

**LAS TITULARIZACIONES DE FLUJOS FUTUROS, LA GESTIÓN DE RIESGOS  
Y SU UTILIDAD PARA EL SECTOR EXPORTADOR**

DANIEL ENRIQUE CHIA MATALLANA  
ANDRÉS IGNACIO MENESES BARRIOS

PONTIFICIA UNIVERSIDAD JAVERIANA  
FACULTAD DE CIENCIAS JURÍDICAS  
BOGOTÁ  
2014

**LAS TITULARIZACIONES DE FLUJOS FUTUROS, LA GESTIÓN DE RIESGOS  
Y SU UTILIDAD PARA EL SECTOR EXPORTADOR**

DANIEL ENRIQUE CHIA MATALLANA  
ANDRÉS IGNACIO MENESES BARRIOS

TUTOR  
NYDIA REMOLINA

MONOGRAFÍA JURÍDICA PARA OPTAR EL TÍTULO DE ABOGADO.

PONTIFICIA UNIVERSIDAD JAVERIANA  
FACULTAD DE CIENCIAS JURÍDICAS  
BOGOTÁ  
2014

## **NOTA DE ADVERTENCIA**

“LA UNIVERSIDAD NO SE HACE RESPONSABLE POR LOS CONCEPTOS EMITIDOS POR SUS ALUMNOS EN SUS TRABAJOS DE TESIS. SOLO VELARÁ PORQUE NO SE PUBLIQUE NADA CONTRARIO AL DOGMA Y A LA MORAL CATÓLICA Y PORQUE LAS TESIS NO CONTENGAN ATAQUES PERSONALES CONTRA PERSONA ALGUNA, ANTES BIEN SE VEA EN ELLAS EL ANHELO DE BUSCAR LA VERDAD Y LA JUSTICIA”.

## CONTENIDO

INTRODUCCION.....	6
CAPITULO I.....	8
EL PROTECCIONISMO Y EL LIBERALISMO.....	8
INTEGRACIÓN ECONÓMICA MUNDIAL. EL CASO COLOMBIANO.....	12
LA IMPORTANCIA DE LAS EXPORTACIONES:.....	14
DESDE LA PERSPECTIVA DE LA EMPRESA.....	14
DESDE LA ECONOMIA DE LOS ESTADOS.....	17
LA FINANCIACION DE EXPORTACIONES EN COLOMBIA.....	20
A CORTO PLAZO.....	21
A LARGO PLAZO.....	23
INCENTIVOS A LAS EXPORTACIONES.....	27
ACUERDO SOBRE SUBVENCIONES Y MEDIDAS COMPENSATORIAS.....	29
CAPITULO II.....	31
APROXIMACIÓN A LA TITULARIZACIÓN.....	31
EL PROCESO DE TITULARIZACION EN COLOMBIA.....	34
AGENTES INTERVINIENTES.....	34
ESTRUCTURA DE LA TITULARIZACION.....	41
MARCO JURIDICO DE LA TITULARIZACION.....	43
CLASES DE TITULARIZACIÓN.....	45

EJEMPLOS DE TITULARIZACIÓN DE FLUJO DE CAJA FUTUROS EN COLOMBIA.	
.....	51
MOTIVACIÓN DE LA TITULARIZACIÓN. ....	53
COSTOS DE LA TITULARIZACIÓN.....	57
CAPITULO III .....	59
LOS RIESGOS Y SU GESTIÓN EN LA TITULARIZACIÓN DE FLUJOS FUTUROS DE EXPORTACIONES .....	59
RIESGOS Y SU GESTIÓN EN OPERACIONES INTERNACIONALES .....	66
CONCLUSIONES.....	76
ANEXOS .....	79
BIBLIOGRAFÍA .....	80

## **RESUMEN**

La integración económica mundial exige economías fuertes, competitivas y eficientes; Estados que respondan a las expectativas y sepan maximizar sus fortalezas, atenuando sus debilidades; proyectando las industrias nacionales hacia la internacionalización, brindando alternativas de financiamiento con estabilidad jurídica. En consecuencia las industrias nacionales, deben ampliar sus portafolios en opciones de financiamiento, minimizando sus riesgos y permitiéndoles ampliar su presencia en mercados internacionales. En este sentido, el presente documento permite presentar a la titularización de flujos futuros, como una opción de financiamiento para el sector exportador, novedosa y distinta a las usualmente usadas en el sector financiero intermediado.

## **PALABRAS CLAVE**

Titularización de flujos futuros, exportaciones, financiación, Gestión de riesgos.

## **INTRODUCCION.**

El presente documento tiene como objetivo principal abordar la titularización y su respectiva aplicación al sector exportador con el respectivo análisis a la gestión de los riesgos. Los autores, hemos optado conveniente profundizar en temas de naturaleza jurídico-económica, considerando que ambas son ciencias, que al complementarlas permiten lograr una visión más amplia en lo que se refiere a los negocios financieros.

La realización de este proyecto de grado nace de la necesidad de realizar un estudio sobre el marco legal en el que se desarrolla una operación financiera como la titularización, en el marco de las exportaciones y de los riesgos que ello acarrea, entendiendo ésta como un mecanismo de financiación para los empresarios, alternativo al financiamiento tradicional promovido especialmente por la banca comercial.

La titularización se ha convertido en un canal de financiación con un gran potencial para diversas actividades económicas, y es una fuente relevante de oferta de nuevos títulos para el mercado de valores. Es sin duda un proceso en beneficio de los poseedores de activos titularizables que requieran incrementar su rotación y liquidez para la realización de nuevas operaciones activas, como lo pueden ser aquellos agentes que participen en el sector exportador, teniendo en cuenta el contexto actual de Tratados de Libre Comercio suscritos con varios países.

Ésta tesis busca proponer la titularización como mecanismo de financiación para los exportadores, analizar los riesgos inherentes y exponer los mecanismos de mitigación, para lograr así incentivar dicha operación.

## CAPITULO I.

### EL SECTOR EXPORTADOR Y SU FINANCIACION

#### EL PROTECCIONISMO Y EL LIBERALISMO.

Con el fin de entender las motivaciones de las decisiones políticas y económicas que son tomadas en cada uno de los Estados, y que interfieren en la manera como se relacionan los actores de la economía internacional, haremos primero mención de las teorías o ideologías económicas que rigen la Interrelación entre Estado, mercado y sociedad.

En los últimos dos siglos, distintas teorías económicas o también “ideologías”<sup>1</sup> económicas se han disputado el protagonismo mundial; la teoría liberal, la nacionalista o proteccionista, y la Marxista, que han estado en constante conflicto centrándose “alrededor del papel y la significación del mercado en la organización de los asuntos sociales y económicos”<sup>2</sup>.

Para empezar, la perspectiva liberal, tal como la conocemos hoy en día, ha evolucionado, y se ha matizado con el paso del tiempo, por ejemplo, se acepta ahora, como no se hacía antes, que existen campos donde el Estado debe intervenir en la economía, para corregir las fallas de mercado, como lo afirmó el economista William Baumol<sup>3</sup>, o para suministrar

---

<sup>1</sup> “Se prefiere el término ideología a teoría, porque cada una de las posiciones entraña un sistema completo de creencias respecto de la naturaleza de los seres humanos y las sociedades y en consecuencia resulta semejante a lo que Thomas Kuhn ha llamado “paradigma””. Ver: La economía política de las relaciones internacionales. Gilpin, Robert. PAG 38. Grupo editor latinoamericano, 1990

<sup>2</sup> Robert Gilpin .La economía política de las relaciones internacionales. Pág. 37. Grupo Editor Latinoamericano, 1990.

<sup>3</sup> Pablo Arturo Okumura Suzuki. Apuntes en torno a las fallas de mercado y el monopolio natural. Advocatus. Agosto de 2008. AT 363

un bien público o colectivo, según Mancur Olson<sup>4</sup>. Ya no es estática, aquella afirmación de antaño, donde se predicaba la total separación de la política y la economía, donde se presumía la existencia de un mercado perfecto libre de fallas.

El liberalismo económico entonces, defiende varios postulados; que la economía de mercado está gobernada principalmente por la ley de oferta y demanda; que la economía de mercado tiene una tendencia al equilibrio; la mínima intervención del Estado en la economía; y el comercio e intercambio entre los Estados<sup>5</sup>. Sobre este último promueven la especialización y división internacional del trabajo, pues entienden “los países tenderían a especializarse en aquellos bienes cuyos costos fueran comparativamente más bajos(...) lo que le permitiría a los todos países ganar más del intercambio”<sup>6</sup>.

Finalmente “los liberales consideran que el comercio libre es la mejor política porque la especialización y la división internacional del trabajo aumentan la productividad individual y, así, la acumulación tanto de riqueza nacional como global; por añadidura, incrementa las posibilidades de consumo”<sup>7</sup>.

En segundo lugar, el llamado ahora, nuevo proteccionismo, conserva de sus antecesoras tendencias más radicales, el mercantilismo o estatismo, la defensa de los intereses nacionales de los Estados, es decir la idea de que “las actividades económicas están y

---

<sup>4</sup> Paul R. Krugman & Robin Wells. Introducción a la economía: microeconomía. Pág. 483 Editorial Reverté. 2007

<sup>5</sup> Robert Gilpin .La economía política de las relaciones internacionales. Pág. 37. Grupo Editor Latinoamericano, 1990

<sup>6</sup> Ibíd., pág. 188.

<sup>7</sup> Ibíd., pág. 194.

deben estar subordinadas a la construcción del Estado y a los intereses de éste.”<sup>8</sup> En este sentido, debemos entender que uno de los mayores intereses del Estado es la industrialización, pues una industria poderosa lidera una economía exitosa, autónoma y autosuficiente.

Al contrario de los liberales, los nuevos proteccionistas consideran perjudicial el libre-cambismo, pues entienden que la interacción económica es asimétrica, más si se tiene como evidencia que en el actual orden mundial, existe una “tendencia de los mercados a concentrar la riqueza y a establecer relaciones de dependencia o de poder entre las economías fuertes y las débiles.”<sup>9</sup>

En este sentido, el nuevo proteccionismo al que hacemos referencia, busca la protección de la industrias propias “ en varias formas de restricciones no arancelarias (asistencia gubernamental a sectores incompetentes, desde el punto de vista de la competencia internacional, intentos por establecer acuerdos de distribución de mercados, y de organización del comercio mundial), y contrasta abiertamente con el proteccionismo tradicional que se apoyaba fundamentalmente en los aranceles”<sup>10</sup>, esto sin mencionar, las vigentes reglas del GATT, al que se hará mención más adelante.

Para finalizar, haremos una breve mención del Marxismo, que como ideología económica y política, contradice al capitalismo en su base más fundamental: la propiedad privada.

---

<sup>8</sup> *Ibíd.* pág. 43.

<sup>9</sup> *Ibíd.* Pág. 45.

<sup>10</sup> Moisés Lejavitser. El nuevo proteccionismo en los países industriales y sus efectos sobre el comercio exterior de los países de América Latina'. *Boletín Del CEMLA*, 29, 1, pp. 15-22. 1983. Fuente Académica, EBSCOhost, consultada el 28 de Abril de 2014.

Marx propuso que “La eliminación de la propiedad privada implicaría el regreso del hombre a su condición de ser social, su verdadera esencia”<sup>11</sup> y para ello, en su obra maestra, *El Capital*, formula distintas teorías criticando al capitalismo; la primera, sobre la desproporción que existiría entre la producción y el consumo, por cuenta de la baja capacidad de los asalariados para adquirir bienes; la segunda atendiendo a la acumulación que inevitablemente promueve el capitalismo, suscitando la concentración de riqueza en unos, y por tanto empobreciendo a otros<sup>12</sup>; y la tercera, que es la de la caída de la tasa de beneficio, en la que “a medida que el capital se acumula y se vuelve más abundante, declina la tasa de rédito por lo cual decrece el incentivo para invertir.”<sup>13</sup>

A pesar de lo anterior, Marx no dejó dentro de su obra mayores indicaciones prácticas sobre las acciones que deberían tomarse para la construcción del modo sustitutivo del capitalismo, fue V. I. Lenin quien intentó encontrar el camino, en la construcción de la Unión de Repúblicas Socialistas Soviéticas, pero que con su temprana muerte, junto a “las vicisitudes posteriores vividas por la URSS, hasta su derrumbe como estado socialista multinacional en 1991, afectaron seriamente la producción teórico-experimental de Economía Política Marxista dentro del proceso de construcción socialista”<sup>14</sup>

Ahora bien, repasadas las principales teorías económicas, entendemos que en el actual ejercicio de las economías de los Estados, predomina una integración mundial, conocida

---

<sup>11</sup> Sabogal Tamayo, J 2012, 'ENTRE LA ECONOMÍA POLÍTICA DE KARL MARX Y LA ECONOMÍA ECOLÓGICA', Revista De Economía Institucional, 13, 27, pp. 208, Fuente Académica, EBSCOhost, consultada el 28 de Abril 2014.

<sup>12</sup> Robert Gilpin .La economía política de las relaciones internacionales. Págs. 47-53. Grupo Editor Latinoamericano, 1990.

<sup>13</sup> *Ibíd.* Pág. 49.

<sup>14</sup> E Domínguez. La economía política marxista: retos de un tercer milenio. *Economía Y Desarrollo* [serial online]. Julio 2001; pág. 166. Fuente Académica, Ipswich, MA. Consultado el 28 de Abril de 2014.

también como Globalización, cuya fuente primordial es sin lugar a dudas el libre mercado. En este sentido, para lograr una concepción más profunda de las actuales coyunturas económicas, la participación de nuestro país en los mercados internacionales, y la adaptación de las industrias colombianas al libre mercado, es necesario describir y definir el proceso de integración que ha tenido Colombia.

### **INTEGRACIÓN ECONÓMICA MUNDIAL. EL CASO COLOMBIANO.**

Definiremos la globalización como como aquel “proceso en el que se combinan intensos flujos de capital, mercancías y personas entre países”<sup>15</sup>. Así las cosas, Desde una perspectiva de la historia de la economía, según el profesor Salomón Kalmanovitz, Colombia ha tenido dos etapas de globalización, la primera desde 1870 a 1914, y la segunda con el crecimiento del comercio internacional a partir de la segunda posguerra.

Durante la primera etapa, coincidente con grandes convulsiones sociales y políticas propias del ajuste a la independencia y a la emancipación de le economía hispánica, el crecimiento de la economía, respaldado en el PIB, fue lento, como también lo fue durante la gran depresión y la segunda guerra mundial.

