo de rendimiento, cuantías de provisión y una cláusula condicional que se refiere a la responsabilidad especial del agente originador.
  
- Se constituye un patrimonio autónomo conformado por los derechos de recaudo de dinero existentes a favor del Área Metropolitana de Bucaramanga y Piedecuesta. También ingresarán a este patrimonio las sumas correspondientes al fondo de depósito inicial, los rendimientos producidos por los recursos del patrimonio y las sumas que se recaudan por el concepto de sanciones producto de la mora.
  
- Este patrimonio autónomo tendrá una vigencia de 99 meses contados a partir de la fecha de publicación de la oferta.
  
- El valor proyectado del flujo de caja que se espera percibir por concepto de la sobretasa al combustible automotor y que constituye el activo principal del patrimonio autónomo, se ha tomado teniendo en cuenta las tendencias históricas del consumo del combustible en Bucaramanga y Piedecuesta, y el comportamiento presentado en municipios similares que se encuentran cobrando sobretasa.

**3.2.2 Titularización del patrimonio autónomo Tayrona:** el objeto de esta titularización es la constitución del patrimonio autónomo denominado “Patrimonio Autónomo Tayrona”, el cual será administrado por la fiduciaria, y con base en el cual se realiza la emisión de títulos.

- Emisor: Patrimonio Autónomo Tayrona.
- Monto: \$300.000.000.000 moneda corriente.
- Originador: Sociedad de Servicio Colombiano de Investigación e Inversión S.A. (SECOLINSA).
- Agente de manejo: Fiduciaria del Valle S.A.
- El agente de manejo de la titularización adquiere obligaciones de medio y no de resultado.
- Administrador de emisión: Deposito Centralizado de Valores de Colombia. S.A. (DECEVAL).
- Inversión mínima: Un título valor.
- Clase de títulos: Títulos de Contenido Crediticio.
- Valor nominal: cada título tendrá un valor \$ 50.000.000.
- Inscripción: Los títulos valores son inscritos en forma anticipada en el registro nacional de valores e intermediarios y la autorización de la oferta pública por parte de la Superintendencia de Valores, no implica certificación sobre la bondad del valor o la solvencia de la emisión.

- Mecanismo de colocación: los títulos serán colocados mediante la oferta pública en el segundo mercado. En tal sentido, los mencionados títulos solo podrán ser adquiridos y negociados por aquellas personas que poseen o administren un portafolio de inversiones no inferior a ocho mil quinientos (8.500) salarios mínimos mensuales.
  
- Destinatarios de la oferta: Inversionistas calificados, es decir, personas que poseen o suministran un portafolio de inversiones no inferior a ocho mil quinientos (8.500) salarios mínimos mensuales, de conformidad con la resolución 400 de 1995 de la Superintendencia de Valores.
  
- Rentabilidad máxima: 18% E.A. para las subseries A1, A2 y A3.  
DTF+3% T.A. para las subseries B1, B2 y B3.  
IPC+9% E.A. para las subseries C1, C2 y C3.
  
- Lugar de inscripción: Los títulos estarán inscritos en la Bolsa de Valores de Colombia S.A. La inscripción en bolsa no garantiza la bondad del título ni la solvencia del emisor.
  
- Calificación: “*Duff and Phelps*” de Colombia S.A califico los títulos AAA, calificación que constituye un elemento de juicio para la decisión de inversión de los potenciales inversionistas
  
- El fideicomiso es cargado a los títulos valores conforme a la celebración del contrato de fiducia, con un aporte de \$1.000.000 requeridos para constituir su inicio y para efectos de el fideicomiso por parte de el originador.
  
- El patrimonio autónomo, es acreedor y titular del derecho de cobro de los intereses y capital de las notas adquiridas por el fideicomiso. El patrimonio

autónomo también es acreedor y titular de los derechos y obligaciones derivados de los contratos.

- El contrato de fiducia tiene como finalidad emitir y colocar en el segundo mercado de capitales colombiano, títulos de contenido crediticio por trescientos mil millones de pesos (\$300.000.000.000), con garantía en los activos de el patrimonio autónomo. Los recursos obtenidos de la colocación de los títulos se destinarán a la adquisición de las notas. El flujo de caja requerido para atender el pago de los intereses y capital a los tenedores de los títulos.

- Pago de intereses y capital: el flujo de caja requerido para los pagos de los tenedores de títulos se originan única y exclusivamente en:

- El flujo de caja originado en el pago de intereses y capital de las notas.

- El flujo de caja derivado del contrato *swap*, firmado entre la fiduciaria como vocera o personera de el patrimonio autónomo.

- El flujo de caja proveniente del contrato de tasa de cambio, firmado entre la fiduciaria como vocera o personera de el patrimonio autónomo y CORFIVALLE S.A.

**3.2.3 Titularización Sobretasa a la Gasolina Municipio de Ibagué:** El objeto de esta titularización es la constitución de un patrimonio autónomo que canaliza los ingresos derivados de la sobretasa a la gasolina (extra y corriente) recaudos por el municipio de Ibagué y que provenían de los sujetos pasivos del tributo durante un periodo de seis (6) años y cuyo propósito fue la creación de una fiducia mercantil.

- Títulos: se denominaron “Títulos Progreso” municipio de Ibagué.
  
- Agente de manejo: por medio del contrato 072 de 1995, el alcalde del municipio de Ibagué firmó el acuerdo fiduciario con la sociedad Fiduciaria Corredores Asociados S.A. “FIDUCOR” por un término de ocho años.
  
