

**TITULARIZACIÓN DE FLUJOS DE EFECTIVO PROVENIENTES DEL  
CONTRATO DE LEASING A LA LUZ DEL DERECHO COLOMBIANO**

**LINDA KATHERINE PLATA VILLAMIZAR**

**ID:U00038334**



**UNIVERSIDAD AUTONOMA DE BUCARAMANGA  
FACULTAD DE DERECHO  
BUCARAMANGA  
2013**

**TITULARIZACIÓN DE FLUJOS DE EFECTIVO PROVENIENTES DEL  
CONTRATO DE LEASING A LA LUZ DEL DERECHO COLOMBIANO**

**LINDA KATHERINE PLATA VILLAMIZAR**

**ID:U0038334**

**Trabajo de Grado para Optar al Título de Abogado**

**Asesor**

**Dr. Camilo Euclides Quiñonez Avendaño**

**Abogado. Especialista en Derecho Empresarial y Comercial. Magister en  
Derecho Económico**

**UNIVERSIDAD AUTONOMA DE BUCARAMANGA  
FACULTAD DE DERECHO  
BUCARAMANGA  
2013**

## DEDICATORIA

*“Padre Celestial gracias por darme la oportunidad de vivir, por fortalecer mi corazón e iluminar mi mente, por haber puesto en mi camino personas que han sido mi soporte*

*A mi madre Ana Hilse Villamizar, mi gratitud, por estar pendiente de mí, por sus palabras de aliento, por sus consejos, por la motivación constante que me ha permitido ser una persona de bien, por su comprensión y sobretodo por su gran amor.*

*Al Dr. Felipe Mojica Niño, por ser un verdadero padre ejemplo de perseverancia y constancia cualidades que lo caracterizan, por sus consejos sabios en el momento exacto, por el valor manifestado para salir adelante y por su apoyo incondicional.*

*Al Dr. Fabio Alejandro Duran Librati, por su gran apoyo y motivación para la culminación de mis estudios. Gracias por estar siempre ahí preocupándote por mí; gracias por ocupar un lugar muy importante en mi vida.*

*A mis hermanos, Reinaldo, Rossvan Johan, Willington Ali, Arnold Manual, por ser el ejemplo de hermanos de los cuales aprendí aciertos y orientación, por sus palabras de ánimo ; y a todas aquellas personas que participaron directa e indirectamente en la elaboración de mi tesis.”*

## **AGRADECIMIENTOS**

Mi agradecimiento a:

Dr. Camilo E. Quiñonez, Docente de la Facultad de Derecho de la Universidad Autónoma de Bucaramanga – UNAB, por su orientación, por su tiempo invertido en la dirección de mi tesis de grado.

A mis docentes quiero agradecer sus amables enseñanzas, colaboración y buenos consejos, dejándome un tesoro maravilloso, aprendiendo a compartir el conocimiento con los demás.

A Funcionarios de la Superintendencia Financiera de Colombia, por la valiosa colaboración en la obtención de información bibliográfica, por su cordialidad y su apoyo para conmigo.

A mis amigos y a todas aquellas personas que han sido importantes para mí, gracias por todo ese tiempo de amistad.

## CONTENIDO

	<b>Pág.</b>
<b>RESUMEN</b>	1
<b>ABSTRACT</b>	2
<b>INTRODUCCIÓN</b>	3
<b>FORMULACIÓN DEL PROBLEMA</b>	6
<b>I. MARCO</b>	<b>JURÍDICO</b>
9	
a. De Titularización	11
b. Del Contrato de Leasing	14
<b>II. MARCO TEORICO</b>	
<b>Capítulo 1: TITULARIZACIÓN A PARTIR DEL “LEASING”: ALTERNATIVA DE FINANCIACIÓN</b>	17
1.1. Aspectos Generales	17
1.2. Fuentes de Financiamiento Empresarial	19
1.2.1. Según su plazo de vencimiento	19
1.2.2. Según su procedencia	20
1.2.3. Según los propietarios	20
<b>Capítulo 2: ANTECEDENTES HISTÓRICOS DEL ACTIVO FINANCIERO TITULARIZACIÓN PROVENIENTE DEL FLUJO DE CAJA DEL CONTRATO DE LEASING</b>	25

<b>Capítulo 3: IDENTIFICACIÓN Y EXPLICACIÓN DE LOS COMPONENTES DE LA TITULARIZACIÓN DEL FLUJO DE EFECTIVO PROVENIENTE DEL CONTRATO DE LEASING</b>	<b>32</b>
3.1. El Flujo de Efectivo Proveniente del Contrato de Leasing como Activo Titularizable	37
3.2. Partes que Intervienen en el Proceso de Titularización del flujo de efectivo proveniente del contrato de arrendamiento financiero “leasing”.	39
3.3. Obligaciones de las Partes Intervinientes en el proceso de Titularización del flujo de efectivo derivado de las operaciones de arrendamiento financiero “leasing”	53
3.3.1. Obligaciones del usuario o tomador leasing	53
3.3.2. Obligaciones del dador leasing u obligaciones de los propietarios de los bienes que serán aportados al negocio de titularización	54
3.3.3. Obligaciones de la Sociedad Fiduciaria o Titularizadora	55
3.3.4. Obligaciones de los Suscriptores de títulos	55
3.4. Requisitos estructurales del proceso de titularización de la caja esperada derivada del contrato de leasing	55
3.5. Estructura Aplicable al Proceso de Titularización del flujo de caja proveniente del leasing	61
3.6. Clases de Títulos Emitidos en el Proceso de Titularización del flujo de efectivo a partir del leasing	63
3.7. Requisitos que Deben Cumplir para la Autorización de Oferta Pública de Títulos Emitidos en Desarrollo de la Titularización de Flujo de Efectivo Proveniente de Contratos de Leasing	66
3.8. Clases de “Leasing” Aplicable a la Titularización de la caja esperada derivada del contrato de arrendamiento financiero.	69
3.9. Naturaleza jurídica del proceso de titularización proveniente del flujo de efectivo del contrato de leasing	76

3.10.	Ventajas en el Desarrollo de la Titularización de acuerdo al flujo proveniente de la realización de Operaciones de Arriendo Financiero “Leasing”	79
3.11.	Posibles Razones por las cuales no se ha Desarrollo la Titularización a partir de Contratos de Leasing en Colombia	83
3.12.	Alcance de la Titularización de la caja esperada que se deriva del contrato de arrendamiento financiero “Leasing” en la Constante Demanda de Recursos	85
3.13.	Terminación de la Titularización del flujo de efectivo proveniente del contrato de leasing	86
<b>Capítulo 4: RELACIONES JURÍDICAS QUE CONFORMAN LA TITULARIZACIÓN DEL FLUJO DE EFECTIVO PROVENIENTE DEL CONTRATO DE LEASING DE ACUERDO CON EL ACTUAL ORDENAMIENTO JURÍDICO</b>		90
<b>Capítulo 5: REGULACIÓN COLOMBIANA APLICABLE A LA TITULARIZACIÓN DEL FLUJO DE EFECTIVO ORIGINARIO DEL CONTRATO DE LEASING</b>		104
<b>CONCLUSIONES</b>		109
<b>BIBLIOGRAFÍA</b>		112

## LISTA DE GRÁFICOS

	Pág.
<b>Gráfico 1:</b> Diferencias entre Endeudamiento y Titularización.	23
<b>Gráfico 2:</b> Intersección entre la Titularización y el Contrato de Leasing.	32
<b>Gráfico 3:</b> Esquema básico del Contrato de Leasing.	39
<b>Gráfico 4:</b> Esquema básico del Proceso de Titularización.	43
<b>Gráfico 5:</b> Actividades Titularizadora o Sociedad Fiduciaria.	46
<b>Gráfico 6:</b> Esquema del Proceso de Titularización del flujo de caja proveniente del Contrato de Leasing.	92



## RESUMEN

El objetivo de este trabajo, es analizar los fundamentos jurídicos y características del proceso de titularización del flujo de efectivo proveniente del contrato de leasing, haciendo énfasis en que este proceso trata de una alternativa de financiamiento empresarial en Colombia. Para ello se realizó un estudio de los componentes de la titularización a partir de las operaciones de arrendamiento financiero leasing.

Se realizó de igual manera, una reconstrucción de los antecedentes históricos del activo financiero denominado titularización en nuestro país, para posteriormente enfocarse en el desarrollo de la titularización cuyo activo movilizable es el flujo de efectivo que se deriva del contrato de leasing. Se examinó el proceso de titularización en sí mismo, identificando los sujetos que intervienen en el proceso, las relaciones jurídicas existentes para llevar a cabo con éxito la titularización, también se determinó los activos susceptibles de titularización y en general , todos los aspectos relacionados con el correcto funcionamiento de éste, como también del activo titularizable objeto de nuestro estudio.

Consecuentemente, se buscaron detallar las relaciones jurídicas que conforman el proceso de titularización del flujo de efectivo o de caja proveniente del contrato de leasing, cuyo vínculo está compuesto de determinados bienes e intereses regulados por el derecho. De igual manera, se buscaron las posibles causas que justifican el uso de esta figura en Colombia por parte del sector empresarial, puesto que este activo financiero, es considerado como un mecanismo de financiación, que permite el incremento en los resultados operacionales de una empresa.

En suma, espero que este estudio constituya un valioso aporte a la difusión y análisis de tan importante tema para el sistema financiero colombiano.

## **ABSTRACT**

The objective of this work is to analyze the legal bases and characteristics of the securitization process of the cash flow from the contract of leasing, emphasizing that this process is an alternative of corporate financing in Colombia. This was done a study of the components of the securitization from leasing operations leasing.

It conducted of same way; a reconstruction of the historical background of the financial asset called securitization in our country and then to focused on the development of the securitization whose transferable active is the cash flow that is derived from the lease contract. It was considered the securitization process in itself, identifying the subjects involved in the process, the existing legal relations to carry out successfully the securitization, it also found the assets capable of securitization and in general, all aspects related to the proper functioning of this, as also of the titularizable active object of our study.

Consequently, it was searched for detailing the legal relationships that make up the process of securitization of the cash flow or cash from the lease contract, whose link is composed of certain assets and interests governed by the law. Similarly, it was searched for the possible causes that warrant the use of this figure in Colombia by the business sector, since this financial asset, it is considered as a funding mechanism, which allows the increase in the operational results of a company.

In sum, it hopes that this study will be a valuable contribution to the dissemination and analysis of such this important subject for the Colombian financial system.

## **INTRODUCCIÓN**

La Titularización es una precursora de la llamada “Maduración del mercado de capitales” un objetivo práctico de la Titularización que permitiría proporcionar a los empresarios el acceso universal a los intermediarios financieros para demandar recursos de los inversionistas institucionales y de los particulares en general. Es, entonces el resultado del proceso que permite recorrer distintas soluciones para atender los requerimientos de capital de un empresario.

Por tal razón, es de vital importancia conocer la Titularización bajo la posibilidad de transformar en efectivo activos movilizables fijos o de lenta rotación, o flujos de fondos cuyo ingreso está pendiente, a través de la emisión y colocación en el mercado de títulos, los cuales son respaldados en un patrimonio autónomo. Puesto que existe una clara separación de funciones entre quienes originan y administran los créditos, y quienes manejan los riesgos y obtienen los fondos.

De ello surge, la propuesta titulada **“TITULARIZACIÓN DE FLUJOS DE EFECTIVO PROVENIENTES DEL CONTRATO DE LEASING A LA LUZ DEL DERECHO COLOMBIANO”**, con el fin de analizar dicho activo conforme a las disposiciones regulatorias de nuestro derecho Colombiano y como fuente de financiamiento.

En otras palabras, tratándose de un instrumento financiero, necesariamente, y aunque no es del todo el campo de estudio de un abogado, se ha tenido que hacer referencias a las finanzas, pero mi intención final, ha sido la de hacer un análisis de los principales fundamentos jurídicos y características que deben observarse en la modalidad de Titularización de flujos de efectivo provenientes de contrato leasing, para ello se realiza una aproximación histórica, de modo que se logre identificar y explicar su composición, para luego detallar cuidadosamente las relaciones jurídicas que lo conforman, todo esto conforme al actual ordenamiento jurídico.

El derecho colombiano, a través de la ley 35 de 1993 incorporó al mercado público de valores los documentos emitidos en desarrollo de proceso de titularización, de esta forma se llegó a la reglamentación actual que está consagrada en el Decreto 2555 de 2010, el cual suprimió la Resolución 400 de 1995 expedida por la sala general de la Superintendencia de Valores hoy Superintendencia Financiera de Colombia, la cual se constituye en la norma que reúne todos los requisitos y características de los procesos de titularización en Colombia. De igual manera, nuestro ordenamiento reconoce distintos activos movilizables como: cartera y títulos de deuda, deuda pública, inmuebles, flujos de caja, contrato de leasing, recursos dinerarios, y otros que autorice la entidad de control.

En ese orden de ideas, el Derecho se ve en la necesidad de asimilar las diversas formas por medio del cual las personas interesadas en esta alternativa de financiación, acuden a los diferentes activos disponibles en el mercado, como lo es en nuestro caso: el contrato de Leasing, el cual se caracteriza por ser un contrato atípico, consensual, principal, bilateral, oneroso, de tracto sucesivo, de adhesión y de colaboración. De ahí que se discute en la doctrina y en la jurisprudencia si la operación leasing encaja en alguno de los tipos contractuales tradicionales, o si por el contrario, tiene el suficiente objetivo como para precisar de una figura autónoma, con características propias.

Por lo tanto, se debe entender la figura en estudio bajo los criterios jurídicos expuesto en la norma vigente, puesto que esta permite la transferencia de la caja esperada que proviene del leasing, incluyendo las garantías o los derechos sobre los mismo y sus respectivas garantías a sociedades Titularizadoras, a sociedades Fiduciarias o a otras instituciones autorizadas por el Gobierno, siempre que se cumpla con la finalidad del presente mecanismo, la cual es emitir títulos para ser colocados entre el público, facilitando el desarrollo y la democratización del mercado de valores, así como su conocimiento por parte del público.

Finalmente, la investigación estará proyectada de tal forma que brinde al lector claridad sobre la mecánica del proceso titularizador, sujetos intervinientes, constitución del patrimonio autónomo, relaciones jurídicas que se dan entre las figuras Titularización y Contrato de leasing, en esencia estas se resumen en dicho esquema de interacción, de las cuales se derivan una serie de obligaciones. De forma tal que el mercado funcione correctamente y la interacción se torne “agradable y transparente” para quienes intervienen en dicho proceso.

## FORMULACIÓN DE PROBLEMA

De la introducción al tema central de la investigación se puede inferir sin mayor dificultad que la discusión que rige la materia, es el resultado del activo financiero titularización a partir del flujo de caja proveniente del leasing a las situaciones fácticas de las empresas al lenguaje jurídico y específicamente enmarcadas en las relaciones que se presentan por la interacción de los sujetos intervinientes de dicho proceso, dentro de las instituciones jurídicas que intervienen en la regulación financiera y el derecho en general.

Sin embargo, al analizar la estructuración del proceso de titularización cuyo activo da lugar al flujo o ingreso base de los títulos a negociar en el mercado público de valores, conforme a las disposiciones regulatorias y como fuente de financiamiento empresarial, da lugar a la investigación que se presenta a continuación dentro del ámbito jurídico y financiero colombiano.

En estos términos, la pregunta que surge y que se pretende ilustrar en el presente texto es la siguiente: ***¿Cuáles son los fundamentos jurídicos y las características que el Derecho colombiano exige para la titularización de flujos de efectivo provenientes de contrato de leasing?*** Tales fundamentos se analizan a partir de la integración de conocimientos básicos financieros con lo que se contribuye al estudio y difusión del Derecho Económico.

Para obtener una respuesta concreta y satisfactoria a la pregunta planteada, es necesario abordar en la forma en que las operaciones de arrendamiento financiero leasing de las cuales se deriva el flujo que conforma el patrimonio autónomo o vehículo de propósito especial VPE, por lo cual la emisión se realiza con cargo a dicho patrimonio y, así mismo, exponer la forma en que están consagrados dentro de la regulación actual, para luego desarrollar un análisis de bases sólidas que sustente las conclusiones de la investigación.

Dicho de otra manera, el análisis que se adelanta a continuación expone las características y elementos propios de la titularización con relación con el contrato

de leasing; y la forma en que están definidas en la normatividad vigente, de forma tal que se logre emitir un juicio sobre la pertinencia de dicha regulación y que tanto se relaciona el marco teórico general de las obligaciones, puesto que se parte de la existencia de relaciones jurídica originarias de unos derechos y deberes que vinculan a las partes concernientes en el proceso de titularización del flujo de caja proveniente del contrato de leasing.

Como consideraciones iniciales para el análisis que se presenta a continuación esta también, el hecho de que la normatividad financiera y bursátil es abundante, pero confusa en varias ocasiones. Además, no se cuenta con gran cantidad de doctrina jurídica que de forma clara defina el tema de la composición jurídica de la titularización del flujo de efectivo proveniente del contrato de leasing.

Sin embargo, actualmente existen autores<sup>1</sup> que han desarrollado el tema de derecho financiero y bursátil, y han buscado describir las principales características de la regulación propia de este campo, y el funcionamiento del mercado, sin embargo no se encuentra suficiente información que aborde de forma clara y explícita la composición jurídica de la titularización a partir de operaciones de leasing.

Lo anterior, lleva consigo una implicación importante para el perfeccionamiento de la presente investigación y es que gran parte de las fuentes utilizadas para sustentar el enfoque que se sostiene son de naturaleza financiera y no jurídica; es decir, las fuentes que se requieren para emprender dicha propuesta investigativa, más allá de la normatividad vigente que se presenta como un requisito fundamental del presente trabajo de grado, son de carácter financiero y no jurídico, pues las fuentes jurídicas que abarcan particularmente el tema son limitadas y muchas veces centran su atención en condiciones propias del movimiento contable y financiero derivado del movimiento de caja originado en

---

<sup>1</sup> En este aspecto, consúltese con ventaja a GALVIS COTE, Jorge Humberto, “El Derecho Económico y Financiero en las actividades empresariales” Editorial Leyer, junio de 2009. Colombia. También, pueden consultar a BUSTAMANTE TORRES, Jorge y LECHUGA MONTENEGRO, Jesús; “Introducción al Derecho Económico”. Primera Edición, Editorial Porrúa, México, 2007. Página 1.

las operaciones de leasing; y el comportamiento del mercado de valores, que resultan ajenas al objetivo de la presente investigación. Finalmente, se busca ver cómo funciona la caja proveniente de las operaciones de arrendamiento financiero leasing como activo titularizable en el marco del derecho colombiano.

## **I. MARCO JURÍDICO**



Para dar comienzo a la presente investigación, se requirió establecer un referente normativo, el cual le permitiera al lector darse una idea del marco legal actual aplicable a la Titularización del flujo de caja proveniente del contrato de leasing. No obstante, es necesario decir que nuestro ordenamiento jurídico en materia financiera y a pesar de su escasa normatividad; se ha encargado de desarrollar un compendio de disposiciones normativas sobre la naturaleza, creación, requisitos de funcionamiento y operación según la modalidad de institución jurídico financiera utilizada, sino también del modo, como la creación, finalidad, vigencia y alcances de reglamentaciones jurídicas en las relaciones derivadas de operaciones que conforman el proceso de titularización, usado que corresponda a Estatutos legales, o que se originen en formulas contractuales.