El crecimiento se reactivó, pero solo hasta los años sesenta cuando “cuando “el país comenzó a entender dolorosamente, con el deterioro de los términos de intercambio, que tenía un grave problema de escasez de divisas, ante el cual reaccionó racionando las importaciones y devaluando la moneda. Los ajustes de las políticas de comercio que

---

<sup>15</sup> Salomón Kalmanovitz 2007, 'COLOMBIA EN LAS DOS FASES DE GLOBALIZACIÓN. Revista De Economía Institucional, 9, 17, pp. 43, Fuente Académica, EBSCOhost, consultado 12 Mayo 2014

permitieron la devaluación real del peso, las exenciones tributarias y la importación sin aranceles de materias primas para las industrias de exportación contribuyeron a que el país aumentara las exportaciones y saliera de la fase de escasez de comercio”<sup>16</sup>

Así pues, Colombia entra entonces de fondo a la interacción económica internacional diversificando su portafolio exportador, dejando a un lado su dependencia por el café, producto de la expansión de la década los 30 y 40, y partir de 1975 inicia la apertura comercial. “Parte de la apertura comercial obedeció al desarrollo del sector minero, en particular después de 1980 con el petróleo y luego con el carbón, que alcanzaron el 35% de las exportaciones totales en 2004”<sup>17</sup>. Las demás exportaciones correspondieron a manufacturas (textiles, marroquinería, confecciones, petroquímica y auto partes), lo que demostró, según Kalmanovitz “el relativo éxito de las políticas que promovieron las exportaciones no tradicionales”

Ahora bien, según la teoría de crecimiento económico neoclásica vinculada con el comercio internacional, se pretende demostrar que, entendiendo a las exportaciones<sup>18</sup> como parte producto interno de un país, se contribuye a un aumento del mismo, “reflejándose en un mayor ingreso para algunos sectores de la población, los cuales tienden a incrementar sus niveles de consumo y ahorro doméstico y de esta manera, estimulan la producción y el

---

<sup>16</sup> Ibid. pág. 11.

<sup>17</sup> Ibid., pág. 14

<sup>18</sup> “El PIB es igual a la suma de los ingresos primarios distribuidos por las unidades de producción residentes. PIB = Remuneración de los asalariados + impuestos menos subvenciones a la producción y las importaciones + Excedente bruto de explotación + Ingreso mixto”. Extraído de [https://www.dane.gov.co/files/faqs/faq\\_pib.pdf](https://www.dane.gov.co/files/faqs/faq_pib.pdf) .1 de julio de 2014.

empleo en actividades específicas asociadas no solamente al sector exportador, sino a sectores productores de bienes para el consumo interno”<sup>19</sup>.

Lo anterior no sería otra cosa que afirmar, que el aumento en las exportaciones de un país constituye una causal del crecimiento económico, es decir, que la relación de causalidad entre la actividad económica aperturista y el desarrollo de las economías nacionales, es irrefutable. Sin embargo, la anterior afirmación, ha sido profundamente cuestionada, especialmente por los resultados que ha tenido en América Latina la apertura de sus mercados, pues el sector exportador no ha jalonado como se esperaba la respectiva economía<sup>20</sup>, y en Colombia particularmente, cuando analizando el comportamiento del PIB y del crecimiento promedio de las exportaciones, no se ve mayor incidencia, pues para el periodo 2000 a 2010, la economía creció un 4.1 %, mientras que las exportaciones para el mismo periodo, creció tan solo un 6.4%, cifra que está registrada por debajo de la década del 80.<sup>21</sup>

## **LA IMPORTANCIA DE LAS EXPORTACIONES:**

### **DESDE LA PERSPECTIVA DE LA EMPRESA**

El diccionario de la Real Academia de la Lengua Española, define la empresa como una “Unidad de organización dedicada a actividades industriales, mercantiles o de prestación de

---

<sup>19</sup> W Cáceres Rodríguez, 'Las exportaciones y el crecimiento económico en Colombia 1994-2010', 32, 56, pp. 57, 2013. EconLit , EBSCOhost, consultado el 9 de Junio de 2014

<sup>20</sup> *Ibíd.*

<sup>21</sup> Ver, W Cáceres Rodríguez, 'Las exportaciones y el crecimiento económico en Colombia 1994-2010', 32, 56, pp. 53-80. 2013 EconLit , EBSCOhost,

servicios con fines lucrativos”<sup>22</sup>, sin embargo económica y socialmente es más que eso, y debe entenderse según tres concepciones; la primera, como integrante de los sistemas económicos mundiales, en cuanto a su papel protagonista en la satisfacción de las necesidades de las personas, a través del intercambio y producción de bienes y servicios; la segunda atendiendo a su funcionamiento interno, sus procesos productivos, su aporte a la innovación científica y por tanto al desarrollo y competencia empresarial; la tercera, atendiendo al aporte social que logra individualmente cada unidad empresarial, o por medio de su interrelación como proveedoras de plazas de trabajo<sup>23</sup>.

Aunque según la doctrina la empresa puede asociarse, “de forma más o menos precisa con una unidad técnica –planta- de producción, con la función del empresario o persona en quien delega la dirección de recursos, con un ente legal creado por el derecho o con una comunidad de personas”<sup>24</sup>; la empresa debe buscar en su performance, la obtención de los mejores resultados económicos y financieros posibles, atendiendo por supuesto a una ética empresarial, que valorará los medios con que se consiguen los resultados.

Las ventajas podrían ser entre otras, la oportunidad de ampliar la participación de las empresas en el mercado, incremento en la producción con la consecuente reducción de

---

<sup>22</sup> <http://lema.rae.es/drae/?val=empresa>, 29 de abril de 2014

<sup>23</sup> Vicente Salas Fumas. La economía de la empresa. extraído de <https://www.bbvaopenmind.com/wp-content/uploads/static/pdf/>. Consultado el 12 de julio de 2014.

<sup>24</sup> Vicente Salas Fumas. La economía de la empresa. Pág. 312, extraído de [https://www.bbvaopenmind.com/wp-content/uploads/static/pdf/313\\_VICENTE\\_SALAS\\_FUMAS\\_ESP\\_R.pdf](https://www.bbvaopenmind.com/wp-content/uploads/static/pdf/313_VICENTE_SALAS_FUMAS_ESP_R.pdf) 301

costos, diversificación del riesgo, incentivos otorgados por el Estado, capacitación internacional, etc.<sup>25</sup>

Por ejemplo, los economistas Bernard, Eaton, Jensen y Kortum, sostienen, en su estudio sobre las características de los establecimientos exportadores que; primero, la mayoría de los establecimientos no exportan; segundo, que los que exportan solo lo hacen con una pequeña fracción de su producción, menos del 10 %; tercero, que el sector no necesariamente indica si una empresa es exportadora o no; y cuarto, que las empresas exportadoras se caracterizan por ser más productivas y de mayor tamaño que las que no exportan.<sup>26</sup>

En este sentido podemos concluir, que la pertenencia a un sector no limita la opción de exportar, que la productividad y tamaño de las empresas si están profundamente ligadas al sector exportador, y solo las empresas más grandes y productivas, es decir, las que se arriesgan a exportar y cada vez en mayor medida serán las que sobrevivan.

Finalmente, la exportación “contribuye a mejorar la innovación y el desarrollo; incrementa las habilidades organizacionales y directivas; diversifica el riesgo de la empresa, asociado a

---

<sup>25</sup> Centro de Comercio Internacional UNCTAD (CCI). La Clave del Comercio Internacional-libro de Respuestas para Pequeños y Medianos Exportadores. Negocios Internacionales LTDA. Bogotá, 2002. Pág. 4

<sup>26</sup> Ter Jan Wangel; Luz Ardila; Beatriz Ferreira; Luis Miguel Suarez. El Comercio Internacional en Colombia: Una perspectiva diferente del TLC. Documentos de Economía. Facultad de Ciencias Económicas y Administrativas de la Pontificia Universidad Javeriana. Pág. 5. 2007

sus actividades en el mercado doméstico; facilita la mejor utilización de los recursos organizacionales; e incrementa la posición financiera y competitiva de la empresa”<sup>27</sup>.

Así las cosas, las ventajas para las empresas que piensan en exportar pesan más, en la toma de decisiones, que los riesgos, pues estos últimos no son mayores que a los de los mercados domésticos<sup>28</sup>.

### **DESDE LA ECONOMIA DE LOS ESTADOS**

La creciente globalización de la economía, así como el auge de las comunicaciones y de las nuevas tecnologías, que facilitan la interrelación entre Estados y Empresas, orientan las políticas modernas a la promoción de la exportación. De esta manera, se torna trascendental el papel que cumple cada Estado, en la fijación de sus estrategias en materia de comercio exterior, máximo cuando la importancia de la exportación a nivel gubernamental, “proporciona economías con prosperidad social y desarrollo, genera intercambio internacional para apoyar otras actividades económicas, e incrementa las oportunidades de empleo”<sup>29</sup>.

El análisis del comportamiento de las exportaciones en Colombia debe hacerse a partir de la década del 90, porque fue a mediados de ésta, que se dio inicio a la apertura comercial en

---

<sup>27</sup> Czinkota, 1996; Katsikeas & Skarmeeas, 2003. Citado en Carazo, P 2007, 'Influencia de la promoción de exportaciones en el proceso del desarrollo exportador de las Pymes: Un estudio de caso, *Pensamiento & Gestión*, 23, pp. 3, Fuente Académica, EBSCOhost, consultado el 29 Abril de 2014

<sup>28</sup> No cumplir con las metas de ventas, un competidor más fuerte en el mercado, demoras en los pagos, fallas en el estudio de mercado, etc.

<sup>29</sup> Czinkota, 1996; Katsikeas & Skarmeeas, 2003. Citado en Carazo, P 2007, 'Influencia de la promoción de exportaciones en el proceso del desarrollo exportador de las Pymes: Un estudio de caso, *Pensamiento & Gestión*, 23, pp. 3, Fuente Académica, EBSCOhost, consultado el 29 Abril de 2014

nuestro país y en la que se abandonó de manera relativa la dependencia de las exportaciones del café, así como de los productos mineros y de hidrocarburos.

El comportamiento de las exportaciones desde 1994 hasta 2010, no fue el esperado a pesar de la apertura comercial. De hecho, las exportaciones totales en ese periodo crecieron apenas un promedio de 6.4%, siendo mayor el crecimiento a partir de la década del 2000, con casi un 5.5 %. Lo anterior se da esencialmente por el crecimiento de las relaciones comerciales, en especial con América Latina, lo que, sin embargo, fue incapaz de jalonar la economía nacional, mostrando que ni las exportaciones tradicionales, ni la de productos más novedosos se adaptaron al nuevo orden mundial de integración. Es tanto así, que el PIB, creció en promedio durante la década del 90, tan solo en 1.9%, y en la del 2000 un 4.1%, es decir un promedio del 3%, cifra muy inferior a la de otros periodos, como el de la década de 1980, por ejemplo.

Lo anterior puede atribuirse a varios factores, entre ellos, los ciclos económicos; la expansión del endeudamiento interno en el periodo de análisis, que generó un crecimiento en las tasas de interés; el estancamiento del sector industrial, y el encarecimiento de la importación de materias primas indispensables para algunos procesos productivos, entre otras más.

Otro punto a tener en cuenta durante esta primera etapa de liberalización de la economía colombiana, se refiere a lo poco diversificadas que fueron las exportaciones, pues las tradicionales (café, Carbón y petróleo) correspondieron casi al 50 % del total de exportaciones realizadas en Colombia, que junto con las de productos agrícolas (banano, y

flores), completaron alrededor de un 70% en el 2010, es decir que hubo una gran concentración en pocos productos, evidenciando la dependencia a los recursos naturales. Respecto del otro 30 % de las exportaciones, que es lo correspondiente a las no tradicionales, la mayor parte la lleva el sector industrial, destacándose especialmente los sectores de textiles, confecciones, cuero y la industria química.<sup>30</sup>

El total exportado en 2012 fue de US\$60,6208 millones, cifra muy superior a la de 2010 que estuvo en US\$ 39,713 millones, y en 2011 US \$56,915 millones, y a la de 2013 que estuvo alrededor de US\$ 58,822 millones. Entre los sectores de mayor crecimiento están el de la energía eléctrica, el sector agrícola y el agroindustrial.

Para finalizar se mencionan a los destinos a los que se exporta en mayor volumen. El principal receptor de productos colombianos es Estados Unidos con una participación en el total de las exportaciones moviéndose entre un 35 y 40 %, seguido de la Unión Europea con casi un 15%, China en 5 %, y algunos países de la región como Venezuela y Ecuador con una participación mucho menor, del orden del 3 o 4%.<sup>31</sup>

---

<sup>30</sup> Ver CÁCERES RODRÍGUEZ, William, et al. *Las exportaciones y el crecimiento económico en Colombia 1994-2010*. 2013.

<sup>31</sup> Ver el informe histórico de exportaciones 2003-2012 de Proexport; el informe de exportaciones Colombianas Enero-Diciembre 2012, y el informe exportaciones Diciembre marzo de 2014 de proexport, disponible en: <http://www.proexport.com.co/publicaciones/informe-turismo-inversion-y-exportaciones>

## **LA FINANCIACION DE EXPORTACIONES EN COLOMBIA**

La financiación consiste en “la aportación de dinero para desarrollar un proyecto o empresa”, que puede ser “con fondos propios como retribución variable en función de los beneficios, o como fondos ajenos que cobran una retribución fija o interés”<sup>32</sup>.

Hagamos énfasis en el segundo tipo de financiación, la que se hace con fondos ajenos a los de la empresa, pues es esa, la que importa a este trabajo de grado, ya que la dificultad para conseguir esos fondos provenientes de agentes superavitarios o inversionistas externos, motiva la innovación en los instrumentos financieros y jurídicos para que reduzcan los niveles de riesgo y conciban el proyecto que se busca financiar.

El sistema financiero en Colombia, busca dar soluciones a los demandantes de dinero, a través de dos mercados principalmente; el mercado de capitales o no intermediado, y el mercado intermediado.

En el mercado de capitales los recursos de los inversionistas se transfieren a través de instrumentos como títulos de renta variable, fija y derivados, e interactúan emisores, inversionistas, bolsas de valores, depósitos de valores, sociedades comisionistas y calificadoras de riesgos en entre otros; mientras que en el intermediado, tal como su nombre lo indica, median entre los agente económicos distintos organismos, entre ellos, las sociedades de servicios financieros, las aseguradoras, las sociedades de capitalización, y

---

<sup>32</sup> Marcelino Elosusa. Diccionario LID, empresa y economía. Pág. 308. 2007. LID, Editorial Empresarial

los establecimientos de crédito, estos últimos compuestos a su vez, por corporaciones financieras, cooperativas financieras, compañías de financiamiento y bancos.

Los organismos de intervención y control, son por supuesto el Congreso de la Republica, que tiene la facultad para legislar, el Banco de la República, el Ministerio de Hacienda, y la Superintendencia Financiera, que deben velar por la seguridad de los recursos que manejan todos los intervinientes del sistema financiero.

Ahora bien, los instrumentos de deuda son uno de los mecanismos más utilizados en Colombia por parte de los empresarios para financiar sus operaciones. Estos instrumentos de deuda pueden ser tanto a corto como a largo plazo.

### **A CORTO PLAZO**

- Préstamos Bancarios: ya lo dice el artículo 1163 del Código de Comercio, que regula lo referente al mutuo comercial, que “Salvo pacto expreso en contrario, el mutuario deberá pagar al mutuante los intereses legales comerciales de las sumas de dinero o del valor de las cosas recibidas en mutuo.”, esto no es otra cosa que el deber que tiene el deudor de retribuir a la entidad financiera la posibilidad que le da de uso y goce de los recursos transferidos mediante el contrato de mutuo, pero que no corresponden exclusivamente al costo de oportunidad de la entidad financiera, ni mucho menos solo al riesgo de prestar los recursos , sino que vienen intrínsecos también otros conceptos que hacen viable y sostenible la actividad del mutuante.