- Asesoría: El municipio de Ibagué suscribió un contrato con la Corporación Financiera de Occidente S.A. el Contrato No. 268 de 1995, con el objeto de obtener asesoría financiera y jurídica para el proceso de titularización. Con base en esta consultoría, el 30 de mayo del 96 se suscribió entre el Municipio de Ibagué y Global Fiduciaria S.A., el contrato de fiducia mercantil denominado “Fideicomiso Titularización Sobretasa al Combustible Motor del Municipio de Ibagué”.
  
- Inscripción: Por medio de la Resolución 0430 de 1996, la supervivencia de valores de Colombia ordenó la inscripción de los “Títulos Progreso” en el registro nacional de valores e intermediarios y autorizó la venta pública de los mismos. Posteriormente, con la autorización de la Supervalores, Global Fiduciaria S.A. suscribió con Acciones e Inversiones S.A. Comisionista de Bolsa, el Contrato número 168 de 1997 de “*underwriting*” de colocación garantizada, el día 21 de julio de 1997. Dos años después, el 1 de octubre de 1999, se suscribió entre la Sociedad Fiduciaria S.A. y la Fiduciaria Colombiana de Comercio Exterior S.A. (FIDUCOLDEX), el contrato de cesión de la posición contractual del fiduciario.
  
- Calificadora: La firma calificadora de riesgos “*Duff y Phelps*” de Colombia estuvo presente en todo el proceso, emitiendo sus calificaciones y conceptos sobre la calidad de los títulos “Progreso” en negociación.

FIDUCOLDEX elaboró el 13 de junio de 2002 una comunicación a FIDUPOPULAR en la cual se informó la fecha de terminación del contrato del fideicomiso “Titularización Sobretasa a la Gasolina Municipio de Ibagué” con el fin de que los

dineros provenientes del recaudo de la sobretasa del mes de julio no fuesen consignados en el patrimonio autónomo, sino que el procedimiento se realizara en la forma en que el municipio de Ibagué lo indicara.

Para concluir dicho negocio de manera exitosa, el 6 de junio de 2002 la fiduciaria solicitó a “*Duff and Phelps*”, a la Supervalores y a la Bolsa de Colombia los paz y salvos por concepto de pagos de Calificadora de Valores, Registro Nacional de Valores y Sostenimiento de Bolsa. El 6 de julio fueron recibidos los correspondientes a la calificadora de riesgos y la Superintendencia de Valores.

Los pagos finales de los “Títulos Progreso” se efectuaron el 24 y el 25 de julio de 2002, al Fondo de Pensiones Horizonte y al Fondo de Pensiones Voluntarias Horizonte, por la suma de \$3.200.000.000; con lo cual finalizó la titularización de la sobretasa a la gasolina en el municipio de Ibagué.

- Certificado: El 27 de agosto de 2002 la Bolsa de Valores de Colombia expidió el certificado de Paz y Salvo provisional por concepto de inscripción y sostenimiento de títulos valores, mientras se terminaba de cancelar. El 26 de septiembre se efectuó el pago final a esa entidad, con lo cual el municipio de Ibagué recibió el certificado de paz y salvo definitivo.
- Mecanismo de colocación: Los “Títulos Progreso” del municipio de Ibagué fueron colocados en el mercado de valores mediante oferta pública alcanzando los \$8.000.000.000; de los cuales \$4.800.000.000 se vendieron en 1996; de ese total, el 95.4% fue adquirido por personas jurídicas y el restante 4.6% por personas naturales. En 1997 se colocaron \$3.200.000.000, el 100% fue adquirido por inversiones del Fondo de Pensiones Horizonte.
- Amortización: se efectuó de acuerdo con los tiempos de maduración de los “títulos progreso” municipio de Ibagué así:

- En septiembre de 2000 se amortizaron a capital \$269.600.000.
- En julio de 2001 se redimieron títulos valores por valor de \$900.000.000.
- En agosto de 2001 se cancelaron títulos por \$1.800.000.000.
- En septiembre de 2001 se redimieron títulos por \$1.830.400.000.
- En julio de 2002 se cancelo el excedente, equivalente a \$3.200.000.000.

**3.2.4 Titularización Incauca “forward” de azúcar:** el objeto de esta titularización es la constitución de un patrimonio autónomo con derechos económicos sobre activos o de cobro, derivados de un contrato forward de compra venta de azúcar negociado en la rueda abierta de la Bolsa Nacional Agropecuaria (BNA) mediante mandatos de compra y de venta otorgados por POSTOBÓN e INCAUCA REFINERÍA DE COLOMBIA.

- Títulos: se denominan títulos Incauca “forward” de azúcar.
- Agente de Manejo: Fiduciaria de Occidente.
- Características de la emisión: La emisión recibió una calificación de “AAA” (TRIPLE A). Dicha calificación significa emisiones con la más alta calidad crediticia. Los factores de riesgo son prácticamente inexistentes.
- Emisión: se hará en 2 series y tendrá un plazo de 5 años.
- Serie A tendrá una rentabilidad de hasta DTF + 4,00% pagaderos trimestre  
Serie B devengará intereses de hasta IPC + 12,50% pagaderos trimestre vencido.

- Estructura de la emisión: Cuenta con el apoyo crediticio de los Fondos de Reserva de Intereses, de Reserva de Amortización y de Reserva de Cobertura, y una sobrecolateralización suficientemente amplia con relación al monto de la emisión, respaldados por un Contrato de Fiducia Mercantil.
  