Por esta razón, es prioridad del gobierno nacional estimular el crecimiento del sector financiero, ya que, en nuestro país existe un Estatuto Financiero y demás normas relacionadas al tema, que se encargan de regular dichas operaciones, definiendo las instituciones que participan en el proceso de titularización; estableciendo los requisitos para su constitución y funcionamiento, tipificando transacciones entre los entes financieros, los usuarios de créditos y los depositantes de liquidez, a tiempo que define condiciones para la práctica de operaciones que diseñen e implementen los agentes del mercado público de valores.

Por otro parte, en el marco constitucional, encontramos que es competencia del Congreso, en su función legislativa, la regulación de las actividades financieras y bursátiles<sup>2</sup>, así como de todas aquellas actividades que involucren el manejo y aprovechamiento de recursos captados y demandados por el público. Dicho de otro modo, al ser la titularización el mecanismo de financiamiento encargado de transformar activos o carteras en títulos valores, para ser transados en bolsa, generando el apalancamiento de las empresas en el mercado de capitales, resulta entonces la obligación proveniente del Estado de intervenir, puesto que este

---

<sup>2</sup> Constitución Política de Colombia, Artículo 150 numeral 19 literal d) y Artículo 335.

mecanismo constituye una alternativa de financiamiento que permite proveer de recursos suficientes para atender el compromiso legal y Constitucional.

A su vez, al Presidente de la Republica le corresponde ejercer, dentro del marco legal, la inspección y vigilancia de esas actividades, vigilancia que se hace a través del ejercicio de la potestad reglamentaria, con la expedición de decretos, resoluciones y órdenes por regla general.<sup>3</sup>

De otro lado, la Ley 1328 de 2009 en concordancia con el Estatuto Orgánico del Sistema Financiero (Decreto 663 de 1993), fijan normas que protegen los derechos del consumidor financiero, asegurador y previsional. Dicho de otro manera, la mencionada normatividad sistematiza, integra y armoniza en un sólo cuerpo jurídico las normas que regulan las entidades sometidas al control y vigilancia como lo es la Superintendencia Financiera. Lo anterior, le permite a las instituciones financieras desarrollar por iniciativa propia operaciones y prestar servicios que consideren favorables para el negocio y para la economía del país.

En síntesis, cada una de las disposiciones normativas sobre intervención del Estado en las actividades financiera y aseguradora, permite que las organizaciones estatales y privadas, independientemente de su concepción y estructura, todos ellos dentro del marco de la conservación del orden publico económico y la necesaria profundización de los sistemas financieros como prerrequisito primordial del crecimiento y desarrollo de la economía, todo esto contribuye a fortalecer la confianza del público a la hora de invertir en cualquier activo financiero llámese titularización o no, para así, establecer razonablemente suficientes condiciones de solvencia y liquidez para operar dentro del sistema financiero, de tal manera que cuando se presenten circunstancias que puedan dar lugar a comprometer su estabilidad, se adopten correctivos o mecanismos de obtención de recursos para evitar su cesación en cuanto a sus obligaciones y el daño al sistema financiero.

---

<sup>3</sup> Constitución Política, Artículo 189 numerales 24 y 25.

## **a. DE TITULARIZACIÓN**

Prosiguiendo con el tema, se considera primordial tener presente que el objetivo principal de la Titularización es la de maximizar la utilización de Recursos, lo cual implica la transformación de activos en títulos negociables en el mercado público de valores, los cuales tienen como respaldo el activo o el flujo generado por el mismo, con esto, se da inicio en forma, a la Titularización de Flujo de efectivo proveniente del contrato de Leasing.

Si partimos de un punto en específico en la historia, debo señalar que antes de la Resolución 400 de 1995, los procesos de titularización se han venido desarrollando en nuestro país de manera estable, un ejemplo de ello fueron las Resoluciones 645 de 1992 y la Resolución 455 de 1993<sup>4</sup>, expedidas por la misma Superintendencia de Valores. Teniendo en cuenta que justo desde la época de la Resolución 400 de la Supervalores, la economía se entró en una grave crisis de carácter financiero y económico.

A partir de la ley 35 de 1993 y de la Resolución 1394 del mismo año, se creó legalmente en Colombia la palabra titularización y desde ahí se empezaron a desarrollar proyectos que intentaban plenamente descubrir los beneficios de este sistema, sin tener presente en ese instante una regulación que lo dirigiera. Sin embargo, desde el año 1993 la Superintendencia de Valores comenzó a autorizar estos mecanismos financieros, muestra de ello son los movimientos realizados en el mercado de valores, ya que determinados títulos que circulaban en ese entonces, lo hacían sin ninguna calificación, debido a que ese año se estaba creando Duff and Phelps- sociedad calificador de valores de Colombia.

Lo anterior demuestra que el ente empresarial solo estaba esperando a que alguna norma le diera luz al tema de Titularización, para así adentrarse en ese

---

<sup>4</sup> La Superintendencia de Valores mediante la Resolución 645 de 1992 y Resolución 455 de 1993, comienza el proceso de regulación integral de la Titularización en Colombia fijando los requisitos para la inscripción de nuevos valores en el Registro Nacional de Valores y en las Bolsas de Valores, permitiendo el ingreso de nuevos instrumentos que contribuyeron en su momento al crecimiento del mercado de Capitales. El anterior comentario ha sido elaborado por la autora de esta tesis, con base en el contenido de las Resoluciones en mención.

proceso. Dicho proceso conocido por muchos países puesto que en el antiguo continente y Estados Unidos, desde hacía varios años, se venían realizando este tipo de operaciones.

Ahora bien, si para el año 1993 fue un buen comienzo, el año 1994 fue un año mucho mejor debido a que las entidades del sector financiero comenzaron a conocer el proceso y a practicarlo en sus diferentes formas, muestra de ello fue la creación de un conjunto normativo básico regulatorio de las actividades de las compañías de financiamiento comercial en lo que tiene ver con las operaciones de arrendamiento financiero, el cual está conformado por los artículos 26, 141 y 142 del EOSF, los decretos 913 y 914 de 1993, y el decreto 2451 de 1986, este último referente al arrendamiento financiero de aeronaves.

Paralelamente, a la Resolución 400 de 1995 y a los intentos tanto del sector privado como público para desarrollar mecanismos alternos que ofrecieran liquidez, la Superintendencia de Valores emitió dicha resolución en la que se desarrolló los procesos de titularización, creando requisitos y características para este tipo de procesos de emisión de títulos. Esta resolución fue un gran impulso para los originadores puesto que se les dió el instrumento legal para implementar estos procesos.

Gracias a lo anterior y a la iniciativa del sector financiero y de algunas empresas en utilizar este mecanismo de financiamiento que aún no tenía gran regulación y del cual no se conocían los inversionistas institucionales que pudieran adquirir dichos títulos, pero si generaban efectos positivos y resultados sorprendentes, Esto no fue impedimento para que el sector privado haya buscado nuevas alternativas de liquidez.

De ahí que, el arrendamiento financiero “leasing” sea visto como una alternativa de financiamiento, puesto que lo que se moviliza en esta modalidad de titularización son, exclusivamente, los flujos de carácter futuro a que dan lugar los contratos de arrendamiento financiero, esto es, los derechos a percibir sumas de dinero estipuladas a favor del originador dentro de los contratos, especialmente los

derivados de los pagos del precio, pero también pueden quedar incluidos otros derechos, como los derivados de multas, de seguros contratados para amparar los bienes arrendados, y el valor residual que pague el arrendatario, en caso de que haga efectiva la opción de compra o se saque el bien a pública subasta.

Y esto nos conduce, al punto que la normatividad se ha centrado en el proceso relativo a titularización a partir de contratos de leasing para establecer que se deben incorporar mecanismos internos o externos de seguridad para cubrir la siniestralidad, señalando además, que el originador debe respaldar por cualquier medio idóneo el cumplimiento de las obligaciones que le corresponden en desarrollo del contrato respecto del cual transfiere los derechos de percepción del flujo al patrimonio autónomo.

Para el año 2010 el gobierno nacional emitió el Decreto 2555 de 2010, también conocido como Decreto Único, el cual recoge y reexpide las normas en materia del sector financiero, asegurador del mercado de valores y otras disposiciones. En concordancia con la Titularización, este Decreto establece las características que contiene los bienes y activos titularizables, de igual forma, señala determinados requisitos que el proceso de Titularización debe cumplir, como es adjuntar los análisis que permitan establecer el índice de siniestralidad general de la cartera a la cual corresponden los créditos objeto de movilización, la consideración de riesgos previsibles en el futuro, la metodología que ponderará tanto el comportamiento promedio de la cartera como los casos extremos de siniestro, entre otros.

Finalmente, la titularización de procesos estructurados sobre flujos provenientes de contrato leasing, se rige a través del Decreto único, es decir, que lo que efectivamente se puede movilizar es justamente la caja o efectivo esperado, lo que se deriva de dicho contrato de arrendamiento, respetando los mecanismos de seguridad señalados en los artículos 5.6.4.1.5 y 5.6.4.1.6 del decreto en cita. En últimas, se trata de transferir al patrimonio un flujo de fondos por su valor presente neto, esto es, descontando con una tasa X, por lo que es perfectamente posible que la sociedad arrendadora conserve en su cabeza no solo los derechos

derivados de su condición de dueña de los equipos o bienes objeto del contrato de leasing, sino las obligaciones relacionadas con la posible opción de venta a favor del arrendatario.

## **b. DEL CONTRATO DE LEASING**

Con relación a la figura del contrato de Leasing, tenemos que entre los años 1989 y 1995, fue conocida dentro de la apertura económica, y el Estado colombiano, reconociendo la importancia de la operación de leasing como mecanismo óptimo para apoyar el crecimiento económico, le otorga una serie de prerrogativas contables y tributarias plasmadas en: El Decreto 836 de 1991, reconociendo la realidad económica del citado contrato, deja claro que es una operación especial diferente al crédito, a la venta a plazos y al arrendamiento puro. También está el Decreto 2913 de 1991, que permitió, a partir de 1992, depreciar los bienes objeto de los contratos de leasing durante la vida de los mismos.

En la Reforma Financiera de 1990, contenida en la Ley 45, se les otorgó a las compañías dedicadas a la realización de operaciones de leasing, la categoría de sociedades de servicios financieros, en la misma categoría de las fiduciarias, comisionistas de bolsa, almacenes generales de depósito y sociedades administradoras de fondos de pensiones y cesantías. De igual forma, en la Reforma Financiera del año 1993, contenida en la Ley 35, produce un cambio muy importante para la industria del leasing en Colombia, pues se les otorga a dichas compañías la categoría de establecimientos de crédito bajo la forma de compañías de financiamiento comercial, lo que les permitiría realizar captaciones habituales y masivas de ahorro del público, obtener préstamos de las corporaciones financieras, realizar operaciones de redescuento ante el IFI y Bancoldex, estructurar emisiones de bonos ordinarios y realizar captación mediante CDT. Se ordena entonces la transformación obligatoria de las sociedades de leasing en compañías de financiamiento comercial, dividiendo a

estos intermediarios financieros en dos grupos: las compañías especializadas en leasing y las compañías tradicionales de financiamiento comercial.

Por otra parte, con la Reforma Financiera contenida en la Ley 510 de 1999, la diferenciación entre las compañías especializadas en leasing y las tradicionales desaparece como categoría legal, y se deja en libertad a las compañías de financiamiento comercial para definir el objeto del negocio al que van a dirigir sus operaciones, esto es, el leasing o el crédito de consumo, pudiendo realizar equitativamente, sin límites legales, operaciones de crédito y de leasing.

En la década de 1990, tanto el Gobierno Nacional como la propia Superintendencia Bancaria hoy Superintendencia Financiera regulan con mayor profundidad la actividad de las compañías especializadas en leasing. Por tal razón, se enfatiza la expedición de los Decretos 913 y 914 de 1993, mediante los cuales se formalizan la primera reglamentación de algunos aspectos del contrato de leasing, se le reconocen sus características y se reglamenta de manera más puntual la operación.

Para el año 1996, la Superintendencia Bancaria expidió la Circular Externa 007, mediante la cual se distribuyen instrucciones dirigidas a asegurar el estricto cumplimiento, por parte de las compañías de financiamiento comercial, de los requisitos contemplados en los artículos 2 y 3 del Decreto 913 de 1993, con ocasión de la celebración de los contratos de arrendamiento financiero. En dicha circular se establecieron reglas relativas a la adquisición de bienes, al ejercicio de la opción de adquisición, al tratamiento de los prepagos, a la terminación anticipada de los contratos de arrendamiento financiero y refinanciación de los cánones, a los avalúos de bienes retirados en leasing y al inventario de activos en leasing, entre otras.

Por consiguiente, la Ley 795 de 2003 señaló que tanto los establecimientos bancarios como las compañías de financiamiento comercial son entidades autorizadas para realizar operaciones de leasing habitacional, las cuales debían tener por objeto bienes inmuebles destinados a vivienda. El Gobierno Nacional, en

desarrollo de la atribución contemplada en el artículo 1 de la citada Ley, expidió los Decretos 777 y 779, ambos de 2003, los cuales reglamentaron la operación del leasing habitacional y el tratamiento tributario aplicable, respectivamente.

Ahora bien, con la expedición del Decreto 1787 de 2004 se derogó el Decreto 777 de 2003, salvo los artículos 10 y 12, y se reglamentaron las operaciones de leasing habitacional previstas en el artículo 1 de la Ley 795 de 2003, señalándose dos modalidades de leasing habitacional.

A través de la Ley 1328 de 2009, se modificó el nombre de las Compañías de Financiamiento Comercial por el de Compañías de Financiamiento y se amplió a los establecimientos bancarios la facultad de realizar operaciones de leasing y arrendamiento sin opción de compra.

Por último, el Decreto 2555 de 2010, se encargó de recopilar las operaciones provenientes de leasing habitacional previstas en el Decreto 1787 de 2004. Es importante mencionar que, hasta hoy, los decretos referidos, así como todas las normas posteriores, respetan la naturaleza jurídica y la realidad económica de la operación; se reconoce que ella es una actividad comercial; también se entiende que en esta operación no hay intermediación de dinero, sino de bienes.

## **II. MARCO TEORICO**

### **CAPÍTULO 1: TITULARIZACIÓN A PARTIR DEL “LEASING”: ALTERNATIVA DE FINANCIACIÓN**

#### **1.1. ASPECTOS GENERALES**



Para hablar de titularización de capital derivado del contrato de leasing como alternativa de financiación empresarial, primero debemos definir qué se entiende por financiamiento o financiación. Las empresas o industrias por lo general requieren recursos como base para su funcionamiento, y el desarrollo de sus proyectos, para así lograr su Objetivo Básico Financiero<sup>5</sup>.

Por lo general, el dinero es un recurso limitado, por lo que la obtención de efectivo en el corto plazo puede resultar difícil y costosa para la mayoría de las empresas, si se recurre exclusivamente al mercado de dinero, también denominado la banca comercial, como fuente de financiamiento. Por lo tanto, el costo y la fuente de financiación de esos recursos, son aspectos muy relevantes a la hora de desarrollar cualquier proyecto cuya misión es obtener liquidez<sup>6</sup>.

Por esta razón, las alternativas de financiamiento empresarial, tratan básicamente de obtener los recursos o medios de pago, que se destinan a la adquisición de los bienes de capital que la empresa necesita para el cumplimiento de sus fines. Por consiguiente, las empresas deben ser cada vez más selectivas y recursivas en la búsqueda de fuentes de financiación, por lo que muchas recurren al mercado de valores a través de la emisión de títulos valores.

Por lo anterior, los empresarios con sus diferentes oportunidades que ofrecen a los agentes económicos tanto públicos como privados, provienen del sector financiero. En Latinoamérica y en especial en Colombia se rigen por los mercados de dinero y los mercados de capitales. El mercado de dinero, lo ofrecen los

---

<sup>5</sup> **El Objetivo Básico Financiero (OBF)**, consiste en incrementar el valor de la empresa, es decir, garantizar el incremento de los recursos financieros o capital de modo que pueda maximizar la riqueza de los accionistas o socios de la empresa. La anterior definición ha sido elaborada por la autora de esta tesis, con base en los conocimientos obtenidos en su educación en la Facultad de Ingeniería Financiera de la Universidad Autónoma de Bucaramanga.

<sup>6</sup> **La Liquidez**, es considerado uno de los temas principales para conocer la situación financiera de una empresa, ya que mide la capacidad que tiene la empresa para cumplir sus obligaciones a corto plazo. Por esta razón, se observa las cualidades de los activos para ser convertidos en dinero de forma inmediata. Así que por regla general, cuanto más fácil resulta convertir un activo en dinero más líquido o más rápido puede cumplir con sus obligaciones la empresa. El anterior concepto, ha sido elaborada por la autora de esta tesis, con base en los conocimientos obtenidos en su educación en la Facultad de Ingeniería Financiera de la Universidad Autónoma de Bucaramanga.

bancos comerciales, con aceptación a corto y mediano plazo y los mercados de capitales integrados por una serie de participantes que compra y vende títulos valores e instrumentos de crédito, con la finalidad que los empresarios cubran sus necesidades de capital y los inversionistas coloquen su exceso de capital en negocios que generen rendimiento.

Según la Superintendencia financiera de Colombia, en el mercado de valores encontramos: Bonos Ordinarios, bonos convertibles en acciones (BOCEAS), Aceptaciones Bancarias, Bonos Públicos, Bonos de Garantía General, Bonos de Garantía Específica, Títulos de Tesorería (TES), Títulos de Devolución de Impuestos (TIDIS), Certificado de Depósito a Término (CDT), Papeles Comerciales y Titularizaciones.<sup>7</sup>

En la titularización de activos, en nuestro caso la caja esperada que se deriva del contrato de leasing, se constituye en una de las posibilidades de financiamiento que puede ser utilizada por las empresas públicas y privadas, para el desarrollo de sus proyectos. Cabe señalar que las titularizaciones de activos, son autorizadas por la Superfinanciera, previo requisitos establecidos en el Decreto 2555 de 2010 y en la ley 964 de 2005.

Esta opción de financiamiento en nuestro país, es utilizada con poco dinamismo por las empresas o entidades en general como fuentes para atender compromisos como: El tener fondos suficientes disponibles, el invertir fondos ociosos, atender el servicio a la deuda, repartir utilidades, etc. Sin duda alguna, resulta evidente que la titularización constituye una alternativa de financiación que permite el apalancamiento de las empresas en el mercado de capitales en lugar de acudir al préstamo tradicional.

Ciertamente, el mercado de Capital logra entregarle a los entes públicos y privados oportunidades de financiamiento, como la titularización de bienes

---

<sup>7</sup> Ponencia emitida por la Superintendencia Financiera de Colombia, “Conceptos básicos del Mercado de Valores”, en Diciembre 2008. [En línea] [Consultado el: 28 de Marzo de 2013.], <http://www.superfinanciera.gov.co/ConsumidorFinanciero/conceptosbasicosmv.pdf>

inmuebles y muebles, la inversión extranjera directa; las provenientes de entidades internacionales en ayudas para atender necesidades prioritarias, las provenientes de fondos de cohesión, cooperación financiera internacional entre otras.

## 1.2. FUENTES DE FINANCIACIÓN EMPRESARIAL

Existen diferentes fuentes de financiamiento<sup>8</sup> empresarial, las cuales se dan conforme a las necesidades de las mismas. Por tanto, se pueden categorizar por: Plazo de vencimiento, según su procedencia y su propietario.