- Papeles comerciales: la Resolución 400 de 1995, derogada por el decreto 2555 de 2010, define en su articulado a los papeles comerciales como “los pagarés ofrecidos públicamente en el mercado de valores, emitidos masiva o serialmente”<sup>33</sup>, establece además las entidades que están facultadas para emitirlos, excluyendo a los patrimonios autónomos<sup>34</sup>, y limitando también su plazo, suscribiéndolo entre 15 días y un año, razón suficiente para considerar que su utilidad versa exclusivamente para financiación a corto plazo, utilizado generalmente “para optimizar la gestión del capital de trabajo; en tanto que, el financiamiento en el mediano y largo plazo tiene como objeto suplir los requerimientos para bienes de capital y activos fijos”<sup>35</sup>
- Pagarés
- Aceptaciones bancarias. Doctrinalmente se entienden también como un mecanismo de financiamiento a corto plazo, y “no son otra cosa que una letra de cambio donde se incorporan obligaciones incondicionales de pagar sumas ciertas de dinero por parte de un banco (girador) que figura como un primer obligado”<sup>36</sup>, en este orden de ideas podría confundirse con una carta de crédito, donde quien se obliga, lo hace a pagar, aceptar o negociar una letra de cambio, pero difiere también en que en la aceptación bancaria, la obligación de pagar es incondicional y en este sentido se aprovecha también

---

<sup>33</sup> Resolución 400 de 1995, Superintendencia de Valores. Por la cual se actualizan y unifican las normas expedidas por la Sala General de la Superintendencia de Valores y se integran por vía de referencia otras. artículo 1.2.4.47 y s.s.

<sup>34</sup> DECRETO 2555 DE 2010. por el cual se recogen y reexpiden las normas en materia del sector financiero, asegurador y del mercado de valores y se dictan otras disposiciones. Julio 15 de 2010. Artículo 6.6.1.1.1

<sup>35</sup> Superintendencia Financiera. Concepto 2008024308-001 de 2008 Junio 12.

<sup>36</sup> Jaime Eduardo Santos, & Carlos Vélez Rodríguez. ACEPTACIONES BANCARIAS. Revista de Derecho Privado, Universidad de los Andes. Número 3. Junio de 1988. AT. 57.

de la reputación de un banco, entendiendo que el riesgo de incumplimiento de una entidad de esta naturaleza es casi nulo.<sup>37</sup>

## **A LARGO PLAZO**

- **ENDEUDAMIENTO EN DOLARES**
- **FORFETING:** Un sistema alternativo para la financiación en materia de comercio exterior supremamente útil para los sectores industriales, especialmente los exportadores es el forfaiting o “forfetización”. Esta figura “consiste en la venta, sin recurso, por parte del exportador, de instrumentos negociables, avalados o garantizados, que son originados por operaciones de comercio internacional con vencimientos a medio o a largo plazo, a una entidad financiera (forfaiter), la cual se compromete a entregar al exportador los fondos, una vez deducida la tasa de descuento pactada”<sup>38</sup>.

Es decir, que el exportador que necesita los recursos cede o endosa (según el documento) a determinada entidad financiera los instrumentos de pago, pagares, letras de cambio o facturas, emitidos por su cliente (importador) que soportan una determinada operación de comercio internacional, a cambio de un desembolso de recursos que le permitan obtener la liquidez que necesita.

---

<sup>37</sup> *Ibíd.*

<sup>38</sup> Martha Jacqueline Moyano Vera. "Una aproximación al contrato de forfaiting. (Español)." *Revista De Derecho Comunicaciones Y Nuevas Tecnologías* no. 6 (Junio 2011): AT 5. Consultado en EBSCOhost el 21 de julio de 2014).

Existen características especiales en este tipo de operación, entre ellas, la de la exigencia de un avalista en el título que será endosado; y el endoso “sin responsabilidad” que hace el exportador al forfaiter, permitiendo así, que en caso de impago del importador no puedan los posibles tenedores subsiguientes proceder contra el exportador, ya que salvo que se pacte en contrario, estos títulos pueden ser negociados y endosados en un mercado secundario.

Finalmente, y aunque parecido al factoring internacional sin recurso, se diferencian, en la posibilidad que tiene el factor de asumir o no en el impago de los instrumentos, “así, en el factoring con recurso, el factor no asume el riesgo de impago y, en el factoring sin recurso, el factor asume el riesgo de impago y debe pagar al exportador los créditos cedidos con independencia de si el crédito se pudo o no cobrar”<sup>39</sup>; además de los distintos servicios que ofrece el factor y no lo hace el forfaiter , entre ellos, la evaluación de los clientes, de los créditos, y la gestión y análisis de los documentos de pago. Limitación, “pueden ser financiados mediante el forfaiting oscilan entre USD 30,000 y USD 100 millones”<sup>40</sup>.

- **EL CRÉDITO DE FOMENTO.**

El crédito de fomento nace como respuesta a la inequitativa distribución de recursos, y su consecuente asignación a los procesos productivos, pues para ciertas actividades resulta excesivamente oneroso, por su riesgo, o su novedad, llevar a cabo sus actividades y planes,

---

<sup>39</sup> *Ibíd.*, pág. 27.

<sup>40</sup> Javier Del Carpio Gallegos; Hércules Molina Arenaza. El forfaiting: una opción al financiamiento del comercio internacional. *Ind. data*, 2005, vol. 8, no 1, AT. 37.

con los recursos que la economía de mercado está dispuesto a poner a su disposición, limitando así muy posiblemente sectores como el industrial o el mismo agropecuario:

*“este es el caso de actividades como la agropecuaria ,la cual por el riesgo asociado a ella, en ocasiones no cuenta con los recursos suficientes o con precios razonables que le permita un adecuado crecimiento; igualmente, es el caso de algunos proyectos de inversión en sectores nuevos o relativamente inexplorados, o de proyectos cuyos requerimientos de financiación son elevados y cuyos plazos de maduración exceden los términos normales de recuperación del capital de entes privados y que por razón de sus características no son debidamente atendidos por el mercado”<sup>41</sup>*

Así las cosas, se hace necesaria la intervención de Estado mediante la orientación de una fracción del ahorro nacional a través de asignaciones de crédito especiales, a actividades que como las anteriores, pueden erróneamente desatenderse, afectando las economías nacionales, buscando entonces, a través de estas asignaciones, promover la capitalización, efectividad, producción y productividad de distintos sectores, “permitiéndole al país además de suplir sus necesidades internas, competir en los mercados internacionales, con el consecuente fortalecimiento del sector externo”<sup>42</sup>.

---

<sup>41</sup> Hugo Palacios. Revista del Banco de la República. Volumen: LVI, Número: 671. Septiembre 1983. AT 5.

<sup>42</sup> ibíd.

El crédito de fomento, constituye entonces un instrumento de política monetaria, que busca reorientar los recursos a sectores que por la presencia de fallas en el mercado no pueden acceder a créditos en condiciones normales de eficiencia de economías de mercado.

En este sentido en Colombia, “el Banco de la República inició operaciones de crédito de fomento en el año de 1951, mediante la creación de un amplio sistema de cupo de redescuento a tasas de interés subsidiadas y encaminadas a suministrar crédito a los sectores industrial, agrícola y de infraestructura urbana”<sup>43</sup>, transformándose el crédito de fomento a través de los años, por ejemplo, con la creación del Fondo Financiero Industrial y el Fondo Financiero Agropecuario, así como con el Instituto de Fomento Industrial y más recientemente con el Banco de Comercio Exterior de Colombia.

Hoy en día, los créditos de fomento, se realizan en operaciones de redescuento, con entidades de segundo piso, como Bancoldex, Finagro y Findeter. Los bancos de segundo piso pueden ser definidos como “aquellos fondos creados por el gobierno para el desarrollo de algún sector de la economía en particular. La característica principal de estos bancos es que no operan directamente con particulares, y que la obtención de los créditos provenientes de los fondos arriba mencionados, se hace a través de las instituciones privadas de crédito; en esto se origina precisamente el nombre de “bancos de segundo piso”, pues el hecho de no tratar directamente con particulares implica, en sentido figurado, que se trata de un banco que no tiene entrada directa para el público”<sup>44</sup>.

---

<sup>43</sup>, Luis Jorge Garay S. Colombia: estructura industrial e internacionalización 1967-1996. Extraído de: <http://www.banrepcultural.org/blaavirtual/economia/industrialatina/057.htm>, consultado el 11 de mayo de 2014.

<sup>44</sup> Rafael Barandiaran. Diccionario de términos financieros. Editorial Trillas.

Así pues, “vemos que la característica de esta clase de bancos es que su régimen de propiedad es público o estatal en razón a que su creación tiene como finalidad el apoyar a aquellos sectores productivos prioritarios de la economía y a los segmentos empresariales que por sus condiciones están limitados para acceder al mercado y requieren de un servicio de fomento especializado”<sup>45</sup>.

### **INCENTIVOS A LAS EXPORTACIONES.**

Hemos visto la importancia que tienen las exportaciones dentro de la Economía y la razón por la cual, el sector exportador se convierte en un motor de desarrollo dentro de cada país; en ese sentido debemos entonces analizar cómo puede dicho sector cumplir con las metas propuestas y efectivamente dinamizar la economía doméstica e internacional.

Así las cosas, existen dos conceptos que deben tenerse en cuenta dentro dicho propósito, uno corresponde a la política comercial, coherente e incluyente; y otro, que recae sobre el diseño de incentivos apropiados que pongan en movimiento esa política comercial.

Debemos decir primero que el incentivo, es distinto a la promoción, pues ésta corresponde en mayor medida, a la realización de actividades a cargo de cierta institución, que busca capacitar, coordinar, administrar, y fortalecer, al sector exportador, para alcanzar mayores índices de competitividad; mientras que el incentivo corresponde a una herramienta que busca desarrollar un eficiente aparato productivo, a través la intervención directa del Estado, con ayudas concretas.

---

<sup>45</sup>. Concepto 2004008957-1 de Marzo 4 de 2004. Superintendencia Bancaria.

Si bien en principio cada nación, cuenta, con la autonomía y libertad para fijar sus políticas comerciales y económicas, así como el grado de intervención que quiere tener dentro de su economía y en principio no pueden haber limitación alguna a dichas prerrogativas, la actualidad política y comercial de las relaciones internacionales, constriñe a los Estados, para que en la búsqueda de corregir las fallas de mercado que afecten a sus productores y exportadores, no perturben tampoco el equilibrio comercial, como más adelante se verá según la regulación del comercio internacional, más específicamente en lo correspondiente al Código de Subsidios y Medidas Compensatorias de la Ronda Uruguay.

Por ahora, se expone a manera de simple enunciación, lo que a incentivos contempla el ordenamiento jurídico colombiano. Existen varios tipos de incentivos, entre ellos:

- i) los Incentivos Fiscales., con herramientas como la admisión temporal o el plan Vallejo; ii) los Incentivos aduaneros, que consisten, en “aquellas medidas encaminadas a generar, la devolución, exención, o aplazamiento de los gravámenes impuestos”<sup>46</sup>; iii) los incentivos crediticios, (ver el crédito de fomento); iv) los incentivos positivos, relacionados con el régimen contributivo, como los traídos por ejemplo, en la reforma tributaria de 2012 que permitió un descuento parcial del IVA a los bienes de capital, o la reducción de la retención en el impuesto de renta que bajo del 33% al 25% , o la exención que hace se hace del IVA, en las exportaciones de que trata el decreto 2223 de 2013<sup>47</sup>; y finalmente v) las Zonas Francas, que son “el área geográfica

---

<sup>46</sup> *Ibíd.*, pág. 29.

<sup>47</sup> **Artículo 1°.** *Servicios exentos con derecho a devolución.* Conforme con lo previsto en el literal c) del artículo 481 del Estatuto Tributario, se consideran exentos del impuesto sobre las ventas con derecho a

delimitada dentro del territorio nacional, en donde se desarrollan actividades industriales de bienes y de servicios, o actividades comerciales, bajo una normatividad especial en materia tributaria, aduanera y de comercio exterior”<sup>48</sup> donde “las mercancías ingresadas en estas zonas se consideran fuera del territorio aduanero nacional para efectos de los impuestos a las importaciones y a las exportaciones.”<sup>49</sup>

### **ACUERDO SOBRE SUBVENCIONES Y MEDIDAS COMPENSATORIAS.**

Según el Código de Subsidios y Medidas Compensatorias de la Ronda Uruguay, las subvenciones se clasifican en tres: “prohibidas, recurribles y no recurribles. Las prohibidas, son todas aquellas que estén supeditadas a resultados del comportamiento exportador o al uso preferencial de insumos domésticos. Las recurribles son subsidios dirigidos a sectores

---

devolución, los servicios prestados desde Colombia hacia el exterior para ser utilizados o consumidos exclusivamente en el exterior, por empresas o personas sin negocios o actividades en el país.

Igualmente, se consideran exentos del impuesto sobre las ventas con derecho a devolución los servicios directamente relacionados con la producción de cine y televisión y con el desarrollo de software, que estén protegidos por el derecho de autor, y que una vez exportados sean difundidos desde el exterior por el beneficiario de los mismos en el mercado internacional y a ellos se pueda acceder desde Colombia, por cualquier medio tecnológico, por parte de usuarios distintos al adquirente del servicio en el exterior.

En este contexto, se entiende por servicios directamente relacionados con el desarrollo de software, la concepción, desarrollo, recolección de requerimientos, análisis, diseño, implantación, implementación, mantenimiento, gerenciamiento, ajustes, pruebas, documentación, soporte, capacitación, consultoría, e integración, con respecto a programas informáticos, aplicaciones, contenidos digitales, licencias y derechos de uso.

Para efectos de lo dispuesto en el inciso primero del presente artículo, se entiende por empresas o personas sin negocios o actividades en Colombia, aquellas que siendo residentes en el exterior y no obstante tener algún tipo de vinculación económica en el país, son beneficiados directos de los servicios prestados en el territorio nacional, para ser utilizados o consumidos exclusivamente en el exterior.

En consecuencia, el tratamiento a que hace referencia el inciso primero del presente artículo, en ningún caso se aplicará cuando el beneficiario del servicio en todo o en parte, sea la filial, subsidiaria, sucursal, establecimiento permanente, oficina de representación, casa matriz o cualquier otro tipo de vinculado económico en el país, de la persona o empresa residente o domiciliada en el exterior que contrate la prestación de los servicios prestados desde Colombia.

<sup>48</sup> Ley.1004 de 2005. Por la cual se modifican un régimen especial para estimular la inversión y se dictan otras disposiciones. Art. 1º. Diciembre 30 de 2005

<sup>49</sup> *Ibíd.*

específicos que tienen un efecto sobre los precios de las exportaciones. Estos subsidios pueden justificar medidas compensatorias cuando se demuestre que causan o amenazan causar un perjuicio serio a la producción nacional de otro país miembro del Acuerdo. Las subvenciones no recurribles son generales y no poseen un impacto directo sobre los precios, entre ellas están los subsidios para investigación y desarrollo y la asistencia para regiones atrasadas<sup>50</sup>.