- Fuente de pago: los recursos de la emisión se logran por el recaudo de las sumas producto de las ventas de azúcar de INCAUCA REFINERIA a POSTOBON, respaldadas con un Contrato Forward de Compraventa de Azúcar negociado en la rueda abierta de la Bolsa Nacional Agropecuaria (BNA). Este contrato tiene un plazo de cinco años y se estableció un Valor Neto Mensual de Compra, que asciende a \$2.500 millones, reajustados por el IPC anualmente. El Contrato Forward está, a su vez, garantizado por la Cámara de Compensación de la BNA.
  
- Naturaleza del activo: la emisión esta respalda por el suministro de azúcar que es el insumo fundamental para la elaboración de las gaseosas, producto principal de POSTOBON. “*Duff & Phelps*” de Colombia S.A. considera que esta condición le confiere una importante fortaleza a la emisión, puesto que POSTOBÓN necesariamente debe comprar azúcar para elaborar sus productos. Asimismo, al ser INCAUCA REFINERÍA su único proveedor y parte de la organización Ardila Lülle, POSTOBÓN tiene todo el incentivo para realizar sus compras a dicha Empresa.
  
- Capacidad operativa: INCAUCA tiene la capacidad de producción más grande entre los ingenios colombianos e INCAUCA REFINERIA, a su vez, es el ingenio con mayor capacidad de producción de azúcar refinada. Tanto el Ingenio como la refinería cuentan con una administración de larga trayectoria y conocedora del negocio del azúcar, la cual se encuentra comprometida en el desarrollo de los futuros planes y proyectos de la organización. Adicionalmente, “*Duff & Phelps*” de Colombia considera que POSTOBÓN tiene una capacidad operativa y financiera

suficientemente amplia para mantener su línea de negocios y cumplir con sus compromisos de compra de azúcar.

- Agente de manejo: Para la conformación del Fideicomiso, INCAUCAREFINERÍA DE COLOMBIA S.A. celebró un Contrato de Fiducia Mercantil Irrevocable con Fiduciaria de Occidente S.A., llamado FIDEICOMISO INCAUCA REFINERÍA DE COLOMBIA. El objeto de este contrato es conformar un Patrimonio Autónomo con los derechos titularizados, para que este expida los títulos Incauca *forward* de azúcar y, a su vez, sirva de garantía y fuente de pago de la presente emisión. Los derechos titularizados son los pagos por todas las cantidades de azúcar que INCAUCA REFINERÍA DE COLOMBIA entregue a POSTOBÓN bajo el Contrato Forward, así como los demás derechos accesorios que surjan en favor de INCAUCA REFINERÍA DE COLOMBIA bajo el mismo contrato.

## PROCESO DE TITULARIZACION DE FLUJOS DE CAJA FUTUROS

### EN QUE CONSISTE LA TITULARIZACION DE FLUJOS FUTUROS?

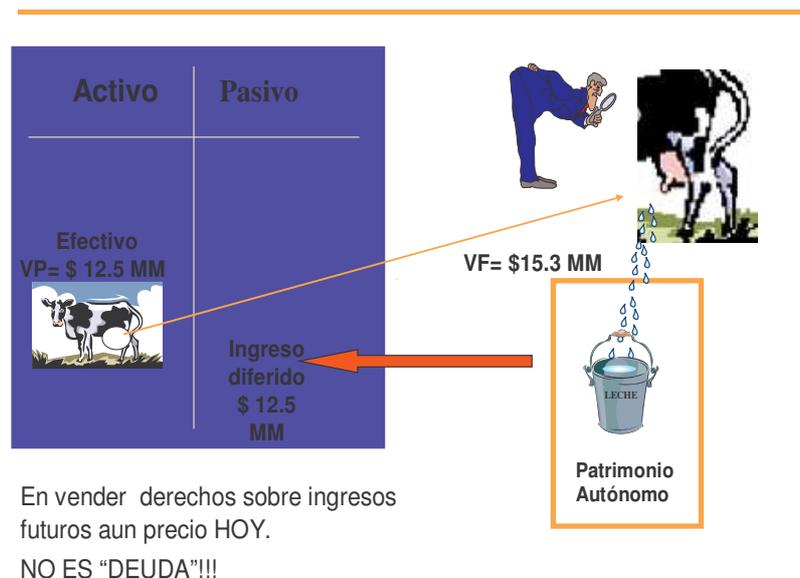


Figura 2. Esquema del proceso de titularización de flujos de caja futuros.