**1.2.1. Según su plazo de vencimiento: *Financiación a corto plazo***, son todas aquellas fuentes de efectivo que cubren las necesidades de liquidez de la empresa en forma inmediata, se utilizan para solventar los pasivos de corto plazo, es decir aquellos a menos de un año. Entre estas encontramos: el financiamiento espontáneo, el pagaré, línea de crédito, crédito comercial y el mercado de dinero constituido principalmente por la banca comercial o crédito bancario.

***Financiación a largo plazo***: Son las fuentes de financiamiento utilizadas para el desarrollo de grandes proyectos, también conocidos como activos a largo plazo. Por ejemplo: acciones, bonos, hipotecas, banca comercial y mercado de capitales, que es la fuente más económica.

**1.2.2. Según su procedencia: *Financiación interna***, son las que se generan dentro de la empresa, como resultado de sus operaciones o actividades, entre estas encontramos: Utilidades Retenidas, Aportaciones de los socios, flujo de efectivo, venta de activos, entre otros.

---

<sup>8</sup> La definición de **Financiamiento** dice: “Financiar es el acto de dotar de dinero y de crédito a una empresa, organización o individuo, es decir, conseguir recursos y medios de pago para destinarlos a la adquisición de bienes y servicios, necesarios para el desarrollo de las correspondientes actividades económicas.” [En línea] [consultado el: 10 de Diciembre de 2012.], <http://es.wikipedia.org/wiki/Financiación>

**Financiación externa**, son aquellas que se otorgan por medio de terceras personas y son de deuda o de capitales. Entre los cuales se logran encontrar instrumentos como el papel comercial, aceptaciones bancarias, bonos en prenda, certificados de participación inmobiliaria, certificados de participación ordinaria, emisión de obligaciones, acciones, etc.

Dentro de las fuentes a largo plazo y externa, se encuentra comúnmente la titularización, la cual es la base temática para el desarrollo de esta investigación.

**1.2.3. Según los propietarios: Medios de financiación ajenos:** Forman parte del pasivo exigible, porque en algún momento deben devolverse, lo cual los hace poseedores de un vencimiento. Por ejemplo, créditos, emisión de obligaciones, etc. Por último, **medios de financiación propia:** no cuentan con un vencimiento a corto plazo.

Teniendo en cuenta, las fuentes de financiamientos antes expuestos; se entra a explicar por qué la titularización del flujo de efectivo originario del contrato de leasing es una excelente alternativa para que las empresas y personas interesadas en este mecanismo, puedan responder con sus obligaciones. En realidad una respuesta exacta a este interrogante solo se puede obtenerse del análisis detallado del proceso de titularización, el cual se explica con mayor cuidado en el capítulo 3 de este trabajo de grado.

No obstante, la titularización sin importar el activo que se esté titularizando, como mecanismo para obtener recursos financieros, permite la participación de inversionistas al acceder a diversas transacciones propias del mercado público de valores, lo cual resulta atractivo para las partes interesadas en aplicar este mecanismo a su empresa. Así que dentro de las diferentes alternativas de financiación, la titularización ofrece lo siguiente:

Convertir activos de poca liquidez en instrumentos negociables líquidos. Al respecto, el consejo de normas internacionales de información financiera, proporciona ciertos lineamientos, que se deben observar en la información

financiera de las empresas, de modo que se logre obtener las proyecciones financieras de la emisión, sus análisis de riesgos, el diseño de los títulos y su distribución en el mercado.

En el caso de la liquidez, en la norma internacional de contabilidad N° 7 “Estado de flujos de efectivo”, indica que: *“los equivalentes al efectivo se tienen, más que para propósitos de inversión o similares, para cumplir los compromisos de pago a corto plazo”*<sup>9</sup>. Por lo tanto, para que una inversión financiera pueda ser calificada como equivalente al efectivo debe ser fácilmente convertible en una cantidad determinada de efectivo y estar sujeta a un riesgo insignificante de cambios en su valor. De esa manera, una inversión así será equivalente al efectivo cuando tenga vencimiento próximo, por ejemplo tres meses o menos desde la fecha de adquisición.

Por tal razón, las participaciones en el capital de otras entidades, resultaran excluidas de los equivalentes al efectivo a menos que sean, igualmente, equivalentes al efectivo, como por ejemplo: las acciones adquiridas con proximidad a su vencimiento, siempre que tengan una fecha determinada de reembolso.

Así las cosas, la definición anterior identifica claramente, que tipo de activos deben considerarse como líquidos y que igualmente, le servirán a las instituciones para cubrir sus necesidades de flujos a corto plazo.

Como contrapeso, a este tipo de activos, existen otra serie de derechos que por carecer de las condiciones, de equivalentes de efectivo, se pueden catalogar como ilíquidos o de poca liquidez. En ese sentido, el principal objetivo de la titularización consiste primordialmente en transformar el conjunto de activos financieros cuya naturaleza de liquidez, es ser poco líquidos en una serie de instrumentos negociables líquidos, y con unos flujos de pagos determinados.

---

<sup>9</sup> Los lineamientos del Estado de Efectivo, se encuentra en la norma internacional de contabilidad N° 7.[En línea] [Consultado el: 15 de Enero de 2013.], <http://www.normasinternacionalesdecontabilidad.es/nic/pdf/NIC07.pdf>

Además, de la titularización lograr una adecuada estructura financiera que contribuya a la eficiencia administrativa y rentable de una empresa o sociedad, que le permita conocer con certeza los flujos de efectivo, ya que los vencimientos de los activos y pasivos estarán mejor contabilizados, gracias a la congruencia de los plazos, lo que conllevará que los costos sean menores.

De otro lado, el proceso de titularización en general, vino a cambiar el tradicional esquema de endeudamiento, desde la obtención de la liquidez, garantías involucradas, hasta el procedimiento en caso de incumplimiento. El siguiente cuadro, explica a continuación describe las principales diferencias:

<b><u>ENDEUDAMIENTO</u></b>	<b><u>TITULARIZACIÓN</u></b>
Obtención de liquidez vía incremento del pasivo.	Obtención de liquidez vía transformación del activo o derechos futuros en valores negociables en el Mercado de Valores.
Deudor solicitante del crédito	Deudor: Vehículo de propósito especial VPE <sup>10</sup> o Patrimonio Autónomo.
Respaldo: Garantías específicas y patrimonio del deudor.	Respaldo: Activos titularizados y mecanismo de seguridad.
Riesgo: concerniente a la empresa en marcha.	Riesgo: depende de la calificación, es decir de los activos y sus mecanismos de seguridad.
Ejecución por incumplimiento es judicial	Ejecución es extrajudicial, debido al cumplimiento del acta de creación del vehículo de propósito especial VPE.

**Gráfico 1: Diferencias entre Endeudamiento y Titularización. Fuente: elaboración propia**

Es importante destacar que en la titularización, ya existen los activos que van a ser titularizados, por lo tanto se conocen los riesgos que pueden mediar en el

<sup>10</sup> VPE: Es una entidad independiente creada específicamente para emitir valores que luego serán transados en Bolsa, con el respaldo de la cartera previamente aportada. Se explica con mayor detalle en el punto 3.1 del capítulo III de la presente investigación.

proceso, como por ejemplo: los riesgos de cartera, lo que hace posible el poder introducir los mecanismo de cobertura que se estimen necesario, para luego emitir los títulos.

Por otro lado, en el endeudamiento el procedimiento es totalmente contrapuesto, es decir, primero se capta el dinero y luego se destina, ya sea para la generación de activos o para que la empresa valore, lo que incurre que el proceso sea de mayor riesgo para el inversionista.

En cambio, la titularización puede lograr que la empresa originadora de los activos remplace sus ingresos derivados de los márgenes de intermediación<sup>11</sup> por los ingresos derivados de servicios, ya que la obtención de liquidez le permite generar mayores préstamos.

A continuación, se procederá de acuerdo al esquema diseñado para desarrollar la presente investigación. Dando paso a la reconstrucción de los antecedentes históricos de la figura de titularización del flujo de caja proveniente del contrato de leasing y demás aspectos relevantes.

---

<sup>11</sup> Respecto al Margen de Intermediación, una institución capta dinero con el propósito de prestarlo, existiendo un diferencial entre la tasa pagada al captar y la tasa cobrada en el préstamo.

## **CAPITULO 2: ANTECEDENTES HISTÓRICOS DEL ACTIVO FINANCIERO TITULARIZACIÓN PROVENIENTE DEL FLUJO DE EFECTIVO DEL CONTRATO DE LEASING**

En este capítulo se pretende *reconstruir los antecedentes históricos del activo financiero Titularización, proveniente del contrato de leasing*. Para dar cumplimiento a lo expuesto, hago la advertencia que hasta el día de hoy, no existe desarrollo alusivo a esta modalidad de titularización. Por esta razón, procedo a realizar la descripción del proceso de titularización junto con el contrato de arrendamiento financiero “leasing” en su desarrollo histórico.

Actualmente, existen diferentes maneras de realizar negocios, gracias a la constante evolución de las finanzas a nivel global y de la ley corporativa. Por lo anterior, considero importante precisar que el nacimiento del leasing como lo conocemos hoy, y el gran desarrollo obtenido en los primeros años de funcionamiento parecen vincularse a circunstancias, en cierta forma generalizadas, que pesan sobre el mundo de los negocios y de la actividad industrial. Puesto que, el leasing fue considerado como la fórmula que permitió a los hombres de finanzas, obtener los medios económicos necesarios para financiar sus proyectos de expansión.

En otras palabras, las dificultades encontradas por los empresarios para contar con suficiente y adecuado capital de trabajo, y, de otra, la rapidez con que los avances tecnológicos suelen tornar obsoletas maquinarias y equipos que al adquirirse serían una satisfactoria respuesta a los requerimientos de un proceso industrial. De modo que, la posibilidad de sustituir la utilización de los propios recursos para adquisición de maquinaria liberándolos, para contar con más abundante capital de trabajo y la de acomodarse a un proceso permanente de



renovación de maquinaria y equipo, parecen haber sido factores determinantes en la acogida de esta figura. De ahí que, las potencias industriales ya observan el leasing como un mecanismo financiero reconocido y efectivo que utiliza la mayoría de las empresas en sus programas de innovación tecnológica.

Porque en teoría, el leasing constituye una nueva modalidad donde el dueño de los recursos no se vincula como socio, ni como tenedor de bonos, sino que los destina a la adquisición de bienes para darlos en arrendamiento al industrial o empresario, dentro de condiciones y características que brindan no pocas ventajas desde el punto de vista práctico y financiero. Se trata, pues, de *“una nueva fórmula de financiación, flexible y rápida del equipamiento de las empresas, mediante la cual estas acceden a la utilización de bienes que le es facilitada por la entidad financiadora, a cuyo fin ésta adquiere la propiedad del bien, sin perjuicio de que el usuario, optativamente, pueda acceder al cabo de un tiempo, a dicha propiedad o continuar en el uso del bien.”*<sup>12</sup> Por lo tanto, el Contrato de leasing tiene la gran ventaja de no implicar una inversión inicial por parte del usuario de la misma y que, como consecuencia, permite ampliar en el equivalente el capital de trabajo de las empresas.

Respecto a la Securitización, se logró determinar que entre los años 1992 y 1993, existe en Colombia la posibilidad de generar nuevos títulos, diferentes a los tradicionalmente conocidos e incorporados en el mercado público de valores, a través del proceso de titularización, entre ellos encontramos las acciones, bonos y papeles comerciales.

Por consiguiente, el Artículo 3 del Decreto 1026 de 1990 se diseñó un sistema relativo a las emisiones de bonos por un número plural de entidades vigiladas por la Superintendencia Bancaria o por la Superintendencia de Sociedades, mecanismo asimilable a lo que en la actualidad es la titularización, el cual no fue utilizado en su época. En esta norma, se consagró que varias entidades, conformen bonos mediante la entrega de bienes por valor de una vez y media el

---

<sup>12</sup> LOPEZ IRANZO, Fernando. Estudio Jurídico. Sociedades de leasing. Ed. Ministerio de Hacienda. Madrid. Pág. 300.

monto del adelanto y de sus intereses, puesto que se garantice la totalidad de la emisión y la entidad fiduciaria se haga cargo de la administración de la misma.

De otra parte, el año de 1991, se empieza a perfeccionar lo que más adelante se tomaría como base fundamental para la titularización. Es así como la Resolución 7 de la Comisión Nacional de Valores, y la Resolución 51 de 1991 del Consejo Nacional de Política Económica y Social ( CONPES) aportan, la posibilidad de movilizar títulos de deuda pública a través de fondos de valores y fondos comunes especiales mediante la emisión de documentos a la orden, representativos de derechos de participación en el fondo, la viabilidad de que las fiduciarias emitan títulos de contenido crediticio respaldadas por inmueble, para financiar proyectos inmobiliarios, y el hecho de permitir la adquisición por parte de los inversionistas de capital de certificados de participación en fondos constituidos por acciones o bonos mediante la fiducia mercantil.

Ahora bien, en el año de 1992, dados los antecedentes internacionales y nacionales sobre la titularización, la Superintendencia de Valores con su equipo de colaboradores, asesores externos, asociación de fiduciarias, la Superintendencia Bancaria, la Asociación Bancaria y la Bolsa de Bogotá, llevaron a cabo el desarrollo de la normatividad sobre la titularización, lo cual se logró materializar a través de la resolución 645 del mismo año.

Dicho de otra manera, la titularización en Colombia, se inicia en el año de 1992 y fue la firma OIKOS (GRUPO EMPRESARIAL) la que llevó a cabo los primeros modelos de titularización. En aquel momento no existía aún ninguna reglamentación específica, de modo que los primeros ensayos se hicieron en forma libre y sin normatividad. Dichos ensayos de titularización, se realizaron por medio de esquemas fiduciarios que luego fueron reglamentados por la Superintendencia de Valores.

Antes de estos modelos, se habían llevado a cabo ensayos y modelos de ventas inmobiliarias, tales como ventas de suites hoteleras, tiempos compartidos, y

sistemas similares a la titularización, que nunca se convirtieron en sistemas para ser transados en la Bolsa de Valores.

Respecto al activo sujeto de titularización "leasing", entro en un periodo de incertidumbre por el propósito de las autoridades de trasladar la inspección y vigilancia de las compañías de leasing a la superintendencia de sociedades, lo que hubiera significado su desconocimiento como actividad de carácter financiero.

Así que después, de prolongados estudios y controversias, el Congreso de la República, por medio de la ley 35 de 1993, atendió finalmente la posición de las compañías de leasing, manteniendo su control en cabeza de la Superbancaria hoy Superfinanciera, que venía ejerciéndolo desde 1989 y autorizándolas a captar directamente recursos del público en el mercado financiero. Sin embargo, en 1990 expedida la ley 45, de reforma financiera, se encargó de calificar a las sociedades de leasing como sociedades de servicios financieros en la misma categoría de las fiduciarias, comisionistas de bolsa, almacenes generales de depósito y sociedades administradoras de fondos de pensiones y cesantías.

Puesto que hasta el año 1993, las compañías de leasing dependían de los recursos que lograban conseguir de las entidades financieras tradicionales, situación que conlleva una doble intermediación, lo que incurría en los costos tanto para las compañías como para los usuarios del sistema. Ya para 1994 la mayoría de las compañías de leasing que funcionaban en Colombia comenzaron a funcionar como compañías de financiamiento comercial, teniendo la oportunidad de captar recursos del público y además con la posibilidad de realizar otras operaciones crediticias. Pero, en la práctica, estas operaciones pasivas no han gozado de los resultados esperados.

Así las cosas, la misma ley 35 de 1993 autoriza a las compañías de financiamiento comercial tradicionales adelantar operaciones de leasing, iniciativa que en la práctica tampoco mostro resultados significativos, pues las compañías de financiamiento comercial mantenían su actividad en lo tradicional del mercado.

No obstante, para el proceso de titularización, se expidieron las resoluciones 1394 de 1993 y la resolución 400 de 1995 de la Superintendencia de Valores, las cuales fueron derogadas por el Decreto 2555 del 2010, el cual dispone la negativa de llevar a cabo titularizaciones que se ofrezcan al público, sin que sean previamente inscritas en el Registro Nacional de Valores e intermediarios y luego en las Bolsas de Valores.

Hasta el momento, se han probado pocos modelos de Titularización, pero son muchas las alternativas que se pueden desarrollar hablando solo en el campo inmobiliario. *“Existen muchos bienes que se pueden titularizar como por ejemplo la cartera, carreteras, transportes, servicios públicos, comunicaciones, macro proyectos en distintas ramas, cartera hipotecaria, cualquier activo que sea de interés para público como inversión, que produzca una rentabilidad y que por su volumen convenga dividirlo para poderlo mercadear”*<sup>13</sup>.

Por otra parte, para la estructura y diseño de la titularización en Colombia, se tomaron en cuenta las experiencias de varios países, como por ejemplo: Estados Unidos, donde la figura de “titularización o Securitización”, que con estos diferentes nombres, ha sido el resultado de un proceso de maduración del mercado de capitales o de valores, en virtud del cual los empresarios dejaron de acudir directamente a los intermediarios financieros para demandar recursos de los inversionistas institucionales y de los particulares en general, se ha desarrollado durante varias décadas con un alto nivel de éxito. Sin embargo, se buscó que en nuestro país tuviera un mayor grado de cobertura, puesto que internacionalmente la figura se ha enmarcado principalmente en la titularización de cartera hipotecaria y las posibilidades de estructurar procesos sobre activos son limitadas.

De ese modo, se estructuró un esquema regulatorio capaz de abarcar una numerosa gama de posibilidades para la titularización, incluyendo en la figura la

---

<sup>13</sup> DIAZ ARDILA, Gabriel. Titularización II, Ed. Guadalupe Ltda., Bogotá – Colombia, 1997, Pág. 184 - 185.

constitución de procesos formados en activos de cualquier naturaleza, proyectos o flujos de caja, fondos fiduciarios y fondos de valores.

Lo anterior, ha permitido que en Colombia se haya constituido como uno de los países pionero en el empleo de este sistema o mecanismo, y gracias a los buenos resultados provenientes del mismo, lo cual se ha considerado como el punto inicial de referencia para la mayoría de los países de Latinoamérica.

De manera que el futuro de la titularización en nuestro país, toma aspectos cada vez más grandes en la medida que todos los que intervienen en este proceso, comiencen a conocer y descubrir las posibilidades que ofrece este sistema. De esta forma, se espera que el mercado aumente y pueda desarrollar proyectos que por su magnitud no se han podido alcanzar.

A pesar de lo anterior, en nuestro tiempo los títulos provenientes de la titularización no se mueven en las Bolsas de Valores con la suficiente fortaleza, solo con el tiempo se podrá superar cada uno de los inconvenientes que intervienen en este proceso.

De otro lado, desde que se reglamentó la titularización, se ha convertido en una importante herramienta, puesto que consiste en poder convertir en flujo de caja un objeto y obtener liquidez para los diversos sectores de la actividad económica nacional. De ahí que, los activos a titularizarse hacen referencia a créditos, cartera hipotecaria, tarjetas de crédito y comercial, inmuebles, flujos futuros de fondos documentos de crédito, valores inscritos en el Registro Nacional de Valores e intermediarios (RNVI), contratos de leasing, y todos aquellos procesos que se enmarquen dentro de las normas vigentes.