Vista, la importancia de las exportaciones en la economía, en su comportamiento y crecimiento, y en su rol para el mejoramiento de la calidad de vida de los habitantes de un Estado; del papel protagónico que pueden jugar en las finanzas de una empresa, pudiendo llevarla al éxito económico y a la estabilidad en el tiempo, fundamental para las utilidades de los socios y para el empleo de sus trabajadores; también primordiales para la integración mundial y la promoción de la innovación y competencia, así como para la inserción colombiana en los mercados globales. Sin embargo es constante la preocupación de los gobiernos y los empresarios sobre los mecanismos de financiación que usan sus empresas en los procesos de producción, promoción, y comercialización.

Existen numerosos métodos de financiación, que como se ha expuesto van, desde inyecciones monetarias de capital de los socios o de la misma empresa, hasta instrumentos financieros más complejos apoyados en políticas gubernamentales, pasando por iniciativas más privadas como la forfeitización, o el más conocido de todos, el mutuo.

---

<sup>50</sup> Luis Jorge Garay S. Colombia: estructura industrial e internacionalización 1967-1996, LOS INSTRUMENTOS DE FOMENTO A LAS EXPORTACIONES EN EL MARCO DE LOS ACUERDOS INTERNACIONALES, Biblioteca Virtual Luis Ángel Arango, extraído de <http://www.banrepcultural.org/blaavirtual/economia/industralatina/165.htm>, consultado el 10 de julio de 2014.

Con lo anterior se quiere decir, que la titularización de flujos futuros como va a ser presentada en el próximo capítulo, se convierte en una opción para incentivar las exportaciones, dando más posibilidades a los industriales y empresarios que diversifican sus opciones al momento de tomar decisiones.

Así las cosas, la titularización, como todos los demás instrumentos financieros utilizados para la financiación, contrae un número nada despreciable de riesgos, que pueden a pesar de todo, mitigarse a través de distintas figuras jurídicas, que blindarán la operación, haciéndola aún más atractiva para los exportadores, convirtiendo entonces a nuestra propuesta, en una solución viable y aterrizada al mercado que aporte soluciones y respuestas al sector exportador.

## **CAPITULO II**

### **LA TITULARIZACION DE FLUJOS FUTUROS**

#### **APROXIMACIÓN A LA TITULARIZACIÓN.**

La titularización es una alternativa de financiación, definida como un “mecanismo jurídico y económico mediante el cual se transfiere, en un vehículo especial, activos tradicionalmente considerados como ilíquidos o, por lo menos, de escasa, baja o lenta rotación, bienes o flujos cuyo ingreso se espera, a través de la emisión y colocación en el mercado de títulos homogéneos, respaldadas en un patrimonio autónomo constituido en la

transferencia previa de aquello”<sup>51</sup>. En otras palabras, “la titularización es un proceso de transformación de activos, plazos, tasas y riesgos”.<sup>52</sup> Permite al empresario, acceder a recursos nuevos, que promoverán su proyecto, sin necesidad de acceder al mercado intermediado, atrayendo a diferentes segmentos de inversionistas al mercado de capitales.

Mediante la titularización se lleva a cabo la movilización de activos que consiste en el agrupamiento de bienes presentes o futuros generadores de flujos de caja, separados patrimonialmente y vinculados a un propósito especial, a partir del cual se emiten y colocan títulos, y cuyo flujo de caja constituirá la fuente de pago de tales títulos”<sup>53</sup>. De esta manera permite obtener hoy los ingresos futuros generados por los activos a titularizar, permitiendo optimizar los activos de la empresa.

Ahora bien, En Colombia y en general en el resto del mundo, “existen tres tipos de titularización: la primera, sobre documentos de crédito existentes (por ejemplo hipotecas o tarjetas de crédito); la segunda, de activos y su posibilidad de generar rentas (caso inmobiliario); y la tercera, relacionada con aquellos flujos futuros (por ejemplo, servicios públicos o concesiones de carreteras) que todavía no han sido determinados pero pueden ser predecibles.”<sup>54</sup>

---

<sup>51</sup> Luis Gonzalo Baena Cárdenas. Lecciones de derecho mercantil. Pág. 701 Universidad Externado de Colombia. 2009.

<sup>52</sup> María del Pilar Galvis. La tesorería moderna, política económica, regulación y manejo del riesgo. Pág. 201 Asobancaria. 1997..

<sup>53</sup> RESOLUCIÓN NÚMERO 585. Contaduría General de la Nación. por medio de la cual se modifica el Manual de Procedimientos del Régimen de Contabilidad Pública. Diciembre 22 de 2009

<sup>54</sup> La titularización busca poderío nacional. Publicación el Tiempo. 29 de Febrero 2012

Aquí nos enfocaremos en la tercera clase de titularización, de flujos futuros o de flujos de caja. José Alpiniano García Muñoz, las define como “Un instrumento de planeación financiera en el que se registran los diversos ingresos y egresos que esperan obtenerse como efecto de una actividad económica o empresarial determinada. El flujo de caja es un mero proyecto que sirve a las empresas para establecer objetivos financieros y ejercer un control adecuado sobre sus resultados periódicos. Se realiza teniendo en cuenta los ingresos y egresos que se han generado en el pasado y las posibilidades de que se vuelvan producir en el futuro, según las condiciones económicas generales y la capacidad futura de la empresa para causarlos”<sup>55</sup>. Significa entonces lo anterior, que las titularizaciones de flujos de caja, especialmente enmarcadas en el terreno de las exportaciones, no necesariamente deben encontrarse respaldadas por garantías como facturas por cobrar de un determinado negocio, o de intercambios comerciales sustentados por un contrato de suministro, sino que el comportamiento financiero de la empresa puede ser suficiente.

Así, según Sentencia del Consejo de Estado de 2005 Julio 27 Sala de lo Contencioso Administrativo Sección Tercera, la otrora Superintendencia de valores manifestó respecto de los flujos futuros que “en esta modalidad, el patrimonio autónomo se conforma a partir de la existencia flujos futuros de fondos, los cuales pueden ser: a) Determinados con base en estadísticas de los tres años inmediatamente anteriores; o, b) Determinables con apoyo de proyecciones de tres años. Esta es una de las aplicaciones de la titularización en nuestro país que tiene mayor potencial de desarrollo, puesto que se constituye en una herramienta

---

<sup>55</sup>, José Alpiniano García Muñoz. *Derecho Económico de los Contratos*. p. 447. Ed. Librería del Profesional. 2001.

muy valiosa para la financiación de los altos volúmenes de recursos financieros necesarios para adelantar obras públicas”<sup>56</sup>

Sobre este punto, el artículo 5.6.1.1.4 del decreto 2555 de 2010, limita la utilización de flujos futuros a los siguientes eventos: “ solo en los procesos de titularización efectuados para el desarrollo de actividad energética, obras públicas de infraestructura, prestación de servicios públicos y productos agropecuarios, agroindustriales u otros commodities, adelantados por entidades públicas o privadas, se podrán utilizar proyecciones de flujos futuros como base de la estructuración del proceso”

## **EL PROCESO DE TITULARIZACION EN COLOMBIA**

### **AGENTES INTERVINIENTES.**

En la estructuración de una titularización intervienen una serie agentes que permiten lograr su propósito de financiación.

- i. **Originador: También conocido como el constituyente**, es aquella persona natural o jurídica, de naturaleza pública o privada, nacional, extranjera o mixta, propietaria de los activos movilizables que se van a titularizar. Tiene la misma función que el del constituyente en el contrato de fiducia, ya que es el que realiza la transferencia al patrimonio autónomo. Es decir, en palabras del maestro Sergio Rodríguez Azuero, que es la “persona o entidad que tiene activos movilizables, (...) caracterizados normalmente porque se trata de activos de lenta rotación, como

---

<sup>56</sup>Sentencia del Consejo de Estado de 2005 Julio 27 Sala de lo Contencioso Administrativo Sección Tercera, Exp.: 66001-23-31-000-1996-03310-01 (14039). MP Dr. Ramiro Saavedra Becerra

puede ocurrir con la cartera a mediano y largo plazo o activos inmovilizados como suelen ser los inmobiliarios, o **meras expectativas derivadas de la capacidad operacional de la empresa** (negrilla resaltada por quienes elaboran esta tesis), en virtud de la cual espera recibir ingresos en futuro derivados de su actividad”<sup>57</sup>

- ii. **El Agente de Manejo:** Tiene un papel fundamental y es quien emite los nuevos valores en representación de un patrimonio autónomo. En sistema jurídico Colombiano puede ser realizada por tres tipos de sociedades: Sociedades fiduciarias, (Resolución 400 de 1995 artículo 1.3.3.1)<sup>58</sup>, cuando el proceso de estructuración se haya realizado a través del mecanismo de fiducia irrevocable o por la creación de un fondo común; Sociedades comisionistas de bolsa, (Resolución 400 de 1995 artículo 1.3.3.1)<sup>59</sup>, cuando el proceso de estructuración se haya realizado a través del mecanismo de la creación de un fondo de valores cerrado, y las sociedades titularizadoras, (Ley 546 de 1999 artículo 14), cuando el objeto de la titularización sea cartera hipotecaria.

El agente de manejo debe encargarse de realizar todos los trámites tendientes a la autorización de la titularización. Además de todo lo anterior, debe ser el vocero del patrimonio autónomo. Se encarga de recaudar los recursos provenientes de la emisión, y es el punto de referencia que se relaciona con los inversionistas en virtud de tal vocerío, de acuerdo con los derechos incorporados en los títulos y responde

---

<sup>57</sup> Sergio Rodríguez Azuero. Contratos bancarios su significación en América Latina. pág. 877. Legis 2009.

<sup>58</sup> La mención a la Resolución 400 de 1995, corresponde a una cita histórica, pues fue derogada por el decreto 2555 de 2010.

<sup>59</sup> *Ibíd.*

ante terceros. El agente de manejo debe velar por el manejo seguro y eficiente de los recursos que ingresan al patrimonio. En este sentido ha manifestado también la jurisprudencia que obligaciones propias del emisor, se encuentran las “emitir y colocar en el mercado los documentos resultantes y responder frente a terceros con la gestión del patrimonio y con el producido del mismo por el pago, tanto de los rendimientos como del capital al momento de su redención”<sup>60</sup>.

En caso de que 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 posibles conflictos de interés.

- iii. **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. Son finalmente las “entidades encargadas de hacer cumplir las disposiciones del reglamento de emisión correspondiente y de propender por el cumplimiento de los derechos a favor de los

---

<sup>60</sup> Sentencia del Consejo de Estado de 2005 Julio 27, Sala de lo Contencioso Administrativo, Sección Tercera. Consejero Ponente: Dr. Ramiro Saavedra Becerra

tenedores de los títulos emitidos y de aquellas personas que tengan derechos exigibles en desarrollo del proceso de titularización.”<sup>61</sup>

- iv. **Estructurador del Proceso:** el estructurador, es el experto en el diseño jurídico y financiero de la operación y 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.<sup>62</sup>

Para diseñar la emisión, el estructurador debe tener en cuenta las diferentes clases de títulos que existen en el mercado, que son los siguientes:

- **Títulos de Contenido Crediticio:** son aquellos que incorporan la obligación de pagar sumas de dinero por concepto de capital e intereses. El inversionista adquiere un derecho o alícuota en el patrimonio conformado por los activos objeto de movilización sin rentabilidad mínima pactada.
- **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 determinada de dinero.

---

<sup>61</sup> Circular Externa 047 De 2008. Titularización De Cartera De Créditos. Capítulo XV - Titularización De Cartera De Créditos. Superintendencia Financiera De Colombia, pág. 1.

<sup>62</sup> Sergio Rodríguez Azuero. Contratos bancarios su significación en América Latina. pág. 881. Legis 2009.

v. **El Colocador:** entidades que se encargan de colocar los títulos en el mercado. A pesar de que puede ser efectuada directamente por la fiduciaria administradora, o a través de una bolsa de valores, la colocadora es una entidad especializada en el corretaje de valores, sociedad comisionista de bolsa, que mediante una gestión de “underwriting” asume el papel de colocarlo en manos de los inversionistas instituciones.<sup>63</sup>

vi. **El contrato Underwriting.** Por medio del contrato de underwriting una parte se obliga a colocar o comprar al emisor los documentos de la deuda. Lo que busca el underwriting es prefinanciar la emisión, es decir se compra de manera anticipada una emisión títulos valores, con el fin de que estos sean colocados posteriormente entre el público, bajo su cuenta y riesgo. Este contrato hace que se pueda tener algo de certeza sobre cuál será el volumen y precio de los recursos colocables en el mercado.

La colocación puede ser bajo las modalidades “al mejor esfuerzo”, “en firme” y “garantizada”. La primera consiste en que el colocador hace todo lo que le es posible para enajenar los títulos en el mercado, pero que vencido plazo, devuelve al originador los títulos que no ha vendido. La colocación al mejor esfuerzo cuenta con una sub-modalidad denominada “todo o nada” en el que el colocador busca promesas de suscripción de posibles clientes. Si consigue la colocación total se lanza la emisión al mercado o, de lo contrario se devuelve el dinero a los compradores parciales así como los títulos a la emisora, por lo tanto solo se coloca

---

<sup>63</sup> Sergio Rodríguez Azuero. Contratos bancarios su significación en América Latina. pág. 892. Legis 2009.

la emisión si se vende completamente y por adelantado. Ahora, en caso de ser una colocación “en firme” el underwriter asume el riesgo total de la compra de la emisión, quedándose con los títulos que no logre vender. Finalmente está la modalidad de underwriting garantizada, en la que la entidad se garantiza colocar en el mercado una cantidad determinada que si no cumple, obliga a al underwriter a adquirir dicha cantidad.

El contrato de underwriting es un contrato atípico, en el cual concurren varios tipos de contratos como lo es la compraventa ya que el underwriter adquiere una determinada cantidad de acciones de la empresa para después colocarlas bajo su cuenta y riesgo. También contiene elementos propios del mandato y de la comisión, y en ocasiones tiene rasgos compartidos con el contrato de corretaje, cuando el underwriter actúa sin adquirir la emisión de acciones, interviniendo solamente en contactar al empresario con el inversionista interesado en adquirir en la emisión de títulos.

- vii. **Inversionista:** El que dispone de recursos de capital que coloca a través de distintas inversiones otorgando liquidez a aquellas entidades que, como en el caso de la titularización, realizan emisiones de títulos valores como mecanismo para la obtención de liquidez.
  
- viii. **Calificador De Riesgos:** Se necesita también de una compañía especializada, dedicada a evaluar la emisión de los papeles, “con el fin de evaluar la probabilidad de pago puntual y completo de capital e intereses de dichas emisiones. su trabajo se

basa en el análisis cualitativo y cuantitativo de la existencia legal del emisor, su situación financiera, su cultura y capacidad empresarial, su entorno económico y el de la industria, así como la estructura de los instrumentos para determinar su grado de riesgo”<sup>64</sup>, para finalmente asignar una calificación de referencia con la que saldrá al mercado.