## FUNCIONAMIENTO FINANCIERO DE LA TITULARIZACION DE FLUJOS DE CAJA FUTUROS

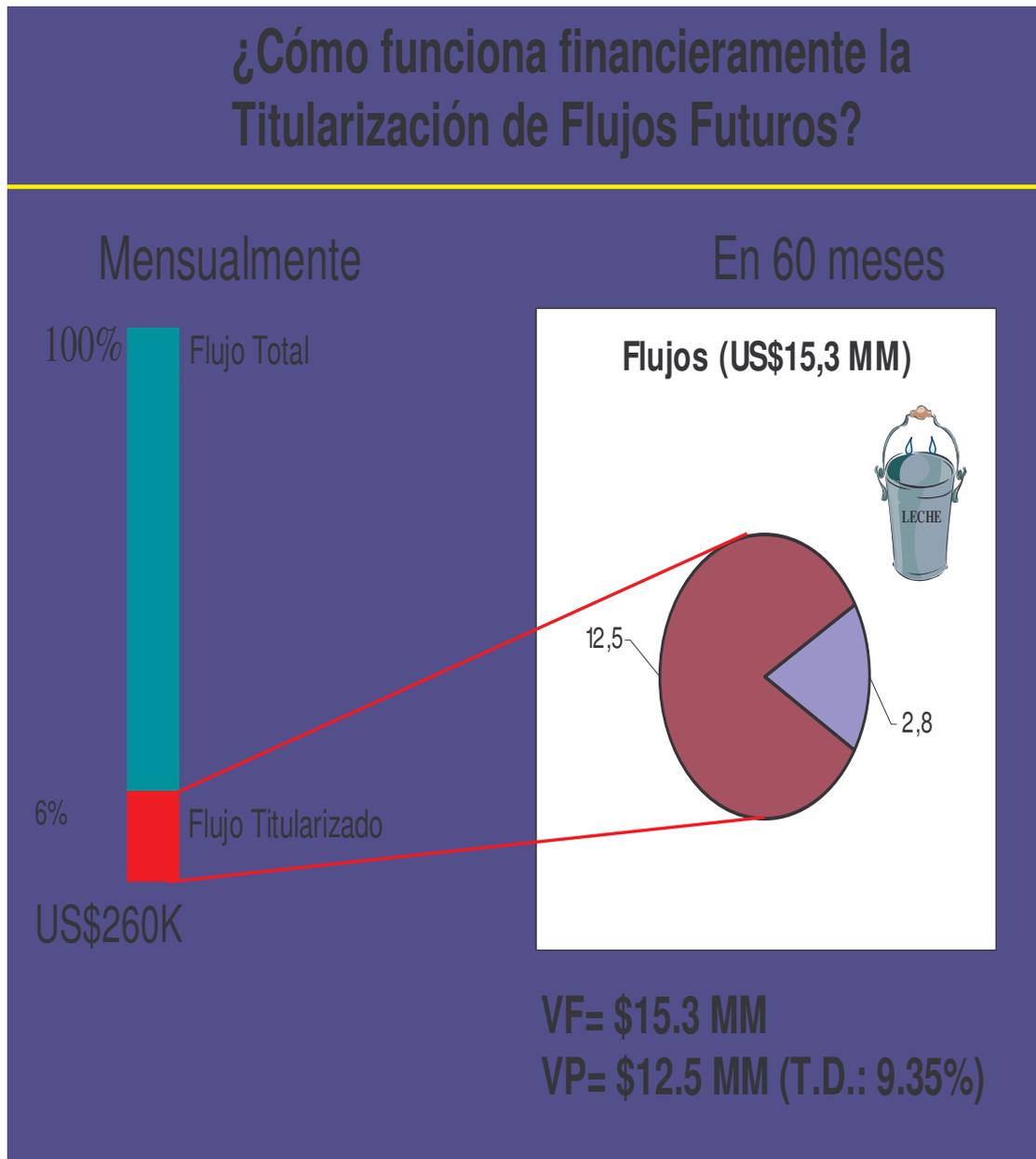
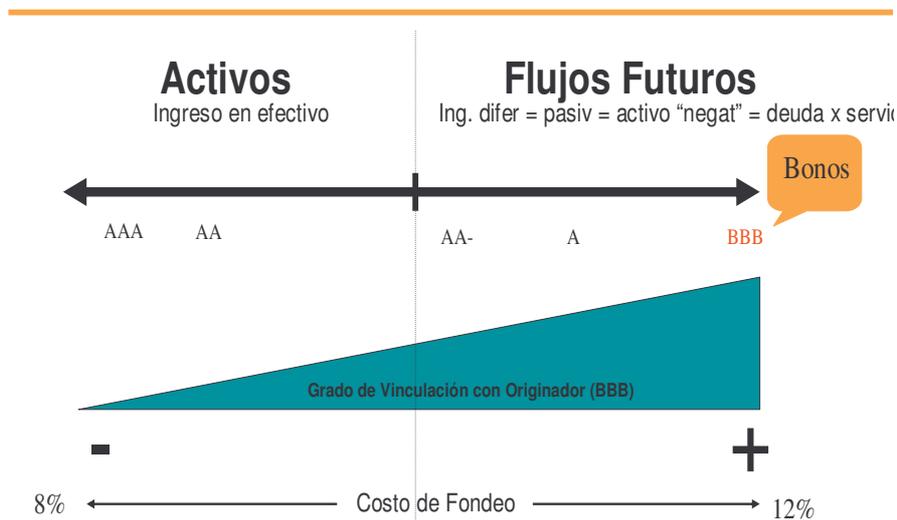


Figura 3. Esquema financiero de la titularización de flujos de caja futuros.

**Cuadro 1 activos vs. Flujos de caja futuros**

	<b>ACTIVOS</b>	<b>vs</b>	<b>FLUJOS FUTUROS</b>
Naturaleza legal	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Venta de algo que existe</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>• Venta de algo por existir</li> </ul>
Origen del flujo	<ul style="list-style-type: none"> <li>• De algo realizado o servicio realizado</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>• De algo por realizar o servicio por realizar</li> </ul>
Objetivo	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Vender activos que generan flujo, transferir riesgo, bajar costos</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>• Atrapar flujos en la fuente, eliminar riesgo soberano (obtener liquidez hoy)</li> </ul>
Naturaleza de los recur. obten. X orig.	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Por la venta del activo que transfiere al PA en propiedad.</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>• Adelanto contra la futura generación de flujos</li> </ul>
Tratamiento contable	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ingreso de efectivo</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ingreso diferido</li> </ul>
Riesgos	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Inherentes a la naturaleza del activo</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>• Generación (Performance) y cobranza</li> </ul>
Coberturas	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Bajas (Calificación alta)</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>• Altas (Califica &gt; que de origen.</li> </ul>

## Activos vs Flujos Futuros



**Figura 4. Esquema de comparación entre la titularización de activos y la titularización de flujos de caja futuros.**

### 3.3 PRINCIPALES FORMAS DE TITULARIZACION DE FLUJOS DE CAJA FUTUROS

- Cuenta por cobrar de contratos existentes por servicios prestados (cuenta por cobrar no facturada) Ejemplo: Llamadas telefónicas realizadas y facturadas a fin de mes.
- Cuenta por cobrar de contratos por servicios aún no entregados (cuenta por cobrar de contrato vigente) Ejemplo: Llamadas aún no efectuadas, como ser tarjetas telefónicas.
- Cuenta por cobrar de contratos a firmarse en el futuro (cuenta por cobrar de contratos aún no suscritos) Ejemplo: Conexiones futuras de líneas telefónicas.