Al mismo tiempo, ante los puntos de desaceleración y hasta la recesión en algunos sectores productivos, comerciales y de servicios, el dinamismo inicial del leasing en Colombia se frenó, hasta el punto de afectar la rentabilidad y solidez de varias compañías, lo que obligo a un ajuste, el cual se concretó en los cambios

realizados al estatuto financiero y en la medida que van mejorando las condiciones macroeconómicas.

Por tanto, el leasing ha contribuido y sigue contribuyendo a la democratización económica al permitir a los empresarios, cada vez más, el acceso a los bienes de capital para el desarrollo de sus actividades.

Por tal razón, los títulos procedentes del proceso de titularización a partir de contratos de leasing; se han convertido en una nueva alternativa de rentabilidad y cobertura de riesgos para los inversionistas, respaldada por la transparencia que exigen las normas respectivas en cuanto a las condiciones del activo a movilizar (leasing) y las coberturas que deben realizar los originadores de la emisión en relación con la siniestralidad que pudiese presentar los bienes titularizados.

### CAPITULO 3: IDENTIFICACIÓN Y EXPLICACIÓN DE LOS COMPONENTES DE LA TITULARIZACION DEL FLUJO DE EFECTIVO PROVENIENTE DEL CONTRATO DE LEASING

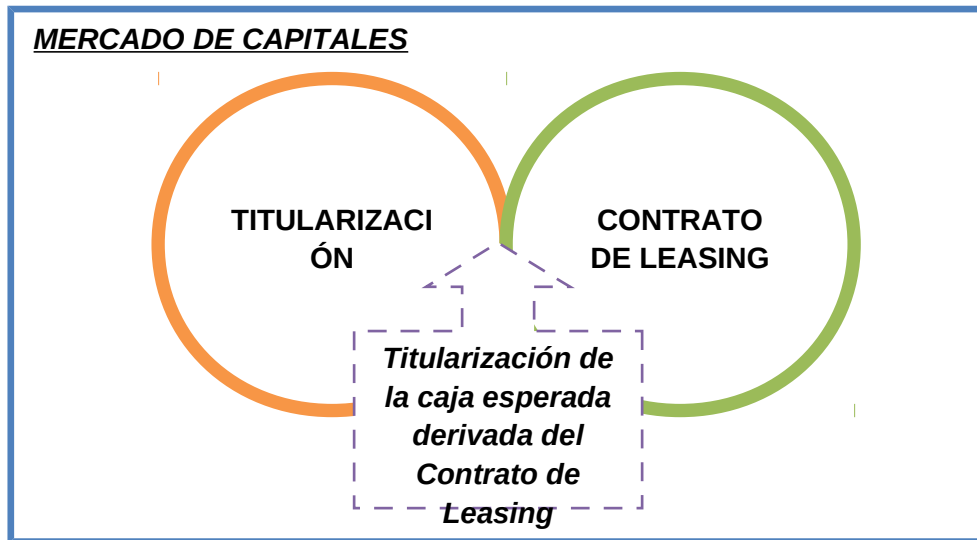


Gráfico 2: Intersección entre la Titularización y el Contrato de Leasing. Fuente: elaboración propia

Ahora bien, en este capítulo se pretende *especificar y explicar los componentes de la titularización de flujos de efectivo provenientes del contrato de leasing*. De aquí, que inicie con que **TITULARIZAR O TITULARIZACIÓN**, es el proceso por medio del cual se incorporan en diferentes documentos uniformes, los derechos que poseen una o varias personas sobre uno o más bienes o carteras que tienen la capacidad de generar **flujo de caja**<sup>14</sup>, en finanzas y en economía se entiende como los flujos de entradas y salidas de caja o efectivo en un periodo determinado, con el fin de lograr la movilidad de los derechos.

<sup>14</sup> El concepto de Flujo de caja se ha tomado de la Circular Externa 047 de 2008 emitida por la Superintendencia Financiera de Colombia, el cual dice: “Es la acumulación neta de activos líquidos en un periodo determinado y, por lo tanto, constituye un indicador importante de la liquidez de una empresa. En la estructura financiera de los procesos de Titularización se determina a partir de la proyección del Flujo de Caja derivado u originado en los Activos Subyacentes. Con base en las proyecciones de comportamiento del Flujo de Caja y la estimación de su riesgo de pérdida, se definen las condiciones y características de los títulos emitidos en desarrollo del proceso de Titularización.”

También se puede definir la **titularización** como: *“El proceso en el que los derechos reales sobre activos productivos se dan a un gestor institucional encargándole que transfiera a los inversionistas los resultados económicos del aprovechamiento de dichos activos, incorporando la obligación jurídica del encargado en títulos, para que se facilite la circulación de la explotación económica de los mismos”*.<sup>15</sup>

Por otra parte, la Sala General de la Superintendencia de Valores, en ejercicio de sus facultades, expidió la Resolución 1394 de 1993<sup>16</sup>, la cual le dio origen a la titularización en Colombia. La anterior resolución, no posee una definición expresa y clara de lo que es titularización, pero en varias ocasiones se refiere a ella como un *“mecanismo de movilización de activos”*. Dicha definición resulta ser muy útil en la medida en que define la principal finalidad de la titularización, la cual es ser una herramienta para que el originador cambie y agilice sus activos no monetarios, y pueda convertirlos con el tiempo en activos monetarios.

Desde el punto de vista jurídico, la titularización es la expedición de títulos valores de distinta clase, que representan o incorporan derechos o fracciones de estos, para aprovechar un patrimonio, que tiene como fin garantizar que los titulares de los derechos reciban una compensación por el dinero que pagaron al adquirirlos.

Ahora bien, los derechos sobre el patrimonio no son reales sobre uno o varios activos que recaen en los bienes que los conforman; son derechos para exigir a un intermediario gestor formalmente, la propiedad de los activos que conforman el patrimonio, que represente la obligación de hacer o dar, que se traduce en que administrará los activos y entregará el usufructo de estos a los inversionistas que

---

<sup>15</sup> MANRIQUE NIETO, Carlos E. “Introducción a la titularización”, Asociación Bancaria y de Entidades Financieras de Colombia, 1997.

<sup>16</sup> El Boletín jurídico de Junio de 2004, emitido por la Superintendencia de Valores hoy Superintendencia Financiera dice: *“(...) Ahora bien, en ejercicio de estas facultad la Sala General de la Superintendencia de Valores, el 4 de noviembre de 1993, expidió la resolución 1394, a través de la cual se establecieron de manera unificada las pautas para la inscripción de valores procedentes del mecanismo financiero de la titularización, determinando los agentes, activos objeto de los procesos, medios jurídicos para su realización, y procedimientos para el desarrollo de los mecanismos”*. Cabe señalar que dichas facultades, estaban contenidas anteriormente, en los artículos 4.1.2.2 y 4.1.3.5 del Estatuto Orgánico del Mercado Público de Valores, y que sirvieron de sustento para expedir la Resolución 1394 de 1993.



tengan en su poder los documentos o títulos representativos del derecho a recibir dicho beneficio.<sup>17</sup> Esto es, la titularización cumple simultáneamente dos objetivos a saber: Permite al dueño de los activos movilizarlos y obtener liquidez sin endeudarse y aumenta la cantidad de títulos valores ofrecidos, permitiendo a los inversionistas tener una nueva opción para su portafolio de inversiones.

Por lo anterior, la titularización consiste entonces en la transformación de dicha caja o flujo de efectivo en títulos valores, es decir los cánones resultantes de los bienes objeto del contrato de arrendamiento financiero “leasing”, se consideran el activo de lenta conversión liquida en dinero. De modo que cualquier dueño o gerente de empresa procede a reemplazar en su balance general o de situación activos inmovilizados por capital de trabajo.

Refiriéndome también al arrendamiento financiero “leasing”, el que gracias a los flujos esperados por este concepto, se realiza el proceso de titularización de nuestro interés; por lo que el contrato de leasing corresponde a la categoría de figuras contractuales modernas ideadas para responder nuevas necesidades de negocios. Esto debido a que combina características del contrato de arrendamiento, con el cual comparte su denominación en el idioma inglés, dado que es originario del sistema jurídico Anglosajón y del contrato de crédito financiero, que se ha utilizado como especie de mutuo con interés.

Partiendo de esta idea podríamos definir el contrato de leasing o arrendamiento financiero *“en la forma más representativa, como aquel en virtud del cual una sociedad especializada adquiere, a petición de un cliente, determinados bienes que le entrega a título de alquiler, mediante el pago de una remuneración y con la opción para el arrendatario, al vencimiento del plazo, de continuar el contrato de nuevas condiciones o de adquirir los bienes en su poder”*.<sup>18</sup>

En otras palabras, el leasing permite a la parte que suscribe el contrato, en calidad de usuario con la persona que presta el correspondiente servicio (utilizar

---

<sup>17</sup> DÍAZ ARDILA, Gabriel. Titularización II, Ed. Guadalupe Ltda., Bogotá, 1997, pág. 184.

<sup>18</sup> RODRIGUEZ AZUERO, Sergio. Contratos Bancarios su significado en América Latina, 6ª edición, Legis, Bogotá, 2011, página 679.

sin comprarlo), un bien de capital o bien productivo, durante un periodo específico, a cambio de una determinada remuneración periódica y con la opción de adquirirlo por un precio predeterminado, al final del término del contrato.

Al respecto, el artículo 2.2.1.1.1 del Decreto 2555 de 2010 define el arrendamiento financiero o leasing como *“la entrega a título de arrendamiento de bienes adquiridos para el efecto, financiando su uso y goce a cambio del pago de cánones que recibirá durante un plazo determinado, pactándose para el arrendatario la facultad de ejercer al final del periodo una opción de compra.*

*En consecuencia el bien de propiedad de la compañía arrendadora, reservará el derecho de dominio que conservara hasta tanto el arrendatario ejerza la opción de compra. Así mismo debe entenderse que el costo del activo dado en arrendamiento se amortizara durante el termino de duración del contrato, generando la respectiva utilidad.”*

Recapitulando la anterior definición, destaco las siguientes características:

- En este contrato aparecen fundamentalmente dos partes, la compañía arrendadora (Establecimiento de crédito = Compañías de financiamiento Comercial o Establecimientos Bancarios) que se denomina también la dadora leasing y el arrendatario o usuario llamada también tomadora leasing.

Al respecto, con la vigencia de la Ley 35 de 1993, en conjunto con el decreto 663 de 1993 (E.O.S.F) y la ley 964 de 2005, la actividad de arrendamiento financiero venía siendo desempeñada por las llamadas “sociedades leasing”, o “sociedades de arrendamiento financiero” instituciones que se dedicaban con exclusividad a esta operación.

La mencionada Ley 35, en su artículo 12, señalo que la necesidad de que dichas sociedades procedieran a convertirse en compañías de financiamiento comercial, so pena de quedar disueltas.

En conjunto, el artículo 12 de la Ley 35 de 1993, el artículo 1 del Decreto 913, y el artículo 141 numeral 2 del E.O.S.F. (derogado por el artículo 123 de la ley 510 de

1999), permiten afirmar que todas las compañías de financiamiento comercial existentes en la actualidad, resultantes o no de la conversión ordenada por la Ley 35 y especializadas o no en operaciones de arrendamiento financiero, están habilitadas para el desarrollo de dicha actividad.

Dicho de otra manera, el artículo 2 en su numeral 5 del E.O.S.F, modificado por la ley 510 de 1999, define a las compañías de financiamiento comercial como *“aquellas instituciones que tienen por función principal captar recursos mediante depósitos a término, con el objeto primordial de realizar operaciones activas de crédito para facilitar la comercialización de bienes o servicios, y realizar operaciones de arrendamiento financiero o leasing.”* Estas deben estar constituidas como sociedades anónimas, las cuales están sometidas a control y vigilancia de la Superintendencia Financiera de Colombia.

Las mencionadas instituciones financieras, como establecimientos de crédito<sup>19</sup>, constituyen sociedades de servicios financieros; al lado de las sociedades fiduciarias y las sociedades administradoras de fondos de pensiones y cesantías.

No obstante, el artículo 1 de la ley 795 de 2003, por el cual se adiciona el literal n) al numeral 1 del artículo 7 del E.O.S.F<sup>20</sup>, le otorga facultad a los establecimiento bancarios realizar operaciones de leasing habitacional e Igualmente, de conformidad con el régimen general, estas operaciones de leasing también podrán ser realizadas por las compañías de financiamiento comercial.

- La titularidad de los bienes objeto de la operación leasing continua en cabeza de la sociedad dadora durante el contrato; la tomadora solamente tendrá la mera tenencia de estos bienes, por tratarse de un contrato por el cual solamente se confiere la tenencia de los bienes.

---

<sup>19</sup> Artículo 2 numeral 1 del decreto 663 de 1993, Estatuto Orgánico del Sistema Financiero (E.O.S.F.)

<sup>20</sup> Artículo 2.28.1.1.1 del decreto 2555 de 2010, Decreto único para el sector financiero, asegurador y del mercado de valores.

- Es un contrato en el cual debe señalarse un plazo, durante el cual deberá pagarse el precio leasing. Ambos conceptos, plazo y precio, tienen un significado especial en la operación leasing.
- Al vencimiento del plazo estipulado en el contrato, surge para el tomador leasing una de las siguientes alternativas: a) para continuar con el uso y goce de los bienes a título de mera tenencia varía considerablemente el precio de adquirir dichos bienes en propiedad, b) o la dejarlos a disposición de la sociedad dadora.

Lo que nos interesa aquí no es tanto definir el contrato de leasing, sino es conocer esta figura bajo la idea de que gracias a los cánones pagados por el uso y goce de los bienes pactados en dicho contrato, se logra dar inicio al proceso de titularización en donde moviliza una caja o más bien una cuenta por cobrar que aparece en sus activos por dinero en efectivo, mejorando en forma inmediata el flujo de caja de la empresa y continua a través de la emisión de títulos valores, lo cual constituye una alternativa de financiamiento que le permite a las empresas adquirir fondos necesarios para cumplir con sus obligaciones, debido a su participación en el mercado de capitales, en lugar de acudir al préstamo comercial tradicional.

### **3.1. EL FLUJO DE EFECTIVO PROVENIENTE DEL CONTRATO DE LEASING COMO ACTIVO TITULARIZABLE**

La normativa Colombiana, determina los bienes o activos susceptibles de titularizarse, sin embargo pueden presentarse solicitudes ante la Superintendencia Financiera de Colombia para titularizar bienes diferentes a los explícitamente descritos en la norma, como también puede esta superintendencia abstenerse de autorizar procesos de titularización, esto último en los siguientes casos:

1. Cuando exista circunstancia de las cuales se derive un temor fundado de causar un daño al mercado.

2. Tratándose de entidades emisoras de valores o de establecimientos de crédito que actúen como originadores, cuando la operación afecte la solvencia o estabilidad financiera de la actividad.
3. Cuando la Superintendencia Financiera de Colombia abrigue dudas fundadas sobre el impacto negativo que la operación puede tener sobre el establecimiento de crédito originador.
4. Cuando las condiciones financieras y económicas del mercado así lo ameriten.

Así las cosas, el artículo 5.6.1.1.4 del Decreto 2555 de 2010 consagra que los bienes o activos objeto a titularizarse: títulos de deuda pública, títulos inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisiones, Cartera de crédito, documentos de crédito, activos inmobiliarios, productos agropecuarios, agroindustriales u otros commodities, y rentas y flujo de caja determinables con bases en estadísticas de los últimos tres años o en proyecciones de por lo menos tres años continuos, como por ejemplo: la facturaciones esperadas por empresas de servicios públicos, facturaciones esperadas por emisores de tarjetas de crédito o ingresos derivados por concesionarios de obras públicas recuperables a través de peajes.

También podrán ser estructurados procesos de titularización a partir de conformación de fondos o patrimonios autónomos constituidos con sumas de dinero destinadas a la adquisición de cualquiera de los activos o bienes enunciados anteriormente.

Para el cubrimiento de los intereses, puede utilizarse flujos o fuentes externas, es decir, generados por fuentes distintas de los bienes objeto de titularización o flujos internos cuando este se genera en un contrato mercantil, en el cual se explota comercialmente el bien.

Lo anterior nos indica, que con el flujo esperado y con la movilización de la cartera proveniente del pago de una remuneración por los bienes entregados a título de alquiler, se logra estructurar el proceso de titularización conformando un patrimonio autónomo o VPE constituido con dichos pagos, para luego emitir títulos

que serán negociables en el mercado valores, y así tanto los inversionistas, ahorradores y empresarios obtengan un rendimiento.

### 3.2. PARTES QUE INTERVIENEN EN EL PROCESO DE TITULARIZACIÓN DEL FLUJO DE EFECTIVO PROVENIENTE DEL CONTRATO DE ARRENDAMIENTO FINANCIERO “LEASING”

Definida la titularización de manera general y específica en cuanto al flujo de caja derivado del contrato de leasing, platicaré en primer lugar sobre las relaciones interpartes que se presentan en el esquema descriptivo del contrato de arrendamiento financiero, teniendo en cuenta que la presencia del proveedor es en todo caso secundario, frente a la relación fundamental entre el tomador y dador.

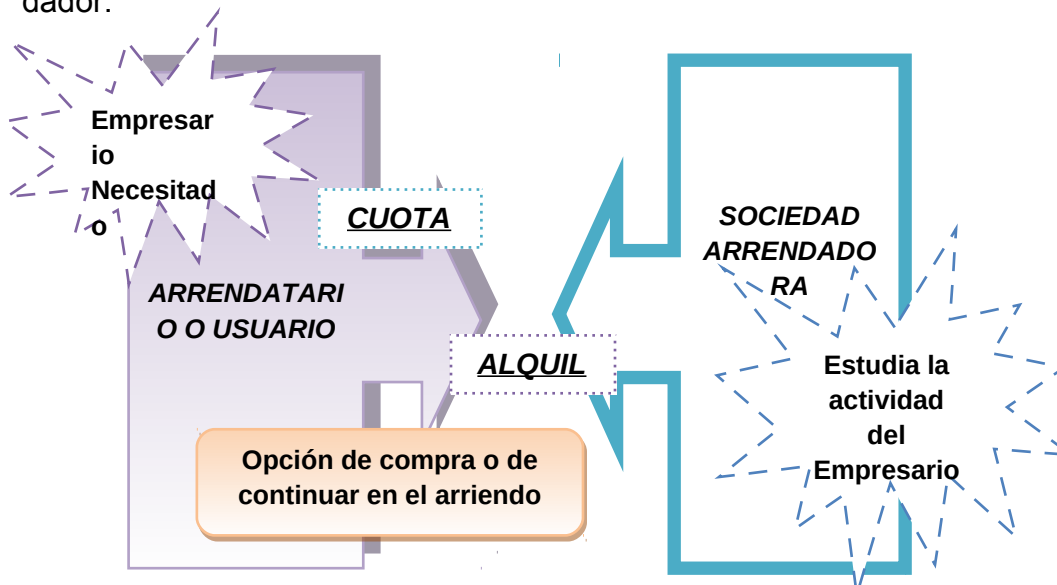


Gráfico 3: Esquema básico del Contrato de Leasing. Fuente: elaboración propia.

De acuerdo con lo anterior, el contrato de leasing admite la presencia de un empresario, normalmente un industrial necesitado de bienes de capital, maquinaria y equipos, o de inmuebles que, en el primer caso, este industrial se pone en contacto con un proveedor para determinar cuáles equipos y en qué condiciones podrían satisfacer las necesidades de su compañía o empresa.