**ix. El mercado público de valores:** El mercado financiero está compuesto por el mercado bancario o intermediado y el mercado no intermediado, en el que se encuentra el mercado de valores, en este último, la interacción entre unidades superavitarias y deficitarias, se hace directamente mediante la emisión de valores; distinto de como ocurre, en el sector intermediado, donde la relación ocurre por acción de entidades que se involucran separadamente con esos superavitarios y deficitarios<sup>65</sup>. En este orden de ideas, el mercado de valores puede clasificarse, según el momento de la emisión, en mercados primarios y secundarios.

- **Mercado Primario.** En este, los valores emitidos, lo son por primera vez, y se adquieren directamente al emisor, aunque nada impide que se haga también utilizando la intermediación de un agente colocador.<sup>66</sup>
- **Mercado Secundario.** Este mercado “se refiere a las transacciones mediante las cuales se negocian, entre inversionistas, valores que han sido previamente emitidos”<sup>67</sup>

---

<sup>64</sup> L. Sanz. La Titularización Más Allá De La Crisis. *Debates IESA* [versión online]. Octubre 2010. Extraído de: Academic Search Complete, Ipswich, MA. Consultado el 22 de enero de 2014.

<sup>65</sup>, Carlos Fradique-Méndez. Banco Interamericano de Desarrollo. Guía del Mercado de Valores. Bolsa de Valores de Colombia. 2008. Pág. 24.

<sup>66</sup> *Ibíd.*, pág. 26

<sup>67</sup> *Ibíd.*, pág. 26

## **ESTRUCTURA DE LA TITULARIZACION**

Los procesos de titularización se conforman con la transferencia de activos por parte del originador para constituir con ellos un patrimonio autónomo. Esto es posible mediante principalmente dos mecanismos. Mediante contrato de fiducia mercantil irrevocable y constituyendo fondos comunes.

La fiducia mercantil es un negocio jurídico por el cual una parte, el fideicomitente, transfieren bienes a otra parte denominada fiduciario, con el encargo de que los administre o enajene y con el producto de su actividad cumpla una finalidad establecida por el constituyente, en su favor o en beneficio de un tercero en cuyo caso se conocería como el beneficiario. El fiduciario pasa a ser el propietario ante terceros de los bienes transferidos constituyendo un patrimonio autónomo que separa los bienes del patrimonio permitiendo de esta manera reconocer una autonomía jurídico-económica de los bienes transferidos. Este contrato está profesionalizado, reservado a las entidades financieras autorizadas.

Quizá la característica más importante de la fiducia es el patrimonio autónomo que se conforma. Bajo la teoría de la afectación, los bienes recibidos en fideicomiso están afectados a una finalidad en términos que no pueda confundirse con los bienes de la entidad fiduciaria ni con los que correspondan a otros fideicomisos.

Los bienes se separan del resto del activo de manera contable. Existen entonces cuentas separadas para cada uno de los fideicomisos para además poder administrar y determinar sus incrementos y los cargos hechos al patrimonio especial en cabeza del fiduciario. Se crea

entonces una exclusión de la garantía general de acreedores del fiduciario que no podrán perseguir los bienes del patrimonio autónomo al ser este distinto al de la entidad fiduciaria. De esta manera los cambios económicos que sufra no afecta al fideicomitente ni a los beneficiarios. Esta misma regla aplica sobre los acreedores del fiduciante, al también extraer los bienes de su patrimonio propio a uno autónomo, sin perjuicio de que este mecanismo se realice en fraude a la ley.

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.

La segunda opción para titularizar es mediante la constitución de fondos comunes cerrados con el objeto de hacer oferta pública de valores o mediante la inscripción en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios de las constancias de vinculación a un fondo en operación. El procedimiento de constitución será el previsto en la normatividad que regula el desarrollo de esta operación por parte de las sociedades comisionistas de bolsa.

El fondo de valores es “una cartera constituida y administrada por una sociedad comisionista de bolsa, de la cual cada suscriptor es propietario de partes alícuotas y cuyo objeto es estimular y desarrollar el mercado de valores. Los bienes del fondo de valores no constituyen parte de la prenda general de los acreedores de la sociedad comisionista y por consiguiente, están excluidos de la masa de bienes de la misma.”

Existen dos clases de fondos de valores: abiertos que son “aquellos en los cuales los suscriptores, de acuerdo con el respectivo reglamento, pueden redimir su participación en cualquier momento o con intervalos inferiores a un año. Los cerrados son aquellos en los cuales los suscriptores, de acuerdo con el respectivo reglamento, sólo pueden redimir su participación a intervalos iguales o superiores a un año.

Es importante señalar que las inversiones que se hacen en este tipo de fondos son representadas en derechos que tienen en virtud de la ley el mismo carácter y beneficios propios de los títulos valores por lo que se sujetarán y reglamentarán de acuerdo a las normas previstas para la negociación de estos.

La figura de fondo común se diferencia con la de fondo de valores en que, el primero es administrado por una sociedad fiduciaria y el segundo por una sociedad comisionista de bolsa; pero se puede observar que, en los tres mecanismos es necesaria la creación de un patrimonio autónomo.

### **MARCO JURIDICO DE LA TITULARIZACION.**

- Resolución 645 de 1992 de la Superintendencia de Valores: fue la primera herramienta jurídica en desarrollar el tema de la titularización,
- Resolución 455 de abril 23 de 1993 de la Superintendencia de Valores: Estableció la obligación de inscribir los títulos emitidos en los procesos de titularización, en el Registro Nacional. de Valores.

- Ley 35 del 5 de enero de 1993: Dictaba las normas a las cuales debían ceñirse las actividades financiera, bursátil y aseguradora y general el manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público. Respecto a la titularización endilgo en la Superintendencia de Valores la vigilancia de dichos procesos.
- Resolución 1394 de Noviembre 4 de 1993 de la Superintendencia de Valores: Constituyó en su momento el principal texto regulatorio de la materia, derogó la resolución 645, y estableció entre otras cosas el proceso de titularización, junto con los intervinientes y permitió también, titularizar “documentos de crédito, rentas o flujos de caja predecibles con base en estadísticas de los últimos tres años o en proyecciones de por lo menos tres años continuos”
- Resolución 1032 del 19 de octubre de 1994 de la Superintendencia de Valores: modificó en algunos apartes la resolución 1394 e introdujo de manera indiscutible la obligatoriedad de la mediación de contratos de fiducia mercantil y de mandato sin representación para la administración de los fondos de valores.
- Resolución 400 del 22 de mayo de 1995 de la Superintendencia de Valores: estableció entre otras cosas, en el título primero, todo lo correspondiente a los procesos de titularización; que Las titularizaciones podían ser ofrecidas en el segundo mercado; que podían llevarse a cabo bajo el régimen de inscripción anticipada y oferta pública; y que debían calificarse los tramites de titularización.<sup>68</sup>
- Circular Básica Jurídica 29 de 2014 de la Superintendencia de Valores: Título Décimo, emisiones de Bonos.

---

<sup>68</sup> Constanza Blanco Barón. La titularización en Colombia: diez años de desarrollo. Revista CONTEXTO DE DERECHO Y ECONOMÍA N. ° 18. Agosto DE 2004. At. Pág. 7

- Ley 546 de 1999: dictó normas destinadas a la financiación de Vivienda, entre ellas, lo correspondiente a la titularización de cartera Hipotecaria.
- Resolución 117 de 2001 de la Superintendencia de Valores: fijo los requisitos mínimos de capital que las “sociedades titularizadoras deben acreditar, para efectos de llevar a cabo emisiones de títulos en desarrollo de procesos de titularización de cartera hipotecaria”.
- Resolución 223 de 2002: Adicionó obligaciones de publicidad para las sociedades titularizadoras.
- Resolución 234 de 2002: Expidió el “plan de cuentas” que debían adoptar en su contabilidad las sociedades titularizadoras
- Circular Externa 46/2008: Modifica el Capítulo Primero, Título Quinto de la Circular Básica Jurídica y los Capítulos VIII y IX de la Circular Básica Contable y Financiera, aplicables a los negocios administrados por las sociedades fiduciarias.
- Decreto 2555 De 2010: Es la norma que actualmente rige al sector financiero, asegurador y del mercado de valores. Lo correspondiente a los procesos titularizadores se encuentra en el Libro 6 de la Parte 5 del Decreto.

## **CLASES DE TITULARIZACIÓN**

En Colombia existen dos tipos de titularización.

1) Sobre **activos existentes** como por ejemplo lo son las hipotecas, las tarjetas de créditos, y los inmuebles. Éstas son las titularizaciones clásicas en las cuáles activos que ya existen y que por su naturaleza son ilíquidos respaldan el pago a los inversionistas con el flujo de caja que generan.

2) Sobre **flujos futuros**, los cuales serán el objeto principal del presente estudio.

La titularización de flujos de caja futuros es una operación en la que el originador cede los derechos sobre los ingresos futuros a un precio de hoy, respaldándose en las cuentas futuras de sus deudores. Las cuentas son transferidas a un patrimonio autónomo que se encarga de la emisión de los títulos. Ésta estructura permite conseguir recursos financieros respaldados en flujos de fondos futuros, con la finalidad de utilizarlos en la operación del negocio sin necesidad de aumentar el nivel de endeudamiento. El inversionista se hace copartícipe en los riesgos del negocio y, por lo tanto, esas emisiones no se constituyen en deuda contraída. Esta alternativa es atractiva para empresas que tienen un nivel de ingresos futuros garantizados o flujos de caja estables, con un potencial interesante de crecimiento en el tiempo.<sup>69</sup>

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. Además 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, sin necesidad de aumentar el nivel de endeudamiento.

En los países con economías en desarrollo, y particularmente en América Latina, se ha utilizado la titularización de flujos futuros como mecanismo de financiación en monedas fuertes que tengan menos propensión a perder valor. La primera transacción importante de

---

• <sup>69</sup> Oesterreichische National bank. Vienna. Best practices in risk management for securitized products. Oesterreichische National bank. Pág. 22. 2004

éste tipo, ocurrió en 1987 cuando la empresa de comunicaciones Telmex, titularizó sus cuentas de teléfono por cobrar. Posteriormente, y en especial desde la crisis mexicana de 1994-95, se ha incrementado de manera significativa la titularización de flujos futuros. Como ejemplos a nivel internacional mencionamos la emisión de títulos de Pemex (1998) y de la empresa argentina de petróleo YPF (1995), respaldados en los flujos futuros de las exportaciones de crudo. Es así como lograron obtener una financiación, con mejor calificación de riesgo y con tasas de interés más bajas que las que podrían obtener los gobiernos mexicanos y argentinos. A finales de la década de los noventa, las tres calificadoras de riesgo principales habían calificado más de 150 titularizaciones de flujos futuros que sumaban un total de \$36 billones de dólares en países en vía de desarrollo.<sup>70</sup>

La naturaleza legal de los flujos futuros consiste en la venta de algo que existe o que está por existir, o de un servicio por realizar o un servicio realizado. El principal activo generador de flujo de caja es la cartera de crédito al estar compuesta por aquellas obligaciones en que el originador o constituyente es el acreedor, y que una vez vencidas y recaudadas estas obligaciones producirán un flujo de caja positivo para el empresario.

Al realizar el proceso de titularización, el objeto de la transferencia es financieramente un activo y jurídicamente una obligación con plena validez y reconocimiento, que existe para el derecho al momento de la transferencia por lo cual por lo cual es exigible una vez se cumpla el término o la condición.

- 
- <sup>70</sup> A. Alles, Lakshman. Bursatilización o titularización de activos y financiamiento estructurado en los países de mercado emergente. Boletín CEMLA / Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (México). -- Vol. 48, No. 3 (julio-septiembre 2002). -- AT. 128

No obstante lo anterior, el flujo de caja no es en estricto sentido jurídico y contable, un activo del empresario, sino más bien un estado financiero que jurídicamente se asimila a las meras expectativas más que a los derechos adquiridos, y que por lo tanto no tiene ningún tipo de protección, ni otorga a su titular ninguna acción que le permita hacerlas oponibles frente a terceros.

Éste estado financiero permite mostrar dinámicamente el movimiento de entradas y salidas de efectivo de una empresa, dentro de un período de tiempo establecido y la situación de efectivo o liquidez, al final del mismo período. Es una de las herramientas más útiles para la gestión empresarial al mostrar la real situación de liquidez de una entidad, permitiendo a los agentes encargados de desarrollar la gestión de manejo de la empresa prever futuras necesidades que se presenten en esta área, prever potenciales riesgos y tomar las decisiones más adecuadas para enfrentar las consecuencias económicas que se deriven de estos. Es así como se evalúan las posibilidades de la empresa para cumplir con sus obligaciones frente a terceros.

El flujo de caja es un término genérico para el examen del movimiento de efectivo para un periodo ya vencido o su proyección para el futuro. Por lo tanto existen dos tipos de flujos de caja; el histórico y el proyectado. El flujo de caja proyectado puede prepararse por períodos mensuales, trimestrales, semestrales o anuales. Sin embargo mientras más sea el tiempo que se tome para realizarlo, las limitaciones que se presenten serán mayores.<sup>71</sup>

---

• <sup>71</sup> Alexander Guzmán Vásquez. Los procesos de titularización: una revisión al caso Colombiano / Vásquez. Universidad del Rosario. 2004.

En el ordenamiento jurídico colombiano, al flujo de caja proyectado se le ha dado el estatus de activo titularizable, esta nueva situación jurídica la creó la Superintendencia de Valores a través de la Resolución 400 de 1995 en su artículo 1.3.1.4., en donde define cuáles son considerados bienes o activos objeto de la titularización:

*“Podrán estructurarse procesos de titularización a partir de los siguientes activos o bienes: ... flujos de caja determinables con base en estadísticas de los últimos tres años o en proyecciones de por lo menos tres años continuos...”*

El flujo de caja proyectado es un esbozo anticipado de los activos o bienes futuros que el empresario espera ingresen en el haber de su empresa, los movimientos de efectivo, las entradas y salidas del mismo y cuáles serán las formas de conseguirlo; la manera cómo se invertirá en las distintas áreas en las que se requiera inversión para el adecuado desarrollo de la empresa; logrando de esta forma, al examinar con anticipación la información obtenida, poder prepararse para obtener la liquidez necesaria que comporta la actividad empresarial y de esta forma generarle confianza a los acreedores de la empresa.

Del resultado que de este análisis previo se produce una información que le da al empresario la posibilidad de planificar el manejo de los recursos de capital para enfrentar alguna situación que se prevé, sin generar derecho alguno sobre estas posibilidades. El flujo de caja materializa y genera para el empresario algo muy valioso, y que hoy en día se considera, desde el punto de vista financiero, uno de los más importantes “activos”, al ser

---

un elemento generador de mayor confianza en la empresa.