- Recibos de efectivo que no son cuentas por cobrar. Ejemplo: Peajes, “*tickets*” de cine, etc. A veces equivocadamente la llaman “cuentas por cobrar futuras”.

### **3.4 TITULARIZACIONES EXOTICAS DE FLUJOS DE CAJA FUTUROS**

- Titularización de flujos futuros de conciertos “*Bowie Bonds*”.
- Titularización de Flujos futuros de ingresos producidos por películas de cine “*Bond bonds*”.
- Titularización de flujos futuros de Primas de seguros “*Cat bonds*”.
- Titularización de Flujos futuros de pensiones para reducir el déficit.
- Titularización de flujos futuros para “*tickets*” de cine, teatros, parqueos, membresías a clubes, etc.

### **3.5 RIESGOS QUE DEBE MITIGAR LA TITULARIZACION DE FLUJOS DE CAJA FUTUROS**

#### **3.5.1 Factores exógenos**

- Riesgo soberano “*Sovereign Risk*”: Interferencia gubernamental sobre los flujos, congelamiento de cuentas, prohibición a la convertibilidad (transferencia de riesgo).
- Riesgo político “*Political Risk*” : Proyectos de infraestructura atraen de forma particular el interés político del Gobierno y de la sociedad.
- Riesgo de regulación “*Regulatory Risk*”: Riesgo de fijación de tarifas, cambios.

- Riesgo de transferencia “*Transfer Risk*” : Riesgo de conversión de monedas para pagar obligaciones financieras
- Riesgo de moneda “*Currency Risk*” : Riesgo de devaluación cuando hay que pagar obligaciones en moneda extranjera. El flujo de caja se recibe en moneda local (\$) y el flujo de caja se vende en moneda extranjera (US\$).
- Riesgo legal “*Legal Risk*”: Existencia del “*true sale*”. El SPV es una Patrimonio Autónomo.

### **3.5.2 Factores endógenos**

- Riesgo único de capital “*Single Asset Risk*”: Riesgo de una sola fuente de pago. Ejemplo: el peaje
- Riesgo económico “*Economic Risk*”: Riesgo de tener flujos de caja suficientes. Lo anterior depende de la demanda y el precio de venta del servicio que genera el flujo de caja futuro.
- Riesgo de comisión “*Commingle Risk*” : Riesgo de mezcla de recursos entre los inversionistas, el servidor y el originador.
- Riesgo de cumplimiento “*Performance Risk*”: Riesgo de desempeño del originador.
- Riesgo de construcción “*Construction Risk*”: Riesgo de incumplimiento de cronogramas, presupuesto, fuerza mayor y otros similares.

### **3.6 METODOLOGIA DE CALIFICACION DE PROCESOS DE TITULARIZACION DE FLUJOS DE CAJA FUTUROS POR PARTE DE LAS CALIFICADORAS DE RIESGO**

Las calificadoras de riesgo analizan los criterios utilizados en el proceso de calificación de riesgo de títulos valores emitidos en virtud de los procesos de titularización. Los procedimientos descritos son aplicados, en forma general, a procesos de titularización estructurados por patrimonios fideicometidos, y por patrimonios de sociedades de propósito especial y sociedades de fondos de inversión.

La calificación de los títulos valores emitidos por los procesos de titularización consta de seis etapas:

**3.6.1 Análisis de la información:** El proceso de análisis comienza por verificar si el emisor presenta información representativa y válida. Se trata de determinar, a juicio de la Calificadora de Riesgo S.A. si los estados financieros y otros antecedentes complementarios, son suficientes para inferir razonablemente la situación financiera del patrimonio fideicometido y evaluar el riesgo asociado a los títulos de oferta pública emitidos a raíz del proceso de titularización.

Adicionalmente se evalúa la información recibida del Originador, así como del fiduciario o sociedad titularizadora, de ser el caso.

Será clasificado en "Categoría E" todo título emitido por sociedades que se encontrasen en una o más de las siguientes situaciones:

- Cuando la titularizadora se niegue a proporcionar toda la información estrictamente necesaria para realizar el análisis correcto.

- Cuando la información sobre la composición de sus activos no fuese válida.

Sin perjuicio de lo anterior, se podrá clasificar un título en "Categoría E" cuando le fuese imposible utilizar la información disponible.

**3.6.2 Análisis legal:** el análisis comprende el estudio relativo a la seguridad jurídica del establecimiento del patrimonio fideicometido, esto es, de la real transferencia de los derechos sobre los activos a ser titularizados.

La calificación de una titularización dependerá en gran medida de la solvencia y estabilidad del activo independizado, así como de las garantías que se establezcan en el contrato de emisión de los valores de los activos titularizados.

En lo específico, se analizan los siguientes elementos:

- Posibilidad remota de quiebra: Que la sociedad de propósito especial o patrimonio fideicometido cumpla ciertos requisitos que independicen totalmente sus actividades de otros negocios, y de otros patrimonios fideicometidos.

Adicionalmente, se analizará en este punto, el vehículo de estructuración: fideicomiso, sociedad de propósito especial o sociedad de fondo de inversión, de manera que cumplan con las disposiciones establecidas por la Superintendencia General de Valores en sus reglamentos.