Identificadas las necesidades y la posible solución, entra en contacto con una sociedad especializada la cual procede, a desarrollar el contrato y con la promesa de que el bien (mueble o inmueble) será tomado en alquiler, esta sociedad entra a adquirir el bien del proveedor y entregárselo en arrendamiento al industrial por un periodo de tiempo convenido entre las partes, usualmente relacionado al plazo de amortización fiscal de los bienes y con la posibilidad de continuar el arrendamiento en nuevas condiciones o venderle el bien por un valor cercano o residual a este.

Esto procede, siempre y cuando el empresario o industrial requiera hacer una inversión adicional necesaria, en vez de aportar de sus propios recursos, que tiene en caja o solicitar a sus asociados o de obtener créditos equivalentes para comprar los bienes que necesita, decide realizar un contrato o negocio con una sociedad especializada para su adquisición, de manera que pueda solucionar en forma efectiva el requerimiento que lo motivó a obrar, contra una remuneración a título de pago del arrendamiento de dichos bienes.

De lo expuesto puede sostenerse que el Contrato de leasing implica tres momentos bien definidos: **Primera etapa de colaboración**, en donde el cliente, con los recursos técnicos de que dispone, ha determinado las necesidades de su empresa, identifica los bienes que requiere y obtiene de la compañía arrendadora el soporte financiero consistente en saber que serán adquiridos por esta para transferirlos a título de arrendamiento. Con la contraprestación a su cargo de comprometerse a tomarlos en arrendamiento por un determinado periodo. **Segunda etapa**, la central, que corresponde a la ejecución del contrato y que se caracteriza por ser inmodificable por parte del arrendatario, ya que la determinación de plazo es factor fundamental ligado normalmente al periodo de amortización de los bienes objeto del contrato y la compañía arrendadora debe tener plena certeza sobre la vigencia del contrato durante dicho plazo. **Tercera etapa**, Al vencimiento del plazo, el arrendatario no se inclina por devolver los bienes recibidos y puede optar por prorrogar el arrendamiento en nuevas condiciones de remuneración, habida cuenta que los bienes se encuentran ya depreciados para el arrendador. Puesto que en el contrato deben tenerse en

cuenta algunas particularidades que afectan a una u otra parte y que tiene que ver con los aspectos contables, fiscales y financieros y con los riesgos derivados de la operación.

Por otra parte, frente a la dificultad de poder identificar en forma absoluta el contrato de leasing con el de arrendamiento, se han buscado distintas interpretaciones que varían según se tenga o no en cuenta, dentro de la estructura del contrato, la participación del proveedor de los bienes que son adquiridos para constituir con ellos el contrato.

Si desde el punto de vista del análisis descriptivo el contrato de leasing no puede desprenderse de la figura del proveedor, se debe advertir que dentro de su naturaleza jurídica, solo se considera dos partes, como esenciales: la sociedad arrendadora (dadora leasing) y el usuario de los bienes (tomadora leasing).

En varios países, le han otorgado una solución ecléctica a este tipo de contratos, configurando de manera vaga los términos del contrato de modo que parezca simultáneamente de alquiler y de venta, para así prevalecer ante ciertas circunstancias difíciles, valiéndose de las ventajas derivadas de uno u otro contrato, la cual ha sido objeto de justa censura por parte de los tribunales de justicia.

Ciertamente, el leasing implica la celebración de un contrato de alquiler o arrendamiento con promesa unilateral de venta, que confiere al usuario la opción de adquirir los bienes al vencimiento del plazo inicialmente convenido. Recordando, por último los caracteres jurídicos del contrato de leasing<sup>21</sup> consistentes en: un contrato atípico en la mayoría de los países, consensual en cuanto se perfecciona por el simple acuerdo de las partes. No precisa la entrega de la cosa como elemento esencial, oneroso<sup>22</sup>, conmutativo y de tracto sucesivo

---

<sup>21</sup> Las disposiciones del Código Civil en materia de contratos y obligaciones se hacen aplicables a las relaciones comerciales por remisión directa, prevista en el Artículo 822 del Código de Comercio, para los eventos en que la normatividad comercial no haya previsto norma sobre el particular.

<sup>22</sup> Artículo 1497 del Código Civil *“El contrato es gratuito o de beneficencia cuando sólo tiene por objeto la utilidad de una de las partes, sufriendo la otra el gravamen; y oneroso, cuando tiene por*



por la forma periódica en que se cumplen las prestaciones a cargo del arrendatario. Es bilateral<sup>23</sup>, aunque para algunos podría tenerse como plurilateral si se incorpora dentro de la estructura contractual al proveedor, lo que puede ocurrir con cierta frecuencia cuando la sociedad arrendadora desplaza hacia este último algunas de las obligaciones que le corresponderían en su condición de arrendador.

Detallada la operación del contrato de leasing, llegamos a la descripción de las partes intervinientes en la estructuración del proceso de titularización de la caja esperada procedente de dicho contrato. Para esto, entiéndase que la presente figura consiste en la creación de un patrimonio autónomo de carácter fiduciario, capaz de adquirir derechos y contraer obligaciones a la cual se le transfiere la propiedad de los activos o del flujo de efectivo, para que con base en esta propiedad emita y coloque títulos en el mercado de capitales. Así que, las entidades o personas intervinientes en la realización del proceso de titularización a groso modo son: Los establecimientos de crédito o personas naturales como: Originador y las sociedades fiduciarias o Titularizadora como: Agente de manejo, Emisor o Administrador del proceso de titularización.

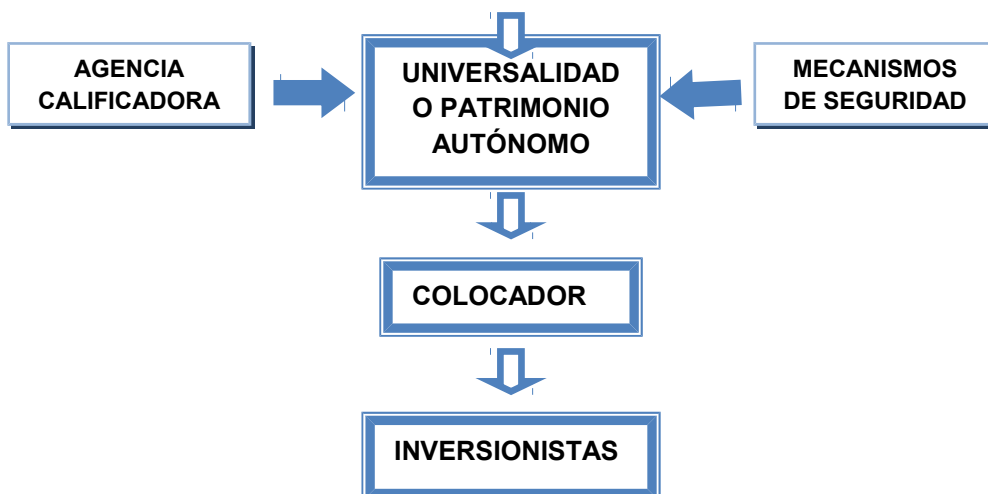
Para ilustrar mejor este mecanismo de movilidad de activos, en la gráfica siguiente, se logra observar el esquema básico del proceso de titularización aplicable a cualquier activo o bien titularizable, pero con la diferencia de que se trata específicamente en el flujo de caja proveniente del contrato de arrendamiento financiero.



---

*objeto la utilidad de ambos contratantes, gravándose cada uno a beneficio del otro”.*

<sup>23</sup> Artículo 1496 ibídem. “El contrato es unilateral cuando una de las partes se obliga para con otra que no contrae obligación alguna; y bilateral, cuando las partes contratantes se obligan recíprocamente”.



**Gráfico 4: Esquema básico del Proceso de Titularización. Fuente: Elaboración propia.**

Se encuentra en primer lugar que, el **ORIGINADOR O CONSTITUYENTE**<sup>24</sup>, es la persona natural o jurídica encargada de transferir a una sociedad fiduciaria bajo la celebración de un contrato de fiducia o a una sociedad Titularizadora, la propiedad de los bienes y del flujo de efectivo, que se sujetan al proceso de Titularización denominados **Activos Subyacentes**<sup>25</sup>, cuyo fin es el de que dichas entidades desarrollen el proceso de Titularización, lo que lleva a decir, que celebrado el contrato de arrendamiento financiero “leasing”, el establecimiento de crédito conocido también como compañía arrendadora, tendrá la calidad de Originador, ya que tiene la tarea de transferir directamente la propiedad del flujo de caja conformado con los cánones de arrendamiento pactados en el contrato, a un patrimonio autónomo o universalidad para la emisión de títulos.

<sup>24</sup> Esta definición ha sido elaborada por la autora de esta tesis, con base en el contenido del capítulo XV de la Circular Básica Contable y Financiera (Circular Externa 100 de 1995), modificada por la Circular Externa 047 de 2008 de la Superintendencia Financiera de Colombia.

<sup>25</sup> **Activos Subyacentes:** “Son los bienes presentes o futuros separados patrimonialmente o vinculados por el Emisor para la conformación de un vehículo de propósito especial (en adelante VPE) a partir del cual se emiten valores, denominados títulos, en desarrollo del proceso de titularización, y cuyo flujo de caja constituirá la fuente de pago de los títulos emitidos dentro del proceso. Las características y condiciones de los Activos Subyacentes deberán estar determinadas o identificadas en el respectivo reglamento de emisión”. Lo anterior, se tomó del capítulo XV de la Circular Básica Contable y Financiera (Circular Externa 100 de 1995), modificada por la Circular Externa 047 de 2008 de la Superintendencia Financiera de Colombia.

De igual forma, el Originador es conocido como: *“la persona o entidad que tiene activos movilizables, caracterizados normalmente porque se trata de activos de lenta rotación, como puede ocurrir con la cartera a mediano y largo plazo y activos inmovilizados como suelen serlo los inmobiliarios, o meras expectativas derivados de la capacidad operacional de la empresa, en virtud de la cual espera recibir ingresos en el futuro derivados de su actividad. En todos estos casos, ya que se trate de activos de lenta rotación, bien que se trate de activos inmovilizados o que se trate apenas de activos que están por ingresar. Su transformación en efectivo alivia la estructura del balance, e incrementa la caja, con las obvias ventajas que ello significa”*<sup>26</sup>.

Desde el punto de vista financiero, este tipo de operación supone la transferencia de bienes y cartera, registrado en el activo (Balance general) y su registro inicial será el de la inversión en el fideicomiso, a partir del cual y a medida que se coloquen los papeles en el mercado, éstos derechos fiduciarios serán reemplazados por las cuentas caja y bancos, es decir el transferir inicialmente los activos no los convierte inmediatamente en efectivo. Existe, ante todo, una expectativa, a pesar de presentarse el caso de que la colocación se ocasionará en forma simultánea. Sin embargo, cuando se trata de titular flujos de efectivo o de caja esperados de fondos como consecuencia de contratos de tracto sucesivo, el contrato se registrara en cuentas de orden, pues no hay activos preexistentes y su resultado afectara en su momento a la cuenta de resultados.

Por otra parte, está el **AGENTE DE MANEJO O EMISOR**, es sin duda alguna, el eje del proceso; ya que *“son las sociedades fiduciarias encargadas de hacer cumplir las disposiciones del reglamento de emisión correspondiente y de propender por el cumplimiento de los derechos a favor de los tenedores de los títulos emitidos y de aquellas personas que tengan derechos exigibles en desarrollo del proceso de titularización. Para el efecto estarán facultadas directamente o a través de los terceros que designe para tal fin, para i) administrar el Patrimonio Autónomo correspondiente, ii) administrar los Activos Subyacentes y iii) ejercitar las acciones extrajudiciales o judiciales que sean convenientes, necesarias o requeridas para la adecuada protección de los Activos Subyacentes y de los derechos de los tenedores y demás terceros interesados o*

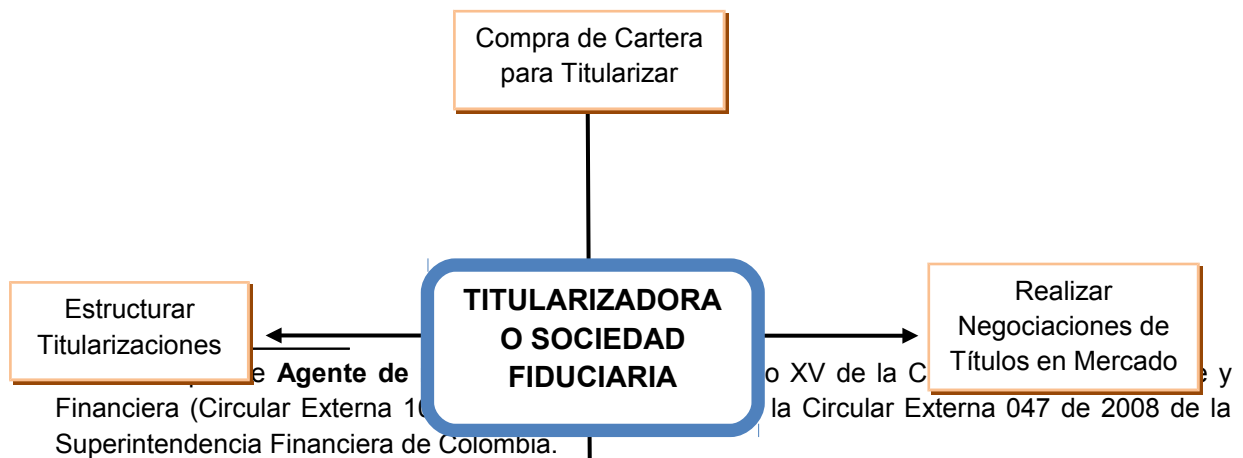
---

<sup>26</sup> RODRIGUEZ AZUERO, Sergio. Contratos Bancarios su significado en América Latina, 6ª edición, Legis, Bogotá, 2011, página 877.

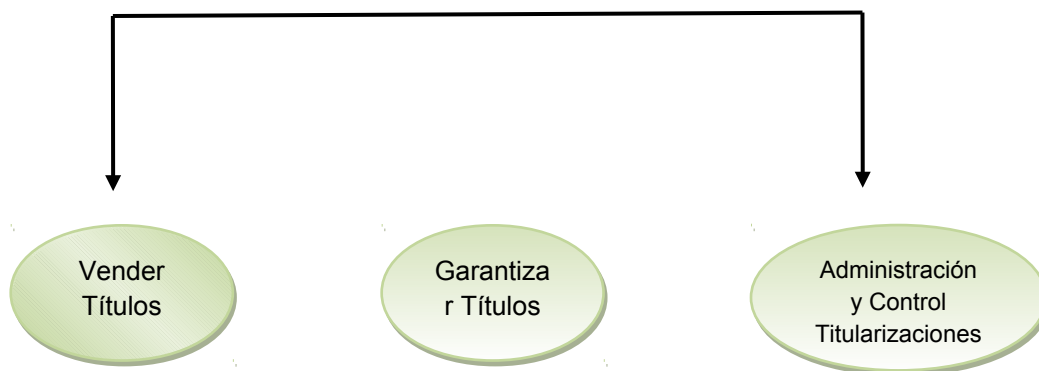
con derechos de conformidad con la normatividad aplicable<sup>27</sup>. Dicho de otra manera, es aquella entidad fiduciaria o expresamente facultada para la conformación o creación de un VPE<sup>28</sup>, que recibe el flujo de caja conformado por los pagos del contrato de leasing; para la constitución de un patrimonio autónomo y que normalmente, solo pueden ser entidades que hayan recibido autorización por parte del Estado.

Entre las principales obligaciones que asume, como su nombre lo indica, están la de obtener las autorizaciones estatales requeridas para emitir y colocar en el mercado los títulos 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, hasta su terminación. Es también, desde este punto de vista, que el agente de manejo o emisor se constituye en el punto de referencia de la operación, frente a los terceros inversionistas y los demás agentes o entidades que participan en el proceso de emisión.

Para ilustrar mejor lo expuesto, se elaboró un esquema en cual se logra detallar las actividades a desarrollar por parte de la sociedad fiduciaria o sociedad Titularizadora, como agente de manejo:



<sup>28</sup> La definición de **VPE (VEHÍCULO DE PROPÓSITO ESPECIAL)**: “Corresponde a la estructura creada por el Emisor para la separación patrimonial de los Activos Subyacentes, sus garantías en los casos aplicables y la canalización de los Flujos de Caja derivados de los mismos, que constituyen la fuente de pago de los títulos emitidos en desarrollo del proceso de Titularización”. Lo anterior, se encuentra señalado en el capítulo XV de la Circular Básica Contable y Financiera (Circular Externa 100 de 1995), modificada por la Circular Externa 047 de 2008 de la Superintendencia Financiera de Colombia.



**Gráfico 5: Actividades Titularizadora o Sociedad Fiduciaria. Fuente: elaboración propia.**

En resumen, es la entidad expresamente facultada para la conformación, creación y representación de un VPE o Patrimonio Autónomo<sup>29</sup> a partir del cual se emiten los títulos producto del proceso de Titularización.

Ahora bien, en cualquier proceso de titularización, aparece en escena la figura de **LA ADMINISTRADORA O ADMINISTRADOR DE LOS ACTIVOS SUBYACENTES**, que puede ser, desde luego, la misma entidad fiduciaria, pero que igualmente puede ser un tercero bajo la responsabilidad de esta última, incluso el mismo Originador. En otras palabras, es la entidad encargada de la administración, custodia y conservación de los bienes y activos subyacentes de la titularización, así como del recaudo y transferencia al agente de manejo de los flujos caja o efectivo provenientes de dichos activos o bienes.<sup>30</sup>

<sup>29</sup> La definición de **PATRIMONIO AUTÓNOMO**: “Vehículo de Propósito Especial constituido exclusivamente por sociedades fiduciarias a partir de Activos Subyacentes transferidos por el Originador de los mismos por virtud de un contrato de fiducia mercantil. Los bienes entregados en fideicomiso se encontrarán separados tanto jurídicas como contablemente de los bienes propios del fiduciario y de aquellos pertenecientes a otros fideicomisos que se encuentren en cabeza del mismo, de tal forma que en cualquier momento sean susceptibles de identificación inequívoca. El reglamento de emisión hará parte de contrato de fiducia mercantil.” Lo anterior, se encuentra señalado en el capítulo XV de la Circular Básica Contable y Financiera (Circular Externa 100 de 1995), modificada por la Circular Externa 047 de 2008 de la Superintendencia Financiera de Colombia.

La circunstancia de que uno de los activos titularizables con mayor apetencia en los mercados, esté constituido por cartera, hace explicable en la práctica que los mismos permanezcan bajo la tenencia y administración de la sociedad originadora. En efecto, esa cartera o portafolio se presume que se encuentra profusamente repartida geográficamente, asignada a distintas oficinas responsables de la relación con los clientes y que, por lo tanto, no tendría sentido transferirla físicamente a la fiduciaria o entidad administradora, para que ésta tuviese que duplicar la carga de administrar los portafolios, su cobranza y recaudo. Naturalmente, esto supondrá la constitución de garantías específicas o el establecimiento del mecanismo que otorgue suficiente tranquilidad al agente de manejo, respecto a la solvencia moral y económica del administrador, pues de lo contrario se correrían riesgos para terceros, de los cuales sería responsable aquel.