La confianza en la actualidad cumple un papel crucial para un empresario, ya que ésta es la que mueve y motiva a los inversionistas a llevar sus recursos de capital a la empresa; a las entidades crediticias le permite otorgar préstamos con un mayor grado de seguridad y por lo tanto a un menor costo para el empresario; a los proveedores les da seguridad en el pago de los insumos permitiendo dar unas condiciones de pago más flexibles y en general, motiva y genera confianza a cualquier persona que tenga una relación económica con dicha empresa.

Las principales formas de titularización de flujos de caja futuros son las siguientes:

- 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.
- Entre otros ejemplos de flujos futuros titularizables están las remesas, los tiquetes aéreos, contratos de leasing, concesiones de infraestructura y las cuentas por cobrar de tarjetas de crédito.

## **EJEMPLOS DE TITULARIZACIÓN DE FLUJO DE CAJA FUTUROS EN COLOMBIA.**

- **Titularización del flujo de caja mensual de la sobretasa al combustible automotor del área metropolitana de Bucaramanga:** el objeto de esta titularización era 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 eran 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. El valor proyectado del flujo de caja que se esperaba percibir por concepto de la sobretasa al combustible automotor y que constituye el activo principal del patrimonio autónomo, se tomó 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.
- **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 del Valle S.A., y con base en el cual se realiza la emisión de títulos.
- **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) recaudados 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.

- **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.

De manera ilustrativa planteamos un par de titularizaciones exóticas de flujos de caja futuros para demostrar la variedad existente en éste tipo de operaciones financieras.

- **Bonos Bowie:** En Enero de 1997 el músico David Bowie, logró recaudar 55 millones de dólares mediante la titularización de las regalías que el cantante recibiría por los derechos de sus canciones y de los ingresos provenientes de sus presentaciones en vivo. Estos bonos ofrecieron a los inversionistas un rendimiento de 7.9% con un plazo de 10 años.
- **Bonos Catástrofe:** También conocidos “bonos de actos de Dios”, son bonos corporativos que requieren que inversionistas remitan todo el principal y/o los intereses en caso de que las pérdidas de una catástrofe excedan un nivel específico. Es una forma de transferir riesgos ha sido aplicada principalmente por compañías de seguros y reaseguros como una forma de obtener cobertura complementaria en el mercado de capital. Sin embargo, también ha sido aplicado por entidades corporativas que de otra forma buscarían cobertura a través de compañías asegura

## MOTIVACIÓN DE LA TITULARIZACIÓN.

Las razones sobre las cuales debe preferirse la estructuración de una titularización, en cambio de un mecanismo tradicional de financiamiento, dependerán siempre del negocio que pretenda estructurarse y de la finalidad del financiamiento; en este orden de ideas, quien pretenda iniciar un proceso de securitización deberá evaluar si la motivación económica que lo impulsa a no elegir un sistema tradicional de financiamiento, resulta suficiente, entendiendo el esfuerzo y costos necesarios para la estructuración de un proyecto como estos. Así las cosas, a continuación se intentaran mostrar los beneficios de la titularización para que sirvan de herramienta al potencial originador, en momentos de evaluar los costos que garanticen siempre el mayor beneficio a su proyecto, cuando se enfrente a una decisión sobre si acceder titularización o mecanismo tradicional de financiamiento.

### i. Ventajas para el originador

- Rentabilidad: la rentabilidad contable y comercialmente se entiende como “la producción de una renta o un beneficio<sup>72</sup>” y no significa otra cosa, que el incremento en las utilidades de determinada empresa, lo que para nuestro objeto de estudio, se refleja especialmente en el beneficio que trae respecto de las tasas de interés que versus las del sistema bancario son menores en la titularización
- Desintermediación.: aquí nos referimos principalmente la posibilidad que se le brinda a las Empresas de entrar directamente al mercado de valores, para

---

<sup>72</sup> Ernest Casa Ribé. Diccionario de administración y contabilidad de empresa: contabilidad financiera y de gestión (contabilidad externa e interna). J.M. BOSCH EDITOR. pág. 254. 2008

acceder a mecanismos nuevos de financiación, así se liberan del margen de intermediación bancario que incrementa exponencialmente el costo de acceder a los recursos de los superavitarios.

- Solvencia: definida como “la capacidad económica para hacer frente a las deudas”<sup>73</sup>, los procesos de titularización permiten que el índice de solvencia aumente, pues éste está directamente relacionado con el pasivo total, y al no existir como pasivo dentro los balances contables de la compañía el método utilizado para la obtención de nuevos recursos, (titularización) el índice no disminuirá y si se habrán obtenido los recursos buscados.
- Optimización de liquidez: la liquidez es definida para el caso de las compañías como “la tenencia de activos fácilmente realizables”<sup>74</sup>, es decir convertibles expeditamente en dinero; dinero para cumplir con las obligaciones financieras a corto y largo plazo, para poder responder a sus proveedores, empleados, socios e inversionistas, para poder incluso atraer más inversionistas y mejorar su capacidad de endeudamiento; con la titularización, una vez más, al sacar del balance el activo a titularizar y transferirlo a un patrimonio autónomo, el índice de liquidez mejora, pues por ejemplo, no se habrá incrementado la relación entre activo corriente y pasivo corriente, y por tanto el dinero con que se respaldan las deudas será mayor, lo que evidentemente trae beneficios al originador.
- El apalancamiento: o efecto palanca, se refiere al análisis “de la posibilidad de utilizar fondos externos para la financiación de la actividad considerando

---

<sup>73</sup>Sergio Garófalo .Diccionario contable y comercial. Valleta Ediciones S.R.L. Pág. 650. 2003

<sup>74</sup> Ibíd. Pág. 650

los costos adicionales que tal deuda origina, como intereses, impuestos, gastos varios, en comparación con el uso de los recursos propios”<sup>75</sup>. En este sentido, una estabilidad en el pasivo del originador se verá reflejado en un resultado de apalancamiento positivo, lo que permitirá a la compañía adquirir deuda y así financiar también sus operaciones, reflejándose en beneficios para los socios, que quienes con una inversión mínima ven aumentar sus utilidades.

- Diversificación de fuentes de financiamiento: la consecución de recursos a través de contratos de mutuo con distintas entidades del sector intermediado deja de ser la más habitual, entender la titularización como método de financiamiento, multiplica el portafolio de opciones para las empresas que buscan incrementar sus capitales con intención de inversión.
- Control de riesgos: Uno de los intervinientes fundamentales en el proceso de titularización, es el calificador de la emisión, que determina el grado de riesgo de los títulos a emitir, una manera de obtener una calificación positiva consiste por ejemplo, entre otras cosas en individualizar los riesgos; esto es por ejemplo, dispersar el riesgo para hacer más atractiva la emisión, y se puede hacer mediante distintos mecanismos<sup>76</sup>; la sobrecolateralización<sup>77</sup>, la subordinación de la emisión<sup>78</sup>, el fondo de garantía por el exceso de flujo de caja<sup>79</sup>, entre otras.

---

<sup>75</sup> *Ibíd.*, pág., 436

<sup>76</sup> Miguel Ángel Mosqueira. Fideicomiso financiero: una alternativa de financiamiento no tradicional. Tesis Doctoral. Universidad Nacional de Mar del Plata. 2009

<sup>77</sup> “Es un mecanismo de garantía de las titularizaciones que consiste en que los montos de los activos entregados al Agente de Manejo, exceda al monto de los valores emitidos, en forma tal que cubra el índice de siniestralidad, para con ese monto garantizar ciertos siniestros”. Extraído de: <http://www.santafevalores.com/content/sobrecolateralizaci%C3%B3n>, consultado el 20 de febrero de 2014.

ii. Para el inversionista

- Rentabilidad de su inversión
- <sup>80</sup>“Liquidez secundaria: Ofrece la posibilidad de que un inversionista acuda al mercado de valores sin tener que esperar que el papel que posee cumpla su tiempo de maduración. Esto es, si necesita liquidez, la puede obtener a través del mercado bursátil.”

iii. Para el mercado

- Promueve el desarrollo del Mercado de Valores, permitiendo a su vez una economía más atomizada y por tanto menos riesgosa e inestable.
- La descongestión del Sistema de financiación intermediado generará mayor competencia entre entidades financieras y con ello la flexibilización en los requisitos respecto del otorgamiento de créditos para el público deficitario que busca recursos
- Una mayor relación con el mercado público de valores que generará indiscutiblemente una pérdida de peso en la cuota de mercado del sector financiero intermediado.

---

<sup>78</sup> “Implica que el originador o terceros debidamente informados, suscriban una porción de los valores emitidos. A dicha porción se imputarán hasta agotarla, los siniestros o faltantes de activos, mientras que a la porción colocada entre el público se cancelarán prioritariamente los intereses y el capital” extraído de: <http://www.bolsadequito.info/>, consultado el día 20 de febrero de 2014

<sup>79</sup> “Consiste en que el flujo de fondos generado por los activos titularizados sea superior a los derechos reconocidos en los valores emitidos, a fin de que ese diferencial se lo destine a un depósito de garantía, de tal manera que de producirse desviaciones o distorsiones en el flujo, el agente de manejo proceda a liquidar total o parcialmente el depósito, según corresponda, a fin de obtener los recursos necesarios y con ellos cumplir con los derechos reconocidos en favor de los inversionistas”. extraído de: <http://www.bolsadequito.info/>, consultado el día 20 de febrero de 2014

<sup>80</sup> *Ibíd.*

## **COSTOS DE LA TITULARIZACIÓN**

- Derechos de inscripción de valores en el Registro Nacional de Valores y Emisores:  
Los derechos de inscripción de valores, tendrán una tarifa del 0.08 por mil del patrimonio del respectivo emisor<sup>81</sup>. Para las entidades u organismos de naturaleza pública que dependan patrimonialmente del presupuesto nacional o del presupuesto de las entidades territoriales, se liquidará una tarifa de 0.08 por mil del presupuesto vigente de la respectiva entidad en el momento de liquidación de la cuota.<sup>82</sup>
- Tarifa por Inscripción de Valores. “la tarifa de inscripción se cobra una vez aprobada la inscripción por la Bolsa de Valores de Colombia independientemente de la fecha en que se haga efectiva o salga la emisión al mercado. Para inscripciones nuevas se cobrará la tarifa plena, con independencia del mes en que se realice la inscripción de los títulos”<sup>83</sup>
- Tarifa por Sostenimiento: Para los títulos que estén inscritos en la Bolsa a 31 de diciembre de 2013, se cobrará una cuota de sostenimiento para el año 2014, según el tipo de título de que se trate. En el caso de los Bonos y Títulos emitidos en procesos de titularización la tarifa de Inscripción será de Quince millones setecientos mil

---

<sup>81</sup> Resolución 1245 de 2006 de la Superintendencia Financiera De Colombia, Por la cual se establece el régimen de derechos de inscripción y cuotas y la cuota anual para el año 2006, respecto de las personas y valores inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores y en el Registro Nacional de Agentes del Mercado. artículo 2. Julio 19 de 2006

<sup>82</sup> *Ibíd.*, artículo 2, párrafo tercero.

<sup>83</sup> Circular Única de la BVC. CAPITULO VII. TARIFAS POR INSCRIPCIÓN Y SOSTENIMIENTO DE INSCRIPCIÓN DE VALORES. 2013

pesos (\$15.700.000). Igual valor será para la tarifa de sostenimiento. Para emisores recurrentes será de once millones doscientos mil pesos (\$11.200.000).<sup>84</sup>

- Tarifas de la Entidad que califica la emisión. El costo de la calificación varía según la calificadora y la emisión.
- Tarifas Depósito de Valores: en **DECEVAL**: Corresponde a una tarifa por millón año, que se liquida diariamente sobre el saldo total depositado en pesos (posición propia y de terceros) por Depositante Directo y se factura al cierre de cada mes calendario conforme a la una tabla del instructivo de tarifas. A esta tarifa se le aplica un cargo mínimo de 211,850.00 pesos<sup>85</sup>.
- Honorarios del agente estructurador: El valor de los honorarios tampoco puede expresarse en valores absolutos pues dependerá de la Banca de Inversión y de las condiciones contractuales pactadas.

Así las cosas, la titularización, como todos los demás instrumentos financieros utilizados para la financiación, contrae un número nada despreciable de riesgos, que pueden a pesar de todo, mitigarse a través de distintas figuras jurídicas, que blindarán la operación, haciéndola aún más atractiva para los exportadores, convirtiendo entonces a nuestra propuesta, en una solución viable y aterrizada al mercado, que aporte soluciones y respuestas al sector exportador.

---

<sup>84</sup> Circular Única de la BVC, CAPITULO VII TARIFAS POR INSCRIPCIÓN Y SOSTENIMIENTO DE INSCRIPCIÓN DE VALORES.2013

<sup>85</sup> Deceval. Instructivo de tarifas No -AC-SC-007 V.7.0. Julio de 2014

**CAPITULO III**

**LOS RIESGOS Y SU GESTIÓN EN LA TITULARIZACIÓN DE FLUJOS**

**FUTUROS DE EXPORTACIONES**

En el presente capítulo se pretenden exponer los principales riesgos de una titularización de flujos futuros, así también como aquellos que existen en las operaciones de comercio internacional. De esta manera lo que se busca es exhibir la gama de riesgos implícitos en el mecanismo de financiación que se propone en la presente monografía para los exportadores colombianos, y así luego proceder a explicar su respectivo manejo, mediante la utilización de mecanismos de cobertura.

Dicho lo anterior el riesgo es definido por la Real Academia de la Lengua Española como: la “Contingencia o proximidad de un daño”. En el ámbito de los negocios, se le entiende como aquel “Elemento de incertidumbre que puede afectar la actividad de un agente o el desarrollo de una operación económica”.

Todos estos riesgos por mencionar cuentan con sus respectivos mecanismos de cobertura consistentes en instrumentos a través de los cuales se busca mitigar el riesgo de contraparte. En todos los casos, los recursos derivados de los mecanismos de cobertura hacen parte del flujo de caja considerado para la estructuración del proceso de titularización correspondiente, de acuerdo con la estructura definida para el mismo.

La gerencia de riesgos, se enfoca desde varias perspectivas: a) desde la prevención, que evite el acaecimiento de los hechos; b) asumiendo los riesgos, a través de un sistema de auto-aseguro<sup>86</sup>, como el ahorro; o c) con la transferencia de los riesgos a terceros, operativa y financieramente<sup>87</sup>.

Así las cosas, la gestión debe ser especializada, según el tipo de riesgos al que nos enfrentemos, pero también unificada, permitiendo que entre más figuras de supresión o reducción se contemplen, la unidad de la operación se vea blindada dejando lo menos posible al azar su éxito.

Según su origen, los mecanismos de cobertura se clasifican en internos y externos<sup>88</sup>. Los mecanismos internos son los instrumentos implementados dentro de la estructura de un proceso de Titularización considerando exclusivamente las características y condiciones de los activos subyacentes que conforman el vehículo de propósito especial y su flujo de caja.