- Transferencia, propiedad y seguridad legal: Que el contrato de transferencia / venta cumpla con todos los requisitos legales, y que no sea susceptible de ser impugnado. Se analiza la existencia de los activos titularizados y que no posean problemas legales.

- Garantía crediticia: Se evalúan las garantías, las cartas de crédito, los avales, los

seguros, entre otros, según estén establecidos en el contrato de transferencia, que establezcan legal y válidamente las obligaciones hacia los inversionistas: proceso de ejecución, monto de las garantías, etc.

**3.6.3 Análisis de la solvencia del patrimonio:** esta etapa del análisis tiene por objeto estudiar la solvencia del patrimonio fideicometido, lo que también se conoce como "Análisis Estructural". El proceso considera una diversidad de elementos cuantitativos y cualitativos que, en conjunto, llevan a establecer una calificación. En general se identifican los siguientes factores:

- Análisis del patrimonio fideicometido: Evaluación de las cuentas del activo agregadas o retiradas del fondo, los intereses del originador (cuentas elegidas, representaciones, provisiones y garantías), eventos que determinen el pago anticipado o diferido, las posibilidades de "default", así como la verificación de la composición de fondo.
  
- Características del flujo de caja del patrimonio fideicometido: Se analizan, entre otros elementos, los costos financieros del fondo, pago del principal, pago de los intereses, características de liquidez, capacidad de cubrir amortizaciones, pagos anticipados, impuestos, gastos generales, provisiones de recompra, entre otras variables lo que permite establecer una certidumbre sobre la capacidad de generación del flujo de caja para respaldar la emisión realizada.

**3.6.4 Análisis de los colaterales:** la Calificadora de Riesgo analiza el posible comportamiento futuro del patrimonio o fondo fideicometido, especialmente de la calidad de las garantías cedidas por el originador.

En lo específico, se analizan los siguientes elementos:

- Análisis de las operaciones del originador y del fideicomitente, su organización,

infraestructura y calidad de sus servicios, así como los aspectos de “marketing”, estructuración del fondo, servicios, su antigüedad, entre otros.

- Análisis del comportamiento histórico de cobranzas del originador, analizando la metodología para el otorgamiento de crédito, política de cobranza, políticas de otorgamiento, la morosidad histórica de la cartera, el comportamiento histórico de los principales deudores componentes de la cartera, así como, lo establecido, según lo aplique, el índice de siniestralidad histórico. Por otro lado se toma en cuenta factores tales como: sistemas de información y recursos computacionales, sistemas de almacenamiento de antecedentes de los créditos (seguridad), existencia y calidad de los manuales de crédito, entre otros.
- Experiencia y calidad de la propiedad y administración del originador y de la sociedad titularizadora.

En cuanto a las características de la administración, se deberá analizar la preparación profesional de los administradores para la toma de decisiones y para enfrentar los riesgos inherentes al negocio; los antecedentes de los administradores o de las personas que en razón de su cargo o posición, están facultadas para tomar decisiones relativas al giro, su antigüedad en el cargo, rotación y, en general cualquier antecedente que pueda influir en la gestión del negocio.

El análisis sobre la propiedad de la empresa, deberá contemplar aspectos como: concentración de ésta, antecedentes financieros de los propietarios, forma en que influyen en la toma de decisiones, intereses de los principales dueños en relación al comportamiento de la empresa, el grupo empresarial al que pertenece el emisor y, en general, cualquier antecedente que se estime relevante y que pudiera influir en la gestión del negocio.

- Recursos financieros con que cuenta la empresa originadora, así como su capacidad de acceso al crédito, y su calificación crediticia, cuando aplica.
  
- Análisis del flujo de caja, escenarios posibles, tomando en cuenta los siguientes elementos:
  - Monto nominal de los saldos pertenecientes a la cartera.
  
  - Suma de flujos de pago provenientes de los créditos titularizados, pertenecientes a la cartera de activos, período a período
  
  - Plazo de vencimiento de los créditos
  
  - Razón deuda/garantía de los créditos
  
  - Costos de administración de los créditos
  
  - Morosidad acumulada y esperada de los créditos
  
  - Garantías líquidas otorgadas
  
  - Existencia de opciones de prepago
  
  - Generación de flujos, dada la política de inversiones de los mismos, por parte de los excedentes no retirados
  
  - Sensibilización de la tasa de morosidad a cambios en la actividad económica, incluyendo un escenario de máxima sensibilización correspondiente a la simulación de crisis económicas

La capacidad de pago de la cartera de activos, es dada por la suma de los siguientes factores:

- Flujo de pago de los créditos efectivamente recibidos, que corresponden a los pagos ponderados por la morosidad acumulada en cada periodo.
- Flujo obtenido por la liquidación de garantías, que corresponde al mínimo entre deuda asociada y el valor de recuperación de garantía liquidada.
- Flujo obtenido por la mantención de excedentes temporales en el patrimonio separado, el que corresponde a los ingresos financieros obtenidos por la inversión de los excedentes temporales en el mercado de capitales. Este flujo debe ser calculado sobre la base de una rentabilidad no superior al retorno promedio de los instrumentos de renta fija de fácil liquidación.
- Valor sobrecolateral que garantice la emisión y que debe ser incorporado al patrimonio separado al momento de realizar la emisión y que pasa a integrar la caja del patrimonio.
- Al resultado anterior se le restarán los costos administrativos del contrato, expresados como porcentaje de los saldos, con lo que se obtendrá la capacidad de cobertura de cupones de los títulos de deuda emitidos, periodo a periodo.