Suele ocurrir que **LA COLOCACIÓN DE PAPELES O AGENTE COLOCADOR**, trata de entidades especializadas en el corretaje de valores, las que, con antelación suficiente y dentro de la estructuración compleja del negocio, asumen el papel de colocarlo en manos de inversionistas institucionales. Esta gestión, que se conoce con bajo el nombre de “*Underwriting*”<sup>31</sup> supone la existencia de distintos grados de compromiso. Desde el que simplemente se limitaría a ofrecer los papeles en el mercado bajo la expresión de su “colocación por el mejor esfuerzo” hasta el que técnicamente resulte, más atractivo para los emisores, y es la toma en firme de todo o parte de la emisión, bien para ser mantenido en el portafolio del corredor, cuando las normas le permiten, tener posición propia, ya para ser recolocado entre los inversionistas del mercado. De otra manera, si bien los papeles pueden ser colocados directamente por el emisor, es frecuente que utilicen la colaboración de expertos a través de un contrato de comisión.

---

<sup>30</sup> Esta definición ha sido elaborada por la autora de esta tesis, con base en el contenido de la revista emitida por la Superintendencia de Valores, denominada “Titularización en Colombia, una ventana hacia la modernización financiera”, 1997. ISBN 958-8007-07-0.

<sup>31</sup> Dentro de las operaciones de colocación aplicables en el mercado público de valores está la intermediación en la colocación de valores o *UNDERWRITING* “es una operación mediante la cual una entidad autorizada para el efecto se compromete con el emisor a vender entre el público la totalidad de una emisión o una parte de ella.” Lo anterior, se encuentra señalado en la Guía del Mercado de Valores de la Bolsa de Valores de Colombia BVC.

El proceso de emisión y colocación de papeles a través de la titularización no es sencillo, como toda emisión de deuda, supone un análisis financiero particularmente accesible al mercado y a sus expectativas en el corto, mediano o largo plazo, según sea la emisión. Por esta razón, **EL ESTRUCTURADOR** muy especialmente, debe encontrar en la configuración de los papeles, en lo tocante a la moneda, plazo y valores nominales, y desde luego, por su remuneración financiera, que se ofrezcan tasas de interés, o bien que se coloquen mediante descuento. Por ello, suele intervenir también y lo hace desde antes del montaje de la operación, un estructurador, normalmente, lo que se conoce como un “banquero de Inversión” que en consideración, justamente, a las necesidades de la empresa, y luego del estudio de las distintas opciones o alternativas para fortalecerse patrimonialmente las que han podido pasar por consideraciones sobre posibles fusiones, adquisiciones, etc. Recomienda y/o participa en el estudio del mercado, en virtud del cual se definen las características de la emisión proyectada, puesto que “son personas o grupos de personas naturales o jurídicas encargadas de la estructuración financiera y jurídica de los procesos de Titularización.”<sup>32</sup>

De otro lado, bajo la tesis que se ha convertido en axiomática en los últimos años, de que el mejor control de las deudas colectivas se produce por un mercado informado, lo que se ha traducido, entre otras cosas, en la exigencia de un cuidadoso “*disclosure*” del balance, se ha acudido a la participación de **CALIFICADORAS PROFESIONALES DE RIESGO O CALIFICADOR DE RIESGO**, esto es, a compañías especializadas en evaluar las emisiones de los papeles y asignarles una calificación de referencia para salir al mercado, pero que podría ser revisada a lo largo de la vida.<sup>33</sup>

---

<sup>32</sup> El concepto de Estructurador, se tomó del capítulo XV de la Circular Básica Contable y Financiera (Circular Externa 100 de 1995), modificada por la Circular Externa 047 de 2008 de la Superintendencia Financiera de Colombia.

<sup>33</sup> Entre las más conocidas calificadoras de riesgo a nivel internacional puede citarse J.P. Morgan, Standard & Poor's y Moody's.

Dos observaciones parecen ser interesantes en relación con estas entidades. En primer lugar, que ellas no califican propiamente al emisor, sino que califican la emisión respectiva. Esto significa que, en un momento dado, puede ocurrir que un emisor, puede ser un riesgo soberano o que una corporación importante, tengan en el mercado varias colocaciones de papeles simultáneamente y que ellas, incluso, sean tanto de bonos como resultados de titularizaciones. En relación con esta última, no se califica el originador, transmisor de los activos, ni propiamente el emisor o administrador de los recursos sino la calidad de la emisión, por las características particulares que la distinguen, tanto lo que dice respecto a los activos que constituyen el patrimonio autónomo, como por lo que toca con los mecanismos de apalancamiento o cobertura<sup>34</sup>, a que nos referiremos más adelante, y que constituyen pieza fundamental para definir la calidad final con los papeles que salen al mercado.

De otro lado, suelen establecerse dos niveles de calificación, el que se conoce como “grado de inversión” que refleja bajos niveles de riesgo y el que se denomina “grado especulativo” que por definición supone un riesgo para el inversionista. Aunque con frecuencia los emisores buscan mejorar el patrimonio para lograr una alta calificación, dentro del primer grado, ello no excluye la emisión de papeles cuya calificación resulte especulativa pues los mismos se requieren igualmente para conformar los portafolios de fondo que, a través de colocar parte de sus recursos en papeles de ese tipo, incrementen el rendimiento promedio de sus colocaciones, con la mayor rentabilidad que suelen otorgar.

Las fluctuaciones frecuentemente grandes de los mercados de valores en el mundo, y la quiebra de grandes empresas han generado numerosas dudas sobre el buen comportamiento de sociedades inscritas en bolsa, a pesar de estar,

---

<sup>34</sup> La definición de **MECANISMOS DE COBERTURA**: “Son los instrumentos a través de los cuales se busca mitigar el riesgo de pérdida. En todos los casos, los recursos derivados de los Mecanismos de Cobertura harán parte del flujo de caja considerado para la estructuración del proceso de Titularización correspondiente, de acuerdo con la estructura definida para el mismo. Según su origen, los Mecanismos de Cobertura se clasifican en internos y externos.” Lo anterior, se encuentra señalado en el capítulo XV de la Circular Básica Contable y Financiera (Circular Externa 100 de 1995), modificada por la Circular Externa 047 de 2008 de la Superintendencia Financiera de Colombia.



sometidas a la supervisión de auditores de renombre, frecuentemente Internacionales, razón por la cual no son pocos los debates que se han suscitado sobre la eficacia de los controles y la calidad de sus opiniones en cuanto a la sanidad de las empresas y a la confianza que pueden merecerle al público. Por ello debe hacerse énfasis en la conveniencia de que la actuación de las calificadoras sea particularmente cuidadosa, pues por las circunstancias expuestas, es preciso que su opinión constituya un verdadero y sólido respaldo para la toma de decisiones por parte de los inversionistas.

Cabe señalar que para la tasación del riesgo, es preciso tener presente **ESCENARIOS DE COMPORTAMIENTO**<sup>35</sup>, los cuales tratan de medir los escenarios de tensión que se utilizan para proyectar el comportamiento del flujo derivado de los Activos Subyacentes. Con base en estos escenarios, se determinan las condiciones de los títulos emitidos y los riesgos asociados a los mismos. Estos escenarios se logran establecer a partir de la aplicación de metodologías de predicción de comportamiento, como son: información estadística e histórica de los Activos Subyacentes.

Al mismo tiempo, existe el **ESCENARIO ESPERADO DE COMPORTAMIENTO**, el cual es definido por el Emisor para la estructuración del proceso de Titularización, sobre este se proyecta el flujo de caja de los Activos Subyacentes (caja esperada proveniente del contrato de leasing) aplicando factores de riesgo promedio de acuerdo a su metodología interna descrita en el reglamento de emisión correspondiente.

Es así como, la **ESTIMACIÓN RIESGO DE PÉRDIDA**, con fundamento en los escenarios de tensión definidos para la proyección del comportamiento de los Activos Subyacentes y su flujo de caja, se establece la probabilidad de insuficiencia o defecto del flujo de caja en términos de monto y oportunidad, esto

---

<sup>35</sup> El significado de los Escenarios de comportamiento y sus derivados, se tomó del capítulo XV de la Circular Básica Contable y Financiera (Circular Externa 100 de 1995), modificada por la Circular Externa 047 de 2008 de la Superintendencia Financiera de Colombia.

significa el desplazamiento, que podría generarse en la estructura de la emisión para el pago de los títulos emitidos en desarrollo del proceso de Titularización.

Atendiendo a lo expuesto anteriormente, en la titularización de activos generadores de flujos, se deben incorporar mecanismos de seguridad o apoyo crediticio que cubran por lo menos una vez y media el índice de siniestralidad o coeficiente de desviación de flujo de caja.

Se entiende por índice de siniestralidad o coeficiente de desviación de flujo, la evaluación del impacto que tenga sobre los resultados del proceso de titularización, el comportamiento de determinadas variables. Es así como, se debe considerar en la estructuración de una titularización, las proyecciones de los resultados económicos del proceso bajo ciertos escenarios en los cuales se presentaría el mayor riesgo de pérdida o desajuste con respecto a las condiciones externas y/o internas que afecten drásticamente las estimaciones iniciales.

Los mecanismos de cobertura pueden ser internos o externos, y en un proceso de titularización se pueden aplicar alternativamente o en forma combinada. Los **MECANISMOS INTERNOS DE COBERTURA**, consisten en instrumentos implementados dentro de la estructura de un proceso de Titularización considerando exclusivamente las características y condiciones de los Activos Subyacentes que conforman el VPE y su flujo de caja. Puede ser que estos mecanismos hacen parte de la estructuración misma del proceso de titularización y no requieran de un agente externo.

En cuanto a los **MECANISMOS EXTERNOS DE COBERTURA**, son considerados como 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 VPE, tales como garantías de entidades financieras, contratos de apertura de crédito, avales, seguros de créditos, depósitos de dinero, así como los contratos irrevocables de fiducia mercantil en garantía, contratados u otorgados con entidades debidamente autorizadas para el efecto, es decir, requieren de la participación de un agente externo al proceso de

titularización. Los mencionados mecanismos, se explicarán con mayor claridad en el numeral 3.7 del presente capítulo.

Desde luego, todo este proceso carecería de sentido, si no estuviese acompañado por la presencia de **INVERSIONISTAS**. Pero es obvio, que aún si fuese fuerte el mercado de inversionistas particulares, y en la mayor parte de nuestro país no lo es, colocaciones sostenidas de titularizaciones sólo serán posible en la medida en que se fortalezcan los grandes inversionistas institucionales, como las mismas sociedades fiduciarias ya mencionadas, los fondos administradores de pensiones y cesantías y las compañías de seguros o se permita la inversión extranjera.

### **3.3. OBLIGACIONES DE LAS PARTES INTERVINIENTES EN EL PROCESO DE TITULARIZACIÓN DEL FLUJO DE EFECTIVO DERIVADO DE LAS OPERACIONES DE ARRENDAMIENTO FINANCIERO " LEASING"**

Para entrar a hablar de las obligaciones de las partes intervinientes en el proceso de titularización de la caja esperada derivada del contrato de leasing, es preciso determinar en primera instancia las obligaciones que deben guardar el tomador o arrendatario y el dador o arrendador, partes vinculados en la celebración de dicho contrato, para luego culminar con las obligaciones de las partes dentro del proceso de titularización.

#### **3.3.1. Obligaciones del usuario o tomador leasing**

- i) Pagar la renta o precio del leasing, esto es, al momento de analizar la definición del contrato se deben estudiar sus elementos, puesto que el precio es un elemento esencial del contrato que constituye el pago de la prestación del servicio a cargo del tomador o usuario.
- ii) Dar a los bienes el uso adecuado y conservarlos debidamente. El usuario leasing tiene el deber de dar a los bienes que recibe el uso adecuado y velará por la conservación de los mismos, ya que el contrato de leasing beneficia a

ambos contratantes y por tanto responde en el cuidado de los bienes hasta el daño por culpa leve.

- iii) Obligación de efectuar reparaciones locativas. El usuario leasing como tenedor de la cosa, está obligado a efectuar las reparaciones locativas y atender el debido mantenimiento de la misma.
- iv) Asumir las obligaciones y derechos desplazables, en el leasing financiero, el interés económico sobre la cosa corresponde al tomador y por ello, la sociedad leasing transfiere a ese tomador sus derechos y obligaciones sobre ella.
- v) Obligación de restituir los bienes en leasing. Al finalizar el contrato de los bienes dados en tenencia al tomador, una vez terminada la duración del mismo, debe restituir los bienes de que trata el mismo.

### **3.3.2. Obligaciones del dador leasing u obligaciones de los propietarios de los bienes que serán aportados al negocio de titularización**

- i) Adquirir en algunos casos el bien del proveedor, una vez que celebra el contrato de leasing lo primero que deberá efectuar la sociedad arrendadora será adquirir la propiedad del bien entregado en arrendamiento al usuario, del proveedor escogido.
- ii) Obligación de consejo y asesoría, no podemos olvidar que toda la relación contractual se registra sobre una obligación de asesoría que la sociedad leasing ofrece en la etapa precontractual a la tomadora.
- iii) Garantizar el goce del bien, como todo arrendador, la sociedad leasing está obligada a garantizar el goce del bien para el arrendatario durante el término estipulado en el contrato leasing.
- iv) Entregar los bienes según lo convenido, es finalidad primordial del contrato, que el usuario o arrendatario reciba los bienes objeto del contrato. En cuanto a la titularización, aportar la caja esperada derivada de la celebración del contrato de leasing, con el objeto de formar un patrimonio autónomo, cuya finalidad es

dar liquidez mediante la emisión de títulos susceptibles de ser colocados en el mercado de valores, y por último, sanear por evicción.

### 3.3.3. **Obligaciones de la Sociedad Fiduciaria o Titularizadora**

i) Ejecutar la operación de expedición y colocación de los títulos en el mercado de capitales, ii) Emitir los títulos en series continuas con el valor nominal y demás elementos contractuales, iii) Hacer cumplir las disposiciones conforme al reglamento de emisión, iv) Representar los derechos de los tenedores de los títulos, de acuerdo con lo dispuesto en la ley y en el contrato; v) Administrar el negocio derivado de la titularización, vi) Entregar a los tenedores de los títulos, la participación que les corresponde sobre las utilidades que el negocio específico arroje, vii) Pagar a los tenedores de los títulos los intereses que se haya pactado a cambio de la suscripción de los mismo, siempre que haya lugar a esto; viii) Ejercitar las acciones extrajudiciales o judiciales necesarias para la adecuada protección de los activos subyacentes y derechos de los tenedores de los títulos en caso de incumplimiento.

### 3.3.4. **Obligaciones de los Suscriptores de títulos**

i) Pagar a la sociedad fiduciaria el valor nominal de los títulos representativos de cuotas sobre el derecho de dominio de los bienes; ii) Respetar el reglamento de emisión definido para la negociación de los títulos en el mercado primario.

## 3.4. **REQUISITOS ESTRUCTURALES DEL PROCESO DE TITULARIZACIÓN DE LA CAJA ESPERADA DERIVADA DEL CONTRATO DE LEASING**

Vista las partes intervinientes en el proceso de titularización y sus obligaciones, a continuación trataré sobre la existencia de mínimo, tres requisitos para una adecuada estructuración del mencionado proceso, aplicable al ámbito regulatorio colombiano.

En primera instancia, se encuentra la ***transferencia o enajenación en firme de cada uno de los Activos Subyacentes vinculados al proceso de***

**titularización.** Es decir, por parte del Originador a una sociedad fiduciaria, en desarrollo de un contrato de fiducia irrevocable, o a una sociedad Titularizadora para la creación del VPE correspondiente. Como por ejemplo, la tarea desarrollada por el Emisor para la creación de la Universalidad en caso de procesos de Titularización aplicables exclusivamente a los procesos de la titularización de créditos hipotecarios de vivienda, o sea, flujos derivados de contratos de leasing habitacional y demás activos hipotecarios desarrollados por establecimientos de crédito y sociedades Titularizadoras.

Por medio de la transferencia o enajenación en firme de los Activos Subyacentes, sabemos que para la creación de un VPE o patrimonio autónomo se requiere, bien sea de los activos o carteras crediticias para iniciar el proceso de titularización. En la titularización a partir de leasing, lo que se transfiere es el derecho de la compañía de leasing o establecimiento de crédito a recibir el valor de los cánones pactados en el contrato de arrendamiento financiero, o sea no existe activo o bienes que transferir, sino un derecho a recibir un flujo de caja originario del contrato de leasing. Así las cosas, se garantiza que una vez perfeccionada dicha transferencia o enajenación el Originador o Emisor por razón de su condición no tendrán: *“(i) la facultad de ejercer actos discrecionales de disposición o control sobre los Activos Subyacentes (ii) el derecho para exigir unilateralmente cualquier tipo de beneficio derivado de los Activos Subyacentes. Y, (iii) la posibilidad de exigir la restitución de los Activos Subyacentes por razón de las condiciones contractuales definidas para la transferencia o enajenación en firme de tales Activos Subyacentes.”*<sup>36</sup>

De otro lado, está la **separación patrimonial**. Este factor obedece a lo dispuesto en el artículo 68 de la Ley 964 de 2005, que dice que el desarrollo de un proceso de titularización requiere en todos los casos que los activos o carteras que conforman el VPE o patrimonio autónomo; se encuentren separados plenamente del patrimonio de las entidades que los originan y los administran.

---

<sup>36</sup> Capítulo XV de la Circular Básica Contable y Financiera (Circular Externa 100 de 1995), modificada por la Circular Externa 047 de 2008 de la Superintendencia Financiera de Colombia.

Por virtud de la separación patrimonial, se garantiza que los activos subyacentes y su flujo de caja, no son parte de los bienes de las entidades que los originan o administran y están destinados exclusivamente al pago, tanto de los valores emitidos como de los derechos consagrados a favor de las partes con derechos exigibles en el proceso de Titularización, de conformidad con las disposiciones en el reglamento de emisión.

Para explicar con mayor claridad este requisito, se muestra en seguida, las implicaciones que tienen dicha separación en dos contextos, una separación patrimonial material y otra contable.

LA SEPERACION PATRIMONIAL: Consiste que el VPE que se conforme o constituya para el proceso de titularización de que se trate, esté completamente separado y aislado de los demás activos del patrimonio del Originador, del Emisor o el de las entidades que los administran.

Para el efecto, se entiende que el VPE conformado cumple la mencionada condición cuando el Originador, el Emisor o las entidades que lo administran (Sociedad Fiduciaria) no tienen ninguna facultad para: i) Disponer, controlar, limitar, afectar, usar o aprovechar los activos subyacentes o sustituirlos y/o readquirirlos de manera unilateral, ii) Modificar unilateralmente las reglas de funcionamiento del VPE, las condiciones del proceso de titularización o la destinación de los activos Subyacentes, iii) Disolver o liquidar potestativamente el VPE, iv) En los casos de liquidación del VPE en los términos establecidos en el reglamento de emisión, definir potestativamente las condiciones de distribución o asignación de los activos subyacentes.

De modo que en ningún evento el Originador puede tener respecto de los activos (bienes o derechos) titularizados facultades potestativas de disposición, control, afectación o sustitución, readquisición, uso o aprovechamiento sobre dichos activos transferidos o enajenados.

Una vez cumplida la separación patrimonial material, se procede a realizar el registro contable de la utilidad o pérdida derivada de la transferencia o enajenación de los activos vinculados al proceso de titularización.