Por otro lado, los mecanismos externos son aquellos instrumentos cuyo funcionamiento se estructura a partir de recursos obtenidos de fuentes distintas del flujo de caja de los activos subyacentes que conforman el vehículo de propósito especial tales como garantías de entidades financieras, contratos de apertura de crédito, avales, seguros de créditos,

---

<sup>86</sup> Autoaseguro o self insurance: “Situación en la que una persona, física o jurídica, soporta con su patrimonio las consecuencias económicas derivadas de sus propios riesgos, sin intervención de ninguna entidad aseguradora”. DICCIONARIO MAPFRE DE SEGUROS, disponible en: <http://www.mapfre.es/wdiccionario/terminos/vertermino.shtml?a/autoseguro.htm>

<sup>87</sup> Lázaro Hernández Muñoz. Los Riesgos y su cobertura. Centro de documentación Mapfre. 2001.

<sup>88</sup> Sergio Rodríguez Azuero. Contratos bancarios su significación en América Latina. pág. 915. Legis 2009

depósitos de dinero, así como los contratos irrevocables de fiducia mercantil en garantía, contratados u otorgados con entidades debidamente autorizadas para el efecto<sup>89</sup>

La titularización de flujos futuros contiene tres riesgos principales a conocer:

- **Riesgo de Crédito:** Se refiere a la posibilidad de impago, retraso o pérdida de solvencia de un deudor, es decir, la probabilidad de que llegado el vencimiento del derecho de cobro no sea atendido, lo que conllevaría a una pérdida para el acreedor.

Uno de los mecanismos ideales para la mitigación es la sobrecolateralización de la cartera que consiste en que los activos transferidos al patrimonio autónomo tiene un valor nominal mayor al de los títulos emitidos, en cuyo caso el exceso estaría destinado a liquidar el posible desvío en el comportamiento de los recaudos.

Otro método comúnmente aplicado es el compromiso por parte del originador de que en caso de que por alguna razón se siniestre parte de la cartera titularizada, se sustituya por activos de la misma calificación para así protegerse de eventuales desviaciones.<sup>90</sup>

Un mecanismo generalmente utilizado consiste en subordinar la emisión, en el cual el originador conserva parte de la misma en su portafolio. De ésta manera, en caso de que si en algún momento el comportamiento del recaudo del capital no es suficiente para pagar a los inversionistas, el originador mismo inyecta los recursos conservados.

---

<sup>89</sup> *Ibíd.*

<sup>90</sup> *Ibíd.*

El riesgo de crédito también es mitigable mediante un seguro crédito. Éste instrumento consiste en que una aseguradora se compromete a indemnizar al asegurado con la cantidad que se haya pactado en una póliza cuando un deudor se declare insolvente o hayan pasado los plazos establecidos en el contrato de seguro sin que el deudor haya satisfecho su deuda.

Otra figura útil para controlar este tipo de desviaciones es la apertura de crédito por parte del originador con una entidad financiera, en la que se pacta un monto que puede ser utilizada para cubrir desembolsos que se siniestren.

Para los dos casos anteriores, es indispensable que se conozca la solidez financiera de la entidad que presta el servicio.

- **Riesgo de Mercado:** Es la probabilidad de variación del precio o tasa de mercado en sentido adverso para la posición que tiene el originador, como consecuencia de las operaciones que ha realizado en el mismo. El riesgo podrá ser en cuanto a cambios en el precio de las mercancías, riesgo de fluctuaciones tipo de interés, y riesgo de devaluación en el tipo de cambio.

Este último consiste en “el número de unidades de una moneda que se intercambian por una unidad de otra moneda”<sup>91</sup>, es decir que es el “precio” de una moneda respecto de otra. En ese orden de ideas, el Riesgo cambiario no es otra cosa que la incertidumbre generada por la existencia de múltiples monedas en una operación

---

<sup>91</sup> Bancoldex. Cartilla de Coberturas cambiarias.2005

internacional, que afectan a los agentes con la variación periódica de sus cotizaciones en el mercado.

La incertidumbre cambiaria en el caso de los empresarios, “se da cuando tiene ingresos en un moneda distinta a la que se presentan sus egresos, y/o sus cuantías no son iguales, y /o no se dan en el mismo tiempo”<sup>92</sup>

Para mitigar los riesgos expuestos, existen una serie de instrumentos financieros aplicables. En el caso de los cambios en tasa de interés, está el CAP de tasa de interés consistente en un derivado OTC (Over the Counter), concretamente una opción, en el cual por el pago de una prima se fija un límite máximo de tipo de interés, que si rebasara la entidad financiera abonaría el diferencial establecido en el contrato.

También está el SWAP de tasa de interés, el cual se refiere a un contrato entre dos partes que desean intercambiar los intereses derivados de pagos o cobros de obligaciones que se tienen, pero calculados para diferentes tipos de tasa ya sea fija o variable.

En la categoría de los SWAPS, para mitigar el riesgo de cambio de divisa, está el Cross Currency Swap. Dicha figura OTC en la cual se acuerda el intercambio de las partes de un préstamo denominado en una divisa por las partes equivalentes de un

---

<sup>92</sup> ibíd.

préstamo denominado en otra divisa. Se pueden intercambiar tanto el capital principal del préstamo como los intereses.

Para administrar el riesgo del cambio de precio en los productos se pueden aplicar los contratos a forward son parecidos a los contratos de futuros en lo que ambos son acuerdos de compra o venta de un activo en un momento determinado en el futuro por un precio determinado. Sin embargo, a diferencia de los contratos a futuros, éstos no son estandarizados por lo cual son acuerdos privados entre dos instituciones financieras o entre una institución financiera y una de sus clientes corporativos. Por lo tanto los forwards no tienen que ajustarse a los estándares de un determinado mercado, ya que se consideran como instrumentos extra bursátiles.

- **Riesgo de Liquidez:** Es la probabilidad de incurrir en pérdidas por no disponer de recursos líquidos suficientes para cumplir con las obligaciones de pagos comprometidas en un horizonte temporal determinado, y una vez considerada la posibilidad de que la entidad logre liquidar sus activos en condiciones razonables de tiempo y precio.

Para mitigar el riesgo de liquidez se puede aplicar el mecanismo de exceso de flujo de caja, cuando hay un margen diferencial entre el rendimiento generado por la cartera y la tasa de interés que se le paga a los inversionistas<sup>93</sup>. Es con éste excedente que se constituye un fondo con el fin de cubrir el índice de siniestralidad.

---

<sup>93</sup> Sergio Rodríguez Azuero. Contratos bancarios su significación en América Latina. pág. 916. Legis 2009.

Otra manera de asegurar liquidez es aplicarle una cláusula de “*take or pay*” a los contratos de compraventa de los cuales provengan los flujos futuros titularizables.<sup>94</sup>

Ésta cláusula se le aplica a los contratos de compra y venta de un determinado producto en que el comprador queda obligado a pagar consumiendo o no el producto, por lo tanto en el eventual caso de que no consuma el producto en la fecha prevista, el contrato exige que se efectúe el pago, independientemente de haber existido consumo.

- **Riesgo operacional:** Es aquél riesgo que puede provocar pérdidas debido a errores humanos, procesos internos inadecuados o defectuosos, fallos en los sistemas y como consecuencia de acontecimientos externos.

Desde una perspectiva de los seguros, se pueden mitigar los riesgos que puedan interferir en la adecuada operación del negocio. Las pólizas más contratadas son las de multiriesgo para de ésta manera obtener una cobertura general que proteja al asegurado por pérdidas financieras producidas por actividades deshonestas o fraudulentas por parte de sus empleados. Sin embargo también se pueden asegurar los daños a los equipos informáticos por causas inherentes a su funcionamiento, así como daños a la propiedad, responsabilidad por prácticas de empleo no procedentes y la responsabilidad gerencial contra directivos como consecuencia del desarrollo de sus actividades.<sup>95</sup>

---

<sup>94</sup> Oesterreichische National bank. Vienna. Best practices in risk management for securitized products. Oesterreichische National bank, 2004.

<sup>95</sup> Battellino, Ric. Some comments on securitization / R. Battellino. Reserve Bank of Australia Bulletin. pág. 62. 2004

Así mismo, para todo proceso de titularización es también necesario adelantar un análisis legal que comprenda el estudio referente la seguridad jurídica del patrimonio fideicometido, es decir la transferencia de los derechos sobre los activos a ser titularizados. Este contrato de transferencia debe de cumplir con los requisitos legales y que no sea susceptible de ser impugnado.

## **RIESGOS Y SU GESTIÓN EN OPERACIONES INTERNACIONALES**

Se vuelve fundamental también, analizar los riesgos propios de las operaciones comerciales, los cuales se ven potencializados cuando dichas actividades salen de los mercados locales y se trasladan a mercados internacionales más complejos, como sucede en el caso de una operación de exportación e importación.

Así, se incrementan cuando en dicha operación, además de los riesgos comerciales generalmente acostumbrados, existen además otras barreras, de tipo político o cambiario, por ejemplo. Es el caso de las barreras arancelarias, o la exigencia de determinadas licencias de comercialización, o incluso la existencia de algún monopolio estatal, que dificultan la actividad del exportador, y le imponen un mayor grado de diligencia en el cuidado de sus negocios.

Los **riesgos comerciales** están generalmente asociados a situaciones de impago del deudor por las mercancías o por los servicios prestados, es decir, por el incumplimiento de las obligaciones contractuales o financieras que tiene el importador a favor de quien exporta, o viceversa. Así pues, “en el caso del exportador se concretan en el riesgo que existe de enviar los productos vendidos y no recibir el pago de su valor, mientras que para el importador representa el riesgo de efectuar el pago y no recibir la mercancía de su proveedor”<sup>96</sup>. A pesar de lo anterior, y por tratarse el presente trabajo de grado de una herramienta para el sector exportador, será desde esa perspectiva que se analicen todos los tipos de riesgos.

Como señala el autor español Lázaro Hernández, los riesgos comerciales para el exportador, pueden darse en dos momentos; uno, antes de la entrega de la mercancía, con el denominado Riesgo de Resolución de contrato; y el otro, cuando ya ha sido despachada la mercancía, o entregada al comprador, con el Riesgo de crédito, que implica demoras en el pago o problemas en el cobro, o el rechazo de la mercancía.

El **riesgo de resolución del contrato**, implica que lo pactado por las partes en el acto jurídico, no pueda llevarse a término, ya sea por la rescisión del contrato, o porqué lo allí pactado haya sido incumplido. Algunos mecanismos para limitar estas contingencias son:

- ✓ La exigencia de una carta de crédito como medio de pago: la carta de crédito es emitida por un banco a favor de un comprador, una vez emitida y aceptada también por el banco del vendedor “el banco está asumiendo la responsabilidad de pagarle

---

<sup>96</sup>Lázaro Hernández; Lázaro Hernández Muñoz. Los riesgos y su cobertura en el comercio internacional. FC Editorial. pág. 85. 2003

al vendedor, en el momento en que se cumplan las condiciones de la transacción, el valor acordado entre el comprador y el vendedor”<sup>97</sup>

- ✓ Un contrato de seguro específico para este tipo de riesgos, que “cubra al Exportador por la pérdida neta definitiva que sufra cuando la ejecución del contrato quede imposibilitada o interrumpida de forma injustificada con anterioridad al nacimiento del riesgo de crédito, como consecuencia de una decisión unilateral del cliente o de riesgos de carácter político”<sup>98</sup>
  
- ✓ En la redacción del contrato, establecer un anticipo de fondos a favor del exportador, previniendo que la resolución unilateral del contrato, en caso de hacerse, sea más onerosa para el comprador<sup>99</sup>

**El riesgo de crédito**, que contempla el impago del deudor por causas de insolvencia o morosidad, puede mitigarse con la redacción de una **de la cláusula de reserva de dominio** la cual es definida en el artículo 951 de Código de Comercio como aquella mediante la cual “El vendedor podrá reservarse el dominio de la cosa vendida, mueble o inmueble, hasta que el comprador haya pagado la totalidad del precio. El comprador sólo adquirirá la propiedad de la cosa con el pago de la última cuota del precio, cuando éste deba pagarse por instalamentos; pero tendrá derecho al reembolso de la parte pagada, como se dispone en los artículos 948 y 949 en caso de que el vendedor obtenga la restitución de la cosa.”

---

<sup>97</sup> Biblioteca virtual Luis Ángel Arango. Publicación digital en la página web de la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República. Glosario. Búsqueda realizada el 16 de mayo de 2014

<sup>98</sup>, <http://www.cesce.es/web/sp/>. Póliza de Crédito Suministrador, consultado el 16 de mayo de 2014

<sup>99</sup> Lázaro Hernández Muñoz. Los Riesgos y su cobertura. Centro de documentación Mapfre. 2001.

Es decir que el ordenamiento jurídico Colombiano acepta una clausula como estas en favor del vendedor en una compraventa, y asegura el pago de las mercancías o su restitución. La pregunta entonces es, si en una compraventa internacional, dicho pacto está permitido o no. Para responderla debemos remitirnos a la Convención de las Naciones Unidas sobre los Contratos de Compraventa Internacional de Mercaderías, donde según el artículo 4-b, la convención no regulara nada respecto a los efectos que el contrato pueda producir sobre de la propiedad de los bienes producto del intercambio, y donde solo se hace énfasis, según al artículo 30 de la misma convención, a la obligación del vendedor de transmitir dicha propiedad, nada dice respecto del momento de transmisión.

En ese orden de ideas y según el Dr. Jorge Adame Goddard, “la transmisión o la adquisición de la propiedad de las mercancías debe regularse conforme a las disposiciones del derecho nacional que resulte aplicable”<sup>100</sup> es decir, que no hay nada en la Convención que impida un pato contractual de las características aquí mencionadas, y que dependerá de la voluntad de los contratantes la aplicación o no de una clausula como esta.

Explica Goddard que para la correcta aplicación de un pacto de reserva de dominio en una compraventa internacional deben plasmarse en el contrato tres clausulas; una sobre la ley aplicable; otra relativa a la obligación del vendedor de transmitir la propiedad con la condición de que el comprador haya pagado la totalidad del precio; y una última que permita hacer efectiva dicha garantía resolviendo el contrato y recobrando la posesión de las cosas.

---

<sup>100</sup> Jorge Adame Goddard. De dominio, a. Favor del vendedor. La cláusula de reserva de dominio en la compraventa internacional. Instituto de Investigaciones Jurídicas de la UNMA. Pág. 2.

Es posible también administrar el riesgo de crédito a través Mecanismos de cesión de crédito como el *forfaiting*, en el que se adquieren los derechos de pago de deuda, descontando los intereses acumulados de la misma y renunciando al adquirirlos, a cualquier demanda frente a anteriores acreedores. De la misma manera mediante el Seguro de Crédito a la Exportación, modalidad dentro del contrato de seguro de crédito que tiende a proteger al acreedor frente a la insolvencia del deudor cubriendo otras causas del impago además de la insolvencia definitiva del deudor, buscando la cobertura de los riesgos del comercio exterior. Además de lo anterior es menester mencionar que los Estados se encuentran profundamente ligados a esta rama aseguradora, entre otras cosas, por la reacia respuesta del sector privado a asegurar la actividad exportadora debido a su estructura de costes, llegándola en algún momento a considerarla inasegurable. Por lo demás el apoyo público a las exportaciones nacionales cobra particular importancia en cuanto a su papel en la riqueza nacional y la competitividad económica mundial.