**3.6.5 Análisis de la liquidez del instrumento:** el análisis de la liquidez de la emisión titularizada considera la presencia bursátil, y la profundidad de los mercados en los que se transan los valores emitidos a consecuencia del proceso de titularización.

Sobre la base de la información dada por los elementos anteriores, la Calificadora de Riesgo determinará si la liquidez del instrumento es adecuada o si existe riesgo

de deterioro de la capacidad de cumplir con los compromisos de pago por proyectarse situaciones de iliquidez.

**3.6.6 Calificación final:** la calificación final de una cartera titularizada no es el resultado de un proceso automatizado de ponderaciones, sino que recoge la opinión, que respecto a la solvencia de los flujos de caja que originaron el patrimonio o fondo fideicometido, así como las características de seguridad legal y garantía de los colaterales y la conformación del vehículo estructurador, tienen los analistas responsables y, en última instancia, el Consejo de Calificación, que es el responsable de asignar una calificación final.

### **3.7 ANALISIS DE RENTABILIDAD**

Los tipos de interés son importantes a la hora de considerar la oportunidad de constituir el fondo de titularización, tanto en lo que se refiere a su nivel como a la forma de la curva del mercado. Por lo que se refiere a su nivel, su importancia se refleja en la referencia del mercado utilizada.

En este sentido, el nivel de los tipos de mercado influye sobre el costo de la financiación de manera similar a como lo hace cualquier otra forma de financiación mediante un pasivo propio. Los bonos de titularización deberán salir con un interés igual o superior al del activo menos riesgoso que exista en ese momento en el mercado, es lógico que en la mayoría de los procesos de titularización los bonos salen con unos puntos demás sobre la tasa libre de riesgo del mercado, la cuantía de dichos puntos será consecuencia del tipo de calificación de riesgo que obtenga el proceso de titularización.

Un efecto del proceso de titularización, es que cuando se emite un pasivo propio, las variaciones en el tipo de interés consecuencia del riesgo de mercado afectan directamente el costo de capital de la compañía. Por el contrario la variación en el

tipo de interés de algunos bonos de titularización no tiene efecto sobre el costo de financiación de la compañía, pero para el caso de la titularización del Flujo de Caja Libre si existe un Efecto en el costo de capital de la compañía, ya que se consideran títulos de contenido crediticio.

Una operación de titularización se compone de dos partes: la “venta” de activos cuya valoración depende de los tipos de mercado y simultáneamente, la emisión de los bonos de titularizables. En consecuencia, el efecto del cambio en los tipos de mercado sobre el costo de la financiación se obtiene como la diferencia de dos efectos:

El activo vendido representa un flujo de ingresos al que renuncia la entidad, por tanto a menor tasa de mercado mayor valor implícito de lo vendido.

En contraprestación la entidad recibe un flujo de ingresos procedente de los bonos de titularización los cuales fueron emitidos a una tasa de mercado la cual fue consecuencia del tipo de valoración del los flujos del activo vendido y además de la capacidad que tiene la empresa a futuro para responder por dichos bonos.

En definitiva, la titularización supone un intercambio de flujos y el valor presente de la diferencia es lo que debe entenderse como costo de la titularización.

Las emisiones de los títulos valores de la titularización podrán diferenciarse por su rentabilidad y plazo. Esto quiere decir que dichos títulos se podrían clasificar en varias series con rentabilidades y plazos diferentes, con el fin de ponderar un poco más la rentabilidad del emisor.

Ejemplo:

La serie A: títulos Tasa Fija

La serie B: títulos Tasa Variable (DTF)

La serie C: títulos Tasa Variable (IPC)

Además el emisor podría sacar subseries de las series, que estuvieran relacionadas con el vencimiento del título así podría garantizar que no existiera en algún momento una gran presión sobre su flujo de caja a la hora de redimir el valor de los títulos.

Además las subseries B ofrecerían unos puntos adicionales nominales de acuerdo con su plazo, al igual las Subseries C ofrecerían unos puntos adicionales Efectivos de acuerdo con su plazo.

Ejemplo:

Fecha de vencimiento de las Subseries de la Serie A

A1 Noviembre 1 de 2005	A2 Junio 1 de 2008	A3 Noviembre 15 de 2011
---------------------------	-----------------------	----------------------------

Fecha de vencimiento de las Subseries de la Serie B

B1 Noviembre 1 de 2005	B2 Junio 1 de 2008	B3 Noviembre 15 de 2011
---------------------------	-----------------------	----------------------------

Fecha de vencimiento de las Subseries de la Serie C

C1 Noviembre 1 de 2005	C2 Junio 1 de 2008	C1 Noviembre 15 de 2011
---------------------------	-----------------------	----------------------------

Los rendimientos de los títulos podrán ser pagados en diferentes periodos del año según lo estime el emisor. Aunque es recomendable que si los títulos están a tasa fija lo mejor es pagar los rendimientos año vencido, si el título está en tasa variable mas puntos sacados sobre una nominal trimestral, entonces los rendimientos deberían pagarse trimestralmente y por ultimo si los títulos están en tasa variable mas unos puntos efectivos Anual entonces se pagaran los rendimientos anualmente.

### **3.8 CUESTIONAMIENTOS A LA TITULARIZACION DE FLUJOS DE CAJA FUTUROS EN PAISES COMO COLOMBIA.**

**3.8.1 La Titularización subordina a acreedores existentes:** las empresas quiebran no por falta de patrimonio, sino por falta de liquidez.

La mayor liquidez es igual a la menor probabilidad de quiebra. En caso de quiebra, el ingreso diferido se convierte en “deuda” subordinada a los acreedores existentes.