LA SEPARACION CONTABLE: se da en el momento en el cual se perfeccione la transferencia en firme de los activos vinculados al proceso de titularización, en nuestro caso de la cartera esperada proveniente del contrato de leasing, por parte del establecimiento de crédito a una sociedad Titularizadora o fiduciaria, habrá lugar al registro contable, en cabeza del Originador, de la utilidad o pérdida derivada de dicha transacción. Es decir, la transferencia de la cartera del Originador a la sociedad fiduciaria para la creación del patrimonio autónomo, de manera previa a la titularización se registrara en una primera instancia como un traslado entre las cuentas del activo del originador al rubro de derechos en fideicomiso o inventarios; en contabilidad el pasivo no representa ningún cambio, ya que se vende los derechos sobre ingresos futuros a un precio de hoy.

Una vez se haya realizado el proceso de titularización mediante la emisión y colocación, ya sea total o parcial, de los títulos correspondientes, y la sociedad fiduciaria haya transferido al Originador los recursos recibidos de los inversionistas por suscripción de los títulos, habrá lugar al registro contable de las utilidades derivadas de dicha transferencia de activos de la siguiente forma:

En caso de colocación total de los títulos emitidos, habrá lugar a registrar en cabeza de Originador la utilidad derivada de dichos activos transferidos previamente registrados como ingreso diferido. Para el efecto, el Originador debe disminuir el saldo de la cuenta de Derechos en Fideicomiso, en relación con dicho ingreso. En cuanto a la colocación parcial de los títulos emitidos por el agente de manejo, solamente habrá lugar a registrar en cabeza del Originador la utilidad efectivamente recibida de la transferencia de los activos objeto del proceso de titularización previamente registrados como ingreso diferido, hasta el monto equivalente al resultado de multiplicar el ingreso diferido por el porcentaje de



colocación parcial, para esto, el Originador debe disminuir el saldo de la cuenta de Derechos en Fideicomiso en la proporción correspondiente.

La exigibilidad del pago de los derechos en Fideicomiso estará siempre sujeta al pago previo que le corresponda a: i) Los tenedores de los títulos emitidos y, ii) Los demás titulares de derechos exigibles con cargo exclusivo al patrimonio autónomo, de conformidad con lo definido en el reglamento de emisión y colocación.

Por consiguiente, las sociedades Titularizadoras o fiduciarias, deberán mantener sistemas de información contable independientes de los activos de la propiedad sociedad y de las otras masas o paquetes de activos que formen parte de los procesos de titularización, con el fin de revelar su condición de activos separados del patrimonio de la sociedad y facilitar la evaluación independiente de los riesgos inherentes a cada emisión.

Por lo tanto se colige que, la titularización al ser realizada a través de un contrato de fiducia irrevocable, el cual, le otorga a las sociedades fiduciarias la calidad de administradoras de patrimonios autónomos o a otras instituciones autorizadas por el Gobierno Nacional. En concordancia, el artículo 1233 del Código de Comercio dispone lo siguiente: *“Para todos los efectos legales, los bienes fideicomitados deberán mantenerse separados del resto del activo del fiduciario y de los que corresponda a otros negocios fiduciarios.”* Y forma un patrimonio autónomo afecto a la finalidad contemplada en el acto constitutivo.<sup>37</sup> Así mismo, el artículo 2.5.2.1.1 del decreto 2555 de 2010 en su inciso primero, junto con los artículos 1233 y 1234 del Código de Comercio, en donde los patrimonios autónomos o VPE, conformados en desarrollo del contrato de fiducia mercantil, se constituyen en receptores de los derechos y obligaciones legales y convencionalmente derivados de los actos y contratos celebrados y ejecutados por el fiduciario en cumplimiento del contrato de fiducia. Igualmente, los incisos 2 y 3 del artículo en mención, establece la calidad del fiduciario, es decir, sociedad fiduciaria como: vocero y administrador del patrimonio autónomo.

---

<sup>37</sup> Titularización, Patrimonio Autónomo, colocador y Agente de manejo, concepto 2011073774-001 del 15 de Noviembre de 2011 de la Superintendencia Financiera de Colombia.

Como consecuencia, la separación patrimonial de los valores emitidos con respaldo en los activos o carteras vinculados al proceso de Titularización, no contarán con la garantía patrimonial del Originador o del Emisor. Lo anterior sin perjuicio de que estos puedan otorgar Mecanismos Externos de Cobertura en los casos autorizados en la normatividad vigente.

Por último, el principio de ***indivisibilidad e intangibilidad*** consagrado en el artículo 68 de la Ley 964 de 2005, los activos subyacentes vinculados a los procesos de Titularización, incluyendo los definidos en la ley 546 de 1999, no constituirán prenda general de los acreedores de quienes los originen o administren y estarán excluidos de la masa de bienes que pueda conformarse para efectos de cualquier procedimiento mercantil o de cualquier otra acción que pudiera afectarlos. Por consiguiente, tales activos en ningún caso se restituirán al patrimonio del originador ni al del emisor, del administrador del proceso de titularización o del administrador de los activos, en los casos en que éste se encuentre en concordato, liquidación, o cualquier otro proceso de naturaleza concursal.

Finalmente, los títulos emitidos en los procesos de titularización, no otorgarán a sus tenedores el derecho de solicitar o iniciar procesos divisorios respecto del patrimonio autónomo conformado por los activos subyacentes y/o garantías que los amparen.<sup>38</sup>

### **3.5. ESTRUCTURA APLICABLE AL PROCESO DE TITULARIZACIÓN DEL FLUJO DE CAJA PROVENIENTE DEL LEASING**

Conforme lo explica el Doctor Gustavo Aristizabal, en el proceso de Titularización existen dos tipos de estructuras básicas para la titularización de activos:

---

<sup>38</sup> Artículos 2.21.1.1.4 y 2.21.2.1.3 del decreto 2555 de 2010, Decreto único para el sector financiero, asegurador y del mercado de valores.

1. Estructura de “ traslado”, conocida en inglés como “ *pass-through*”
2. Estructura de “pago”, conocida en inglés como “ *pay-through*”

La estructura de “ traslado o *pass-through*” que es la que comúnmente se utiliza y por ende la que ha sido más desarrollada, es la utilizada en los procesos de titularización de cuentas por cobrar de tarjetas de crédito, préstamos hipotecarios, créditos para la compra de automóviles y alquiler de equipos entre otros.

En esta estructura, la cartera compuesta por los bienes de la entidad originadora, es trasladada al (VPE) también conocido como patrimonio autónomo, que es el que crea los valores o títulos de inversión que son vendidos a los inversionistas. En otras palabras, es la caja esperada derivada del contrato de arrendamiento financiero “leasing” que conforma el patrimonio autónomo para luego emitir títulos, estos valores representan una parte alícuota de los activos o cartera aportadas, por lo que el inversionista adquiere en proporción a su inversión, es decir, una participación en la cartera. Además, todos los pagos de capital e intereses a los inversionistas son administrados por el Administrador del proceso de titularización o Emisor, el cual se encarga del cumplimiento de los derechos a favor de los tenedores de los títulos emitidos proveniente del flujo de caja del VPE.

Por lo tanto, la emisión debe ser por un plazo similar al de la cartera, ya que conforme ingresan los pagos provenientes de la cartera titularizada, los mismos deben de ser transferidos al fideicomiso. De igual manera, conforme ingresa el efectivo de la colocación de los valores, éste es transferido a la entidad originadora.

De otro lado, la estructura de “pago o *pay-through*”, se lleva a cabo cuando el originador transfiere los activos a una compañía de propósito especial (VPE), que emite títulos respaldados por los activos transferidos. El VPE emite valores que luego se constituyen en sus obligaciones. En este caso, a diferencia del anterior, la entidad emisora del título valor compra la cartera en propiedad y emite pasivos en su contra, siendo los inversionistas acreedores de la misma. Es decir, la

sociedad fiduciaria o securitizadora adquiere en firme, a título de compraventa, la respectiva cartera de crédito y emite títulos valores de contenido crediticio que representan un pasivo en su contra, entonces los inversionistas se convierten en acreedores de la susodicha sociedad. Así mismo, el VPE paga el capital y/o intereses en una fecha establecida.

A diferencia de la estructura de “traslado o *Pass-Through*”, no hay restricciones con el manejo del flujo de efectivo, es decir, el pago de intereses y capital a los inversionistas puede no tener relación alguna con el pago de los clientes de la cartera titularizada proveniente del contrato de leasing.

Así las cosas, los valores que se han creado son títulos, lo que ha garantizado la eliminación del riesgo de pre-pago<sup>39</sup> y la recepción de pagos que minimiza la posibilidad del riesgo de “no pago”.

Finalmente, cualquiera que sea la modalidad bajo la cual se estructure un proceso de titularización, sea, bajo la estructura de pago o traspaso, lo cierto es, que el mecanismo le permite a los establecimientos de crédito reemplazar en sus balances generales activos de baja liquidez por activos disponibles, sin necesidad de aumentar su nivel de endeudamiento, ni comprometer su patrimonio lo que, a su vez, se ve reflejado en un mejoramiento de su relación de activos ponderados por nivel de riesgo, teniendo en cuenta que quien emite los correspondientes títulos es la sociedad securitizadora o Titularizadora en un caso y, en otro, la fiduciaria en su carácter de agente de manejo, actúa como vocero y titular jurídico de los bienes que conforman el patrimonio autónomo o VPE.

### **3.6. CLASES DE TÍTULOS EMITIDOS EN EL PROCESO DE TITULARIZACIÓN DEL FLUJO DE EFECTIVO A PARTIR DEL LEASING**

---

<sup>39</sup> El riesgo pre-pago, proviene de la posibilidad que tiene el deudor de pagar sus deudas antes del plazo que originalmente había sido pactado, aprovechando una disminución en las tasas de interés. Lo anterior distorsiona el flujo de efectivo proyectado, con base en el cual se estructuran los títulos, así mismo, este riesgo puede reasignarse o trasladarse en alguna medida a los inversionistas, mediante la creación de títulos que permitan su amortización en un plazo menor al que fueron emitidos. Esta definición ha sido elaborada por la autora de esta tesis, con base en el contenido del libro “Mercados e Instituciones financieras” de Jeff Madura, pág. 208. IBN: 13:978-970-830-079-7.

Conforme a su naturaleza, los títulos que se emitan en el desarrollo de cualquiera de las modalidades de proceso de titularización, en nuestro caso de la cartera esperada del contrato de leasing, satisfacen las prerrogativas de títulos valores. Es decir, que deben mencionar el derecho que incorporan y la firma de quien los crea. Estos deben inscribirse en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios y ser susceptibles a ser colocados mediante oferta pública. En cuanto a la ley de circulación, estos valores pueden ser nominativos o a la orden.<sup>40</sup>

En otras palabras, los títulos valores son por naturaleza negociables, por lo cual los hace aptos para ser objeto de operaciones de cambio. Su utilidad en el mundo de los negocios reside precisamente en la facilidad de las costumbres mercantiles en los diferentes países y las diversas legislaciones contempladas para la circulación de los títulos valores, y por ende, la transmisión de los derechos en ellos incorporados.

Por lo tanto, los títulos que son emitidos en un proceso de titularización constan de tres modalidades: **En primer lugar, los títulos de contenido crediticio.** En virtud del cual se incorporan derechos a percibir la cancelación del capital e intereses en los términos y condiciones señaladas en el título; dichos títulos se asimilan a los títulos de renta fija y los activos que conforman el VPE o patrimonio autónomo y respaldan el pasivo con los inversionistas. **En segundo lugar,** los que se denominan **títulos de participación**, estos son para indicar que el inversionista participa en los resultados de utilidad o pérdida del negocio, es decir, en los que el

---

<sup>40</sup> **Títulos Nominativos:** Art 648 C.Com “<CARACTERÍSTICAS DE LOS TÍTULOS NOMINATIVOS>. El título-valor será nominativo cuando en él o en la norma que rige su creación se exija la inscripción del tenedor en el registro que llevará el creador del título. Solo será reconocido como tenedor legítimo quien figure, a la vez, en el texto del documento y en el registro de éste.

*La transferencia de un título nominativo por endoso dará derecho al adquirente para obtener la inscripción de que trata este artículo.”*

**Títulos a la Orden:** Art 651 C.Com “<CARACTERÍSTICAS DE LOS TÍTULOS A LA ORDEN>. Los títulos-valores expedidos a favor de determinada persona, en los cuales se agregue la cláusula “a la orden” o se exprese que son transferibles por endoso, o se diga que son negociables, o se indique su denominación específica de título-valor serán a la orden y se transmitirán por endoso y entrega del título, sin perjuicio de lo dispuesto en el artículo 648.”

inversionista adquiere una parte alícuota del patrimonio autónomo o fondo, y participa de las utilidades o pérdidas que éste genere. Estos títulos se asimilan a títulos de renta variable y se encuentran normalmente referenciados en unidades de participación. Por lo tanto, pueden ser redimidos antes de la extinción del patrimonio autónomo o VPE, gracias a la liquidación de parte de sus activos o bienes. Por último, **en Tercer lugar los *títulos mixtos***, en los cuales, además de los derechos del título de participación pueden ser amortizables o tener una rentabilidad, en otras palabras, consiste en la mezcla de los dos títulos anteriores. Esto es, que pueden contemplar una rentabilidad mínima o una máxima o las dos. También pueden incorporar derechos de participación y ser amortizables.

Además, la norma señala que no habrá lugar a la acción cambiaria de regreso respecto de los nuevos valores emitidos en los procesos de titularización.

Según lo señalado en el artículo 5.6.1.1.8 del Decreto 255 de 2010, las características de los títulos emitidos en desarrollo de procesos de titularización serían:

1. No puede redimirse antes de un año, no obstante podrán contemplar amortizaciones parciales antes de un año, siempre que la sumatoria de las mismas no superan el 30% del valor del capital del título.
2. Los títulos no podrán tener un plazo superior al de la duración del contrato que dio origen a la conformación del patrimonio autónomo o de la cartera colectiva.
3. Los valores emitidos en los procesos de titularización deben estar incluidos para su inscripción en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios. A menos que se encuentren totalmente garantizados por un establecimiento de crédito o por una entidad aseguradora. Es decir, su manejo se debe presentar a la Superintendencia de Financiera de Colombia, la metodología que se aplicará para la valuación del patrimonio o de las unidades que lo conforman. Finalmente, los valores emitidos en los procesos de

titularización deben estar calificados para su inscripción en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios.

Tenemos en consecuencia que los títulos emitidos del proceso de titularización del flujo de caja originaria del contrato de arrendamiento financiero “leasing”, es de calidad crediticia debido a que dependen directamente de la cartera de crédito que respalda la emisión. En este caso, la cartera o caja que conforma el patrimonio autónomo corresponde a la garantía y a la fuente de pago del pasivo adquirido con los inversionistas, por lo tanto, le corresponde a la sociedad fiduciaria, en su calidad de agente de manejo, adoptar todas las medidas necesarias para obtener el recaudo de los flujos requeridos y así cumplir de manera oportuna con las obligaciones contenidas en los títulos valores emitidos.

De tal manera para minimizar el riesgo de pérdida para los inversionistas, requiere la estructuración del flujo de efectivo esperado de la cartera a titularizar o el índice de siniestralidad<sup>41</sup> de la misma, en buena medida, debe tenerse en cuenta que el comportamiento de la cartera depende de la metodología y de los criterios establecidos por la respectiva entidad originadora para la evaluación del riesgo crediticio inherente a la celebración de operaciones de leasing.<sup>42</sup>

### **3.7. REQUISITOS QUE DEBEN CUMPLIR PARA LA AUTORIZACIÓN DE OFERTA PÚBLICA DE TÍTULOS EMITIDOS EN DESARROLLO DE LA TITULARIZACIÓN DE FLUJO DE EFECTIVO PROVENIENTE DE CONTRATOS DE LEASING**

El mercado público de valores, permite la posibilidad de ingresar cómodamente para utilizar las oportunidades, que bajo la supervisión de la Superintendencia Financiera de Colombia ofrece. En términos concretos, el mercado de valores

---

<sup>41</sup> Artículo 5.6.4.1.2 del decreto 2555 de 2010, Decreto único para el sector financiero, asegurador y del mercado de valores.

<sup>42</sup> Conforme a las instrucciones impartidas por la superintendencia Financiera de Colombia en los términos establecidos en la circular externa 100 de 1995, la metodología de evaluación de riesgo crediticio se obliga a contemplar la estimación de por lo menos, dos elementos: la probabilidad de no pago o tasa de morosidad esperada, de un lado, y, del otro, la estimación de la pérdida en que incurriría la entidad en el caso de incumplimiento del deudor durante un tiempo determinado.

colombiano, es un mercado organizado y moderno, aunque no tan utilizado, el nivel de sus transacciones se ubica por encima de países que se encuentran al mismo nivel del nuestro.

De manera que la normatividad vigente determina que como mínimo se requiere que los títulos emitidos, cuenten con: “ i) *Mecanismos internos o externos de seguridad a efecto de cubrir como mínimo en una vez y medio el índice de riesgo de flujo proyectado. Y ii) Cumplimiento, por cualquier medio idóneo, de las obligaciones que le corresponden al originador sobre la transferencia de los derechos de percepción del flujo al patrimonio autónomo.*”<sup>43</sup>

Así se explica, que una vez establecido el índice de siniestralidad del flujo de caja esperado del contrato de leasing, es preciso incorporar mecanismos de seguridad o de apoyo crediticio, que cubran como mínimo una vez y medio ese índice. Dentro de los mecanismos de seguridad, los artículos 5.6.4.1.5 y 5.6.4.1.6 del decreto 2555 de 2010, detallan los siguientes:

### ***Mecanismos internos de seguridad o de apoyo crediticio***

*Subordinación de la emisión:* implica que el originador o una tercera entidad puede asumir, por medio de la suscripción de una porción de los valores emitidos, el cubrimiento mínimo de una vez y media veces el índice de siniestralidad. A dicha porción se le imputan hasta agotarla, los faltantes de activos, mientras que a la porción no subordinada se destinan en primer término, los flujos requeridos para la integridad del capital e intereses incorporados en tales títulos.

Los títulos que conforman la porción subordinada, sin que por ello pierdan el carácter de subordinados, pueden ser colocados en el mercado, siempre que previamente hayan sido objeto de calificación y que ésta considere el riesgo derivado de su condición de subordinados.

*Sobrecolateralización de la cartera:* Consiste en que el monto de los activos fideicometidos o cartera de crédito fideicometida vendida a la sociedad que obra

---

<sup>43</sup> Revista publicada por la Superintendencia de Valores “Titularización en Colombia, una ventana hacia la modernización financiera”, 1997. ISBN 958-8007-07-0. Pág. 86.



como agente de manejo de la titularización, exceda el valor de los títulos emitidos en forma tal que cubra como mínimo en una vez y medio el índice de siniestralidad. A la porción excedente se imputarán los siniestros o faltantes en cartera.

Exceso de flujo de caja: Este mecanismo es factible cuando existe un margen diferencial o excedente entre el rendimiento generado por la cartera y la tasa de interés pagada al inversionista.

Con dicho exceso se constituirá un fondo que cubrirá el índice de siniestralidad en el cubrimiento mínimo establecido.

Sustitución de cartera: Es el mecanismo de sustitución de créditos que en el curso del proceso varíen de categoría en forma tal que se incremente el riesgo de su normal recaudo. La obligación de sustitución que asume el originador deberá cubrir el índice de siniestralidad en el mínimo señalado.