**El riesgo cambiario** para el exportador se ve reflejado en las divisas a las que tiene derecho por la venta de sus mercancías o servicios, significando entonces que el momento en que las reciba implicaran una ganancia o una pérdida, ganancia cuando al momento de la monetización, la divisa aumente, pues aumenta la rentabilidad del negocio, y riesgo, cuando la divisa se revalúa, pues digamos que recibiría menos pesos por cada unidad de divisa distinta.

- Coberturas Naturales: Las coberturas naturales son inherentes al negocio, no usan ninguna figura financiera especializada. Por ejemplo, para el

empresario “dentro de su flujo normal de operación, parte de los ingresos y los egresos están dados en la misma moneda (euro/euro, dólar/dólar), lo que significa que no es necesario hacer conversiones de monedas para cubrir su flujo de caja”<sup>101</sup>.

- Coberturas financieras: la finalidad de las coberturas financieras consiste en garantizar el precio de los bienes o servicios en el futuro, sin tener que depender de la fluctuación de la tasa de cambio, es decir, que el exportador pacta un precio inicial, y este no sufrirá alteración alguna a pesar de una devaluación o revaluación de la divisa. Las coberturas financieras más usadas son: Forwards, Opciones y futuros.

También se tiene el riesgo político, en el cual el impago del valor de las mercancías exportadas no obedece a causas atribuibles al comprador extranjero, sino que por el contrario, corresponden a situaciones internas de los Estados. Son escenarios políticos adversos a las expectativas de quien exporta, decisiones administrativas de autoridades locales, o incluso expedición de normas que limitan lo contractualmente pactado. Por ejemplo, a través de una decisión administrativa de la autoridad legitimada para hacerlo, el banco central podría ser, se prohíbe a partir de determinado momento pagar una obligación en moneda extranjera, cuando antes estaba permitido.

El de **riesgo transporte de las mercancías** transadas, desde el país exportador hasta el importador configura la última estación de las operaciones de comercio internacional,

---

<sup>101</sup> Bancoldex. Cartilla de Coberturas cambiarias.2005

adquiere particular importancia al corresponder a la materialización de la internacionalización de las empresas, sobre todo de aquellas que exportan.

En ese sentido, no son suficientes las nuevas estrategias y tecnologías de embalajes y embarques en puertos, terminales o aeropuertos, pues la posibilidad de que los productos sufran daños, deterioros, o pérdidas están siempre presentes.

Es así entonces, como el Derecho Mercantil Internacional, a través de La Convención de Viena sobre compraventa internacional, regula el riesgo, “vinculando su transmisión al comprador con sucesos comerciales relevantes en los tipos contractuales más frecuentes en el tráfico”<sup>102</sup>, es decir que en términos generales, “mientras el riesgo no se transmita al comprador, el vendedor debe soportar la pérdida o deterioro que experimenten las mercaderías, debiendo, igualmente, cumplir su obligación de entrega<sup>103</sup>”. Así las cosas, la regulación planteada por la convención, fija los momentos de transmisión del riesgo al comprador y sus consecuencias.

Entonces, el riesgo de las mercaderías permanece en cabeza del vendedor hasta no se transferirá el riesgo al comprador, lo que implica entonces preguntarse qué pasa cuando el riesgo ha sido transferido al comprador. El artículo 66 de la convención expresa que la “La pérdida o el deterioro de las mercaderías sobrevenidos después de la transmisión del riesgo al comprador no liberarán a éste de su obligación de pagar el precio, a menos que se deban a un acto u omisión del vendedor”, es decir que hay una completa separación, de la causal

---

<sup>102</sup> Álvaro Vidal Olivares. El riesgo de las mercaderías en la compraventa internacional en la Convención de Viena sobre compraventa internacional de mercaderías (CVCIM). *Ius et Praxis*, vol. 8, no 2, AT. 519. 2002

<sup>103</sup> *ibíd.*

de la pérdida o deterioro y la conducta del vendedor, lo que impediría al comprador, como lo afirma un sector de la doctrina, invocar alguna de las acciones de incumplimiento del artículo 45 de la convención, sencillamente porque al haber transmisión de riesgo, el vendedor ha cumplido. Lo recomendable entonces para el comprador es probar la no accidentalidad del deterioro o pérdida frenando así el supuesto del artículo 66.

En este orden de ideas, y a pesar de lo anterior, en el curso ordinario de los negocios internacionales han surgido otras figuras para la gestión de este tipo de riesgos, no excluyentes por supuesto, como los **INCOTERMS**, copiados y actualizados por la Cámara de Comercio Internacional; o los **seguros de transporte internacional**.

Respecto a los **INCOTERMS**, debemos mencionar primero que regulan el régimen de riesgo desvinculado de un concepto único y abstracto “sobre la base de una tipología contractual que comprende las compraventas más usuales en el tráfico internacional, definiendo el momento de transmisión del riesgo para cada uno de ellos en conexión con sucesos comerciales concretos”<sup>104</sup>. Actualmente existen 11 términos, clasificados en dos grupos, de transporte marítimo (FAS, FOB, CFR, CIF) y los de cualquier otro medio (EXW, FCA, CPT, CIP, DAT, DAP, DDP.) vale mencionar que los INCOTERMS responden a la voluntad de las partes y solo son exigibles cuando así se ha pactado en el contrato. Además de la transmisión del riesgo regulan derechos, obligaciones y distribución de gastos. (Ver tabla 1, en el capítulo Anexos.)

---

<sup>104</sup> ibíd.

Sobre el **Seguro de transporte internacional** basta decir que protege el interés sobre las mercancías y ampara los riesgos que pueden suceder en la operación de transporte internacional. Solo es obligatorio cuando se han pactado en el contrato términos CIF o CIP. Finalmente profundizamos en lo relacionado al **seguro de crédito a la exportación**, que como ya fue expuesto corresponde a una alternativa para el manejo del riesgo de crédito, pero esta vez aterrizándolo al ordenamiento jurídico Colombiano. Contemplado por el decreto 663 de 1993 art 205, con la obligación del gobierno nacional de "establecer un sistema de seguro a la exportación, destinado a cubrir los riesgos comerciales, políticos y extraordinarios inherentes a esta clase de operaciones." Exhortando para tal fin a Bancoldex, con el fin de que direcciona directamente o a través de la contratación con otras entidades del sector asegurador, los riesgos provenientes de:

- a. Crédito otorgado a los compradores del exterior;
- b. Contrato de producción para la exportación;
- c. Transporte y almacenamiento de productos que se exporten en consignación;
- d. Variaciones en las tasas de cambio de otros países y medidas concernientes a la libertad de comercio o de transferencia que se adopten por el Gobierno Nacional o por gobiernos extranjeros, y
- e. Otros hechos a juicio de la junta directiva del Banco y con aprobación del Gobierno.

El numeral 2 del citado artículo, establece la garantía de la Nación, asumiendo las pérdidas en que incurra el Banco de Comercio Exterior de Colombia S.A., "Bancoldex", por razón de los siniestros cubiertos cuando sean insuficientes las reservas técnicas constituidas con este propósito". La reglamentación, contemplada en los decretos 2569 de 1993 y 1649 de

1994., establece que los riesgos garantizados por el Estado, serán los riesgos políticos y extraordinarios y para tales efectos "la Nación celebrará con las entidades aseguradoras autorizadas para explotar el seguro de crédito a la exportación, un contrato de administración de la garantía otorgada por aquélla sobre los riesgos políticos y extraordinarios propios de las operaciones de seguro de crédito a la exportación". Además deberá reservarse una partida del presupuesto Nacional para respaldar la garantía.

Finalmente, en el literal g) del artículo 282 del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero, se estableció para el Banco de Comercio Exterior de Colombia S.A., debía “ Constituir o hacerse socio de entidades que ofrezcan seguros de crédito a las exportaciones; o contratar con ellas para que los presten; o financiar esas entidades, o a los usuarios de sus servicios, o cualquier combinación de estas funciones, todo ello en las condiciones que determine el mercado."

Como hemos visto, los riesgos inherentes a la actividad mercantil internacional son múltiples. Dependerán del tipo de operación en que se enmarque, del tipo de producto o servicio a exportar, del país al que se pretenda a despachar, de la logística y transporte, y por supuesto del comprador que adquiera los bienes.

En este orden de ideas la idea de minimizar o controlar estos riesgos, cobra vital importancia, pues de ello puede depender el éxito de la internacionalización de la compañía, y todo lo que ello implica, en términos económicos y sociales. Así pues, dicha gestión “contempla la identificación de los riesgos, los mecanismos de control

recomendados, y las medidas de supresión o reducción de los mismos a límites tolerables”<sup>105</sup>.

## CONCLUSIONES

1. Para que la titularización de flujos futuros pueda ser exitosamente aplicada en el sector exportador es necesario, que se incentive el segundo mercado logrando así que el mercado de valores pueda verdaderamente servir como una alternativa para la consecución de recursos por parte de pequeñas y medianas empresas, financiando también el desarrollo de diversos proyectos y sectores de la economía. .

“El segundo mercado es un mercado paralelo al principal, concebido en distintos países como una plaza para la consecución de dinero por parte de empresas que no cuentan con el tamaño o requisitos exigidos a los emisores que acuden al mercado principal o que no desean revelar información de sus empresas al público en general.”<sup>106</sup>

Actualmente el marco normativo vigente del segundo mercado en Colombia parece no haber cumplido su propósito. Lo anterior se basa en el que es bajo el porcentaje de las emisiones de títulos en el país que se lleva a cabo a través del segundo

---

<sup>105</sup> Sonia López Sáiz; Sandra Escamilla Solano. Cómo incide la ética empresarial en la gestión del riesgo. Estableciendo puentes en una economía global. Escuela Superior de Gestión Comercial y Marketing, ESIC, p. 47. 2008.

<sup>106</sup> Bernal. Ana María. El Segundo Mercado, nueva alternativa de financiación. La República. 20 de marzo de 2014.

mercado. Esto es posible si no existen suficientes incentivos regulatorios a la ausencia de incentivos para emisores e inversionistas, y diferencias marcadas en cuanto a costos, así como de requisitos de emisión y oferta, en relación con el mercado principal

Sin embargo, la Unidad de Regulación Financiera, adscrita al Ministerio de Hacienda y Crédito Público, anunció un proyecto de decreto que modifica el régimen del segundo mercado regulado por el Decreto 2555 de 2010.

Entre lo que trae el proyecto de modificación al Decreto, es de gran importancia la posibilidad que se brinda a los emisores del segundo mercado de contar con garantías otorgadas por entidades nacionales o extranjeras, lo que facilita el acceso al mercado por parte de empresas que antes no tenían esta opción. Estas adiciones son un llamado a utilizar este segmento del mercado como una fuente de recursos para sectores tales como el exportador.

Esperamos que el proyecto mencionado, si logra aprobarse, contribuya a estimular la confianza del inversionista seguridad jurídica a los emisores e incentivos a los exportadores.

2. la titularización de flujos futuros, enfocada como herramienta de financiamiento para el sector exportador, contribuiría sin lugar a dudas a la Ampliación del portafolio de opciones de financiamiento para Exportadores en Colombia, permitiendo a quienes acceden a ella, diversificar sus inversiones, acceder a los beneficios contables y jurídicos que se mencionaron, y permitir con ello maximizar su actividad internacional y su presencia en mercado globales.

3. Con el consecuente aumento en las exportaciones y la internacionalización de la industria colombiana, se contribuye a la estabilidad económica nacional, mediante el incremento de PIB y la atomización de la economía, haciéndonos menos dependientes de sectores muy fuertes de la economía extractiva.
  
4. como pudimos ver, los costos de la titularización no son bajos, y su viabilidad dependerá entonces de la relación que haya entre estos y los costos de los demás mecanismos de financiación. Esta tarea dependerá por supuesto del análisis de la banca de inversión y del concepto favorable o desfavorable que emita, después de todos los análisis jurídicos y financieros.

## ANEXOS

### 1. TABLA 1.

<b>Reglas para cualquier modo o modos de transporte</b>	
<b>Término</b>	<b>Definición</b>
EXW	En fábrica
FCA	Franco porteador
CPT	Transporte pagado hasta
CIP	Transporte y seguro pagados hasta
DAT	Entregada en terminal
DAP	Entregada en lugar
DDP	Entregada derechos pagados
<b>Reglas para transporte marítimo y vías navegables interiores</b>	
<b>Término</b>	<b>Definición</b>
FAS	Franco al costado del buque
FOB	Franco a bordo
CFR	Costo y flete
CIF	Costo, seguro y flete

## **BIBLIOGRAFÍA**

(Consejo de Estado, Sala de lo Contencioso Administrativo. Sección tercera 27 de julio de 2005).

Arturo, S. P. (s.f.). Apuntes en Torno a las Fallas de Mercado y Monopolio.

Cardenas, L. G. (2009). Lecciones de Derecho Mercantil. Bogotá: Universidad Externado de Colombia.

Centro de Comercio Internacional . (2002). La clave del Comercio Internacional-libro de Respuestas para pequeños y medianos exportadores. . Bogotá: Negocios Internacionales LTDA.

Colombia, C. d. (1993). Ley 35 de 1993. Diario Oficial.

DANE. (s.f.). DANE. Obtenido de [https://www.dane.gov.co/files/faqs/faq\\_pib.pdf](https://www.dane.gov.co/files/faqs/faq_pib.pdf)

E., D. (s.f.). La Economía Política Marxista: Retos de un tercer Milenio. Economía y Desarrollo .

Galvis, M. d. (2009). 1er Congreso Nacional de Tesorería. La tesorería Moderna Política Económica, Regulación y manejo del riesgo. Bogotá.

Gilpin, R. (1990). Tres Ideologías de la Economía Política. En La economía política de las relaciones internacionales (pág. 37). Grupo Editor Latinoamericano .

Kalmanovitz, S. (2007). Colombia en las Dos Fases de Globalización. . Revista de Economía Institucional , 9.

Krugman, P. &. (2007). Introducción a la Economía: Microeconomía. Madrid: Reverté.

L, S. (2010). La Titularización más allá de la crisis. Debates IESA, .

Maria, B. A. (2014). El segundo Mercado, nueva alternativa de financiacio. la República .

Méndez, C. F. (2008). Guia del Mercado de Valores. Bogotá: Bolsa de Valores de Colombia.

Moises, I. (1983). el nuevo proteccionismo en los Paises Industriales y sus efectos sobre el comercio exterioro de los Paises de America Latina. CEMLA(29), 15-22.

RAE. (s.f.). RAE. Recuperado el 29 de abril de 2014, de <http://www.rae.es/>

Rodriguez, C. (2013). las Exportaciones y el crecimiento economico en Colombia 1994-2010. 32-57.

Superintendencia Financiare. (2008). Circular Externa 047. Titularización de cartera de créditos. Bogotá.

Valores, S. d. (1992). Resolucion 645 . Bogotá.

Valores, S. d. (1993). Resolucion 455.

Vicente, S. F. (s.f.). bbva Open Mind. Obtenido de <https://www.bbvaopenmind.com/wp-content/uploads/static/pdf/>