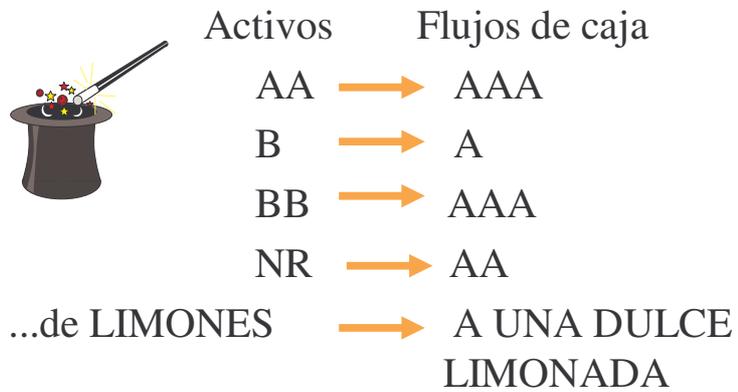
Los estudios demuestran que el 88% de las empresas que han titularizado sus flujos de caja futuros han incrementado su calificación de riesgo.

Es preferible ser primer acreedor de una empresa BBB o segundo acreedor de una empresa AAA.

**3.8.2 La titularización no es eficiente porque es muy costosa:** los costos fijos de titularizar son altos, pero la alquimia de la titularización hace que el Originador tenga un costo de fondeo lo suficientemente bajo como para recuperar los costos fijos.

## La ALQUIMIA de la Titularización

---



**Arbitraje de Riesgo!!!!**

**Figura 5. Esquema de arbitraje de riesgo entre la titularización de activos y la titularización de flujos de caja futuros.**

#### 4. CONCLUSIONES

- La titularización de flujos de caja futuros es una alternativa de financiación que contribuye al despegue de la economía colombiana a partir de la emisión de títulos valores que son a la vez representativos y respaldados al tiempo por empresas que garantizan ingresos a través del tiempo.
  
- La titularización de flujos de caja futuros permite optimizar la estructura financiera del capital permitiendo contar con recursos más líquidos hoy; soportados al tiempo en la certeza de los flujos de caja proyectados de la empresa.
  
- La titularización de flujos de caja futuros es una deuda estructurada, que es ofrecida a un agente originador y respaldado a su vez por las cuentas futuras de los deudores del mismo.
  
- La titularización de flujos de caja futuros permite conseguir recursos financieros respaldados en flujos de fondos futuros con el propósito de utilizarlos en la operación del negocio sin necesidad de aumentar el nivel de endeudamiento.
  
- La titularización de flujos de caja futuros es atractiva para las empresas que tienen ingresos futuros garantizados y con un potencial interesante de crecimiento a través del tiempo.
  
- La titularización de flujos de caja futuros es ceder los derechos sobre los ingresos futuros a un precio de hoy; no es una deuda.

## 5. RECOMENDACIONES

- La titularización de flujos de caja futuros debe ser un proceso de financiación no únicamente para grandes empresas, sino para pequeñas y medianas empresas. Lo anterior dinamizaría la economía colombiana.
- Las empresas que acuden al proceso de titularización de flujos de caja futuros como una forma de financiación deberían ser favorecidas por las políticas del gobierno central en cuanto a reducciones de impuestos.
- Las entidades que forman parte del proceso de titularización, especialmente de flujos de caja futuros deberían reducir los costos de dicho proceso; haciendo que este sea más favorable para las empresas que desean implementarlo.
- La titularización de flujos de caja futuros como una forma de financiación debe tener un mayor nivel de comunicación y conocimiento entre los empresarios que están en búsqueda de recursos para la financiación de sus empresas.
- La financiación de las empresas a través de la titularización de flujos de caja futuros es una de las herramientas que debe dinamizar el mercado de capitales colombiano haciendo que esta economía crezca a tasas superiores.
- La titularización de flujos de caja futuros puede contribuir a la reducción de los márgenes de intermediación del sistema financiero colombiano, logrando que la financiación de recursos tenga un menor costo para los empresarios.

## BIBLIOGRAFÍA

ACEVEDO AGUDELO JESÚS EMILIO. La Titularización de Activos. Monografía Gestión Financiera y Empresarial, 1999. Biblioteca Universidad de Medellín

ATEHORTUA MORALES JOHN HEVER. Perspectiva de la Titularización Automática de Cartera Hipotecaria. Monografía para Especialización en Gestión Financiera Empresarial, 2000. Biblioteca Universidad de Medellín.

BERMÚDEZ VÉLEZ LUZ ADRIANA. Criterio para la Construcción del Flujo de Caja como Herramienta de Planeación Financiera en el Sector Real. Monografía Especialización en Gestión Financiera y Empresarial. Biblioteca Universidad de Medellín.

GOMEZ PLATA JUDITH ALEXANDRA. La Titularización en Colombia, una ventana a la modernización financiera. Tesis Facultad de Contaduría Pública, 2001 Biblioteca Universidad de Medellín.

OSPINA OCAMPO PATRICIA MARÍA. Descripción y simulación de un proceso de titularización ganadera como posible alternativa de inversión. Tesis exploratoria para optar el título de Ingeniera Administrativa, 2002. Biblioteca Escuela de Ingenieros de Antioquia.

VILLA CARVAJAL JORGE MARIO. Manual de Titularización. Tesis Facultad de Economía Industrial, 1993. Biblioteca Universidad de Medellín

ZULUAGA GÓMEZ HÉCTOR ADOLFO. La Titularización en Colombia. Tesis Facultad de Contaduría Pública, 2001. Biblioteca Universidad de Medellín.