Contratos de apertura de crédito a través de los cuales se dispone, por cuenta del originador y a favor del patrimonio autónomo, las líneas de crédito para atender necesidades de liquidez de dicho patrimonio, los cuales deberán ser atendidas por el establecimiento de crédito a solicitud del agente de manejo, quien en representación del patrimonio autónomo tomará la decisión de reconstituir el flujo con base en el crédito.

Aval del originador: Las entidades originadoras de procesos de titularización podrán avalar las emisiones de nuevos valores emitidos en desarrollo de tales procesos, cuando se acredite capacidad patrimonial para ello. Esta se determinará estableciendo el excedente sobre los siguientes factores: la sumatoria del capital, la prima en colocación de acciones y las reservas, menos las pérdidas y el valor de las emisiones de bonos y de papeles comerciales en circulación, cuando sea del caso. Tratándose de entidades financieras tal aval se conferirá conforme a la normativa que regula dichas operaciones.

### ***Mecanismos externos de seguridad***

Avales o garantías otorgados por instituciones financieras y aseguradoras, en los casos en que procedan conforme a las disposiciones de la autoridad competente.

Seguro de crédito.

Depósitos de dinero a que se refiere el artículo 1173 del Código de Comercio.

Contratos irrevocables de fiducia mercantil de garantía en los cuales el patrimonio autónomo a cuyo cargo se emiten los títulos tenga la calidad de beneficiario y siempre que:

- a. Los bienes fideicomitidos sean títulos de deuda, emitidos, aceptados, avalados o garantizados en cualquier otra forma por la Nación, el Banco de la República, los establecimientos de crédito vigilados por la Superintendencia Financiera de Colombia; o bonos y papeles comerciales inscritos en bolsa. La Superintendencia Financiera de Colombia podrá autorizar en cada caso, otros títulos que reúnan similares características de seguridad y liquidez que los anteriormente enunciados.
- b. El valor de los bienes transferidos no debe ser inferior al cubrimiento de una vez y media veces el índice de siniestralidad establecido.
- c. Se prevean en forma inequívoca y objetiva las condiciones para la enajenación del bien en caso de incumplimiento de las obligaciones incorporadas en los títulos emitidos en el proceso de titularización.

Por lo demás, en la estructuración financiera de una emisión patrocinada con la caja esperada del contrato de leasing, la clasificación de riesgo efectuada por una sociedad calificadora de riesgo, es otro requisito indispensable para la inscripción del título en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios, para efectos de la autorización correspondiente de oferta pública.<sup>44</sup>

---

<sup>44</sup> Artículo 2.22.1.1.2 del decreto 2555 de 2010, Decreto único para el sector financiero, asegurador y del mercado de valores.

### **3.8. CLASES DE “LEASING” APLICABLE A LA TITULARIZACIÓN DE LA CAJA ESPERADA DERIVADA DEL CONTRATO DE ARRENDAMIENTO FINANCIERO.**

Así se llega al momento, de determinar que clases de leasing pueden aplicarse al proceso de titularización, y para ello se dará inicio a explicar la especialización en el sistema de leasing, y este comienza a darse debido a su consolidación en el mercado y a las recientes disposiciones oficiales que propician el desarrollo de esta actividad.

En Colombia, los Leasing financiero y operativo, han sido los más conocidos y nombrados. Sin embargo, en países industrializados y en distintas economías en desarrollo, se imponen otras formas de Leasing con gran acogida y efectivas proyecciones. Así que el proceso de apertura y modernización de la economía en Colombia abrió las puertas al Leasing internacional como fórmula para que los empresarios logren adquirir los bienes que requiere para su empresa en el exterior, indispensables en los programas de reconversión.

Por lo expuesto, se da paso a las principales clases de Leasing y las características de cada una de ellas así:

- **Leasing financiero:** Es un contrato en virtud del cual, una compañía de financiamiento comercial, entrega a una persona natural o jurídica, denominada el locatario, la tenencia de un activo productivo que ha adquirido para el efecto y que éste último ha seleccionado para su uso y goce, a cambio del pago periódico de una suma de dinero durante un plazo pactado y a cuyo vencimiento, el locatario tendrá derecho a adquirir el activo por un valor residual y la compañía asume el compromiso de transferirle la propiedad después de recibir el valor; o continuar en el arriendo.

Estas operaciones deben registrarse por el valor a financiar de cada uno de los bienes que la entidad previa al respectivo contrato, entrega en arrendamiento al usuario para su uso y goce.

- **Leasing operativo:** Es un contrato en virtud del cual, una persona natural o jurídica, denominada la arrendadora, entrega a otra, llamada la arrendataria, la tenencia de un bien para su uso y goce, a cambio del pago de un canon o renta periódico. Por lo regular, en este tipo de contratos se consagra la facultad a favor del arrendatario de pedir la terminación del contrato en cualquier momento. Como consecuencia de lo anterior la tasa o canon periódico no mira ya en forma exclusiva al periodo de amortización de los bienes, aunque lo tiene en cuenta, sino se incrementa con los costos evaluables derivados de esta eventualidad.

Los elementos esenciales de esta clase de leasing son: la entrega del bien, el pago de un canon o precio del arrendamiento y la vocación del bien para producir renta.

Del mismo modo, el contrato está acompañado de la prestación de una serie de servicios remunerados como mantenimiento, reparación del material, asistencia técnica etc. lo cual marca diferencias en relación con el leasing financiero.

Las diferencias fundamentales de estos, consisten en que en el **financiero** siempre existe una opción de adquisición, pactada desde el inicio del contrato a favor del locatario, mientras que en el **operativo** solo se presenta esta opción excepcionalmente, y de existir, es por el valor comercial del bien.

Como consecuencia de este hecho, los cánones en el leasing **financiero** incluyen una parte del precio del derecho para ejercer la opción de adquisición; en cambio en el **operativo** se hace con base en el tipo de bien que se trate, en el plazo de contrato, en las obligaciones que asuman las partes contratantes y en las condiciones de mercado.

Finalmente, en el **financiero**, la vocación del bien es pasar al patrimonio del locatario, mientras que en el **operativo** consiste en permanecer en poder del arrendador.

De otro lado, Si atendemos a la clase de bienes que necesita el empresario, se logra distinguir entre leasing mobiliario y el leasing inmobiliario:

- **Leasing inmobiliario:** Es un contrato en el cual el bien objeto del leasing es un bien inmueble. De este tipo de leasing, es importante anotar que se rige por las normas generales del leasing (Decreto 913 de 1993) corresponde a un contrato en el cual el bien objeto del leasing es como ya se mencionó un bien inmueble, generalmente es utilizado para el desarrollo de empresas, descartando la posibilidad de ser dirigido a sufragar necesidades de vivienda, pues en tal caso se estaría en presencia del leasing habitacional. Por tanto, al tratarse de un contrato comercial, el bien inmueble objeto de leasing, debe ser susceptible de producir renta.
- **Leasing mobiliario:** Consiste en un negocio jurídico lícito, que no atenta contra el orden público y de las buenas costumbres, por lo tanto, puede ser celebrado en ejercicio de la autonomía privada. Es decir, es un contrato en el cual el bien objeto de leasing es un bien mueble, en este la colaboración que se hace entre el tomador y el dador leasing, va encaminada a que el primero pueda poseer el bien y utilizarlo en su empresa, mientras que el segundo realiza una finalidad financiera, importando poco a poco la opción de compra que se tiene al final, puesto que el bien mueble se ha depreciado, es decir, el uso aventaja la propiedad. No sucede lo mismo en el leasing inmobiliario, donde el valor final del inmueble adquiere por valorización, especial importancia.
- **Leasing habitacional:** Esta modalidad de leasing, ha sido reglamentada por nuestro actual ordenamiento jurídico, el cual tiene como intención orientar la financiación a largo plazo de vivienda familiar y no familiar, cuya

finalidad es acometer la edificación de macroproyectos que permitan generar economías de escala en la obra y en el aspecto financiero.

Dicho de otra manera, el objeto de esta modalidad de leasing, es permitirle al comprador potencial la adquisición de vivienda por medio del arrendamiento financiero, así la familia abona mensualmente al capital, hasta cumplir el plazo pactado, fecha en la cual ya es propietario real y material del inmueble.

Por tanto, resulta imposible que en el leasing habitacional *“el locatario sea una persona jurídica, por cuanto, a diferencia de lo que sucede con las personas naturales, aquellas no requieren de bienes de vivienda y menos para el goce de su núcleo familiar, como tampoco puede predicarse de ellas el derecho de vivienda digna de que trata el artículo 51 de la constitución política.”*<sup>45</sup>

Ahora bien, el artículo 2.28.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010, afirma que la operación de leasing habitacional, consiste en un contrato de leasing financiero mediante el cual una entidad autorizada entrega a un locatario la tenencia de un inmueble para destinarlo exclusivamente al uso habitacional y goce de su núcleo familiar o no, a cambio del pago de un canon periódico, durante el plazo convenido, a cuyo vencimiento el bien se restituye a su propietario o se transfiere al locatario, si éste último decide ejercer una opción de adquisición pactada a su favor y paga su valor.

- **Leasing nacional e internacional:** Esta clase se destaca, por tener la tendencia a explotar las posibilidades derivadas del llamado leasing internacional, Cross border leasing, o sea aquel en el cual la sociedad de leasing y el arrendatario se encuentran bajo la jurisdicción de legisladores nacionales diferentes.

Es la hipótesis de la sociedad de leasing, que se encuentra en un país y arrienda los bienes a un usuario de otro país, debiendo prever todo un

---

<sup>45</sup> Leasing Habitacional, locatario persona natural, concepto 2012055605-001 del 17 de agosto de 2012 de la Superintendencia Financiera de Colombia.

complejo de mecanismos y soluciones específicas para salvaguardar las diferencias que puedan surgir de las distintas leyes aplicables. Por lo tanto, los contratos prevean que las diferencias surgidas entre las partes se sometan a la legislación del país de la arrendadora, Sin embargo, no son pocos los problemas que pueden presentarse, sobre todo los riesgos asumidos por la sociedad, frente a terceros si en el país del arrendatario no existe un sistema de publicidad que les haga oponible los derechos del propietario arrendatario.

Al respecto y luego de un proceso de varios años, bajo los pronósticos del Unidroit, se suscribió en 1988 la convención sobre leasing mobiliario internacional, circunscrita a la modalidad de leasing financiero y aplicable cuando el arrendador y el arrendatario tengan domicilio en Estados diferentes y cuando en los contratos de leasing se prevea que los mismos, serían por los términos de la citada convención.

Detalladas las clases de operaciones de arrendamiento financiero “leasing”, se puede determinar qué clase de leasing puede emplearse en un proceso de titularización, para esto el decreto 2555 de 2010 en su artículo 2.28.1.3.7 señalo las disposiciones a desarrollar en la titularización de contratos de leasing habitacional.

Sin embargo, en su artículo 5.6.9.1.2 del mismo, reiteró lo dispuesto por la Resolución 400 de 1995 de la Superintendencia de Valores, en relación a la posibilidad de estructurar procesos de titularización sobre flujos de caja derivados de la celebración de estos contratos. Porque en teoría, las entidades autorizadas para realizar contratos de leasing, entre ellas encontramos los establecimientos de crédito<sup>46</sup> conforme a su función principal de captar recursos del público, para colocarlos nuevamente a través de operaciones activas de crédito, podrán actuar como originadoras.

---

<sup>46</sup> Al respecto, el artículo 7 y 24 del decreto 663 de 1993 conocido como Estatuto Orgánico del Sistema Financiero (E.O.S.F.), determino que los establecimientos bancarios y las compañías de financiamiento comercial, son establecimiento de crédito que se encuentran legalmente autorizadas para otorgar préstamos y celebrar operaciones activas de crédito.

No obstante, existe una excepción en cuanto al leasing habitacional, en esta modalidad del leasing financiero, *“las sociedades Titularizadoras y las sociedades fiduciarias en su calidad de administradoras de patrimonios autónomos, podrán obrar como originadoras o emisoras, según sea el caso, de títulos representativos de flujos derivados de contratos de leasing habitacional”*<sup>47</sup>, la Superfinanciera, en ejercicio de sus funciones legales, señalará los requisitos y circunstancias para la emisión y colocación de los distintos títulos que se emitan en desarrollo de lo aquí conocido, los cuales deberán promover su homogeneidad y liquidez.

Además, el párrafo del artículo 5.6.11.1.2 del decreto 2555 de 2010, señala la forma como se realiza la transferencia de la propiedad de los activos y sus garantías, objeto de contratos de arrendamiento financiero leasing, manifestando de manera precisa que los procesos de titularización derivados de dicho contrato y bajo cualquiera de sus modalidades, lo cual afirma que no importa que modalidad se esté aplicando, la presente figura jurídica estará sujeta al régimen aplicable a partir de la naturaleza del bien a transferir.

Así las cosas, se concluye que las operaciones de arriendo financiero “leasing” incluida la modalidad de habitacional, trata de un contrato mediante el cual una parte el establecimiento de crédito (propietario del bien o cartera) entrega a la otra parte un activo productivo para su goce y uso, a cambio de un canon periódico durante un determinado plazo convenido, a cuyo vencimiento el bien se restituye al propietario o se transfiere al locatario, si este último decide ejercer la opción de compra que se pacta a su favor.

La movilización de la caja esperada del contrato de leasing, implica la transformación de la cartera en títulos negociables en el mercado de valores, los cuales tienen como respaldo y fuente de pago el flujo de efectivo generado por estos.

En otras palabras, el proceso de titularización cuyos ingresos trata del flujo de caja proveniente del contrato de leasing, radica precisamente en constituir un

---

<sup>47</sup> Artículo 2.28.1.3.7 del decreto 2555 de 2010, Decreto único para el sector financiero, asegurador y del mercado de valores.



patrimonio en base de dicho activo, cuyo único propósito es respaldar el pago de los derechos conferidos a los titulares de valores emitidos con cargo a dicho patrimonio, es decir, comprende así mismo la transferencia de activos al referido patrimonio y la emisión de los respectivos valores.

Ahora bien, analizando el flujo de efectivo esperado derivado del leasing como el activo movilizable, se observa que el decreto reglamentario el decreto 1787 de 2004, derogado por el decreto 2555 de 2010, reitero la definición de arrendamiento financiero consagrado en el decreto 913 de 1993, en tal sentido, la figura del leasing habitacional como activo comúnmente sujeto de titularización; que trae la ley 795 de 2003, goza de las mismas características del leasing o arrendamiento financiero en sentido amplio, con algunas particularidades que no modifican en nada la esencia del contrato en comento.

Lo anterior, permite afirmar que la normatividad vigente respecto a la titularización sobre otros activos (Contrato de leasing), aplica al arrendamiento financiero o leasing en su totalidad, puesto que lo que se moviliza en el contrato de leasing, es justamente, la caja esperada que se deriva de dicho contrato de arrendamiento, lo que en ultimas, exige acudir a la analogía, como alternativa de expansión de la normatividad creada, todo ello, desde luego, sin perjuicio de la aplicación de los principios generales, como informadores del sistema jurídico.

### **3.9. NATURALEZA JURÍDICA DEL PROCESO DE TITULARIZACIÓN PROVENIENTE DEL FLUJO DE EFECTIVO DEL CONTRATO DE LEASING**

La idea que se expresa, trata básicamente en aclarar la naturaleza jurídica del comentado instituto jurídico financiero denominado titularización, cuyo activo titularizable es la cartera o flujo de caja proveniente del contrato de leasing. Pues bien, la jurisprudencia se ha ocupado de la definición del concepto “titularización” como: *“En materia financiera, la titularización de activos se entiende como la conversión de bienes, de cualquier clase, en títulos negociables en el mercado de valores. Esta*

*operación permite que se obtener recursos sin necesidad de recurrir al endeudamiento directo, a través de la movilización de activos.*<sup>48</sup>

Por lo tanto, un proceso de titularización puede llevarse a efecto a partir de contratos de fiducia mercantil irrevocables, evento en el cual las sociedades fiduciarias son parte en el contrato, en condición de agentes de manejo de la titularización, para luego emitir títulos valores que posteriormente serán transados en bolsa.

De ahí que se trate, en realidad, de una fiducia mercantil, en ejercicio de la posibilidad de intervenir en la emisión de títulos de crédito; desempeñar el papel de guardadores, representantes, administradores, etc., todo ello dentro de las opciones que les confiere el derecho civil y comercial; de administrar toda clase de bienes, y en general llevar a cabo toda clase de encargos de confianza que se desarrollan en buena parte por medio de la celebración de un contrato de mandato.

Por ello, obedece a distintas teorías derivadas de la fiducia mercantil, puesto que gracias a este instituto jurídico, los activos generadores de flujo de caja o efectivo, que se pretenden titularizar, conforman un patrimonio autónomo, a través del contrato de fiducia, por parte del originador también denominado fideicomitente y una sociedad fiduciaria, que para efectos del proceso de titularización, se llama agente de manejo, quien se encarga de emitir y ofrecer los títulos en el mercado público de valores, a fin de captar los recursos por razón de la oferta pública de tales valores.

En primera instancia, se encuentra la teoría de mandato, en la cual la sociedad fiduciaria actúa como propietaria o titular de los bienes frente a terceros, celebrando los negocios en su nombre o en el del fideicomiso, si se quiere, pero nunca en nombre del constituyente ni el de su beneficiario. Esto nos lleva a una

---

<sup>48</sup> Corte Constitucional, Sentencia C 897 de 1999 M.P: Eduardo Cifuentes Muñoz.

segunda posible teoría, relacionada al patrimonio afectado, es decir, los negocios derivados de este, radican en la existencia de un patrimonio y una destinación<sup>49</sup>.

Dicho de otra forma, consiste en un patrimonio independiente de todo sujeto de derecho y en que la unidad está constituida por unos activos que son libres dentro de los límites del orden jurídico, esto es, una unidad patrimonial separada del resto de los bienes de la institución fiduciaria, cuando se refiere a libre se hace mención a las posibles incidencias económicas que pueden llegar afectar a fideicomitente en nuestro caso Originador y la sociedad fiduciaria como fiduciario. Lo que lleva a concluir que permite reconocer la autonomía jurídica económica de los bienes transferidos y su íntima vinculación con la preparación de una finalidad.

En última instancia, la transmisión de la propiedad u otros derechos con el objeto de cumplir con ellos una determinada finalidad señalada por el constituyente. Trata, de la radicación en forma exclusiva de los derechos y obligaciones de las partes, ya que están cuidadosamente reguladas en nuestro ordenamiento jurídico, sin dejar opción al abuso, en el sentido de traición a la voluntad del Originador o constituyente.

Por consiguiente, la relación obligatoria consagrada en la norma, explica que la sociedad fiduciaria tenga un derecho de propiedad restringido y limitado a cumplir una finalidad prevista en el contrato. Se trata de una transmisión de propiedad para la obtención de un fin determinado, concluyendo que éste instituto jurídico se encuentra con respaldo legal a partir de lo dispuesto por los artículos 1227, 1233 y 1238 del Código de Comercio.

Se concluye en este capítulo, no sin antes aclarar, que el proceso de titularización del flujo de efectivo proveniente de contratos de leasing, desarrollados para llevar a cabo los proyectos de producción y restructuración que necesitan las empresas, podrán titularizarse, sin perjuicio del acatamiento de los requisitos pertinentes a dichos proyectos para que puedan ser calificados como aptos; esto es, le

---

<sup>49</sup> Giraldo Aristizábal, María Helena, Sanín de Safon, Nohora Lucia, "El Patrimonio especial de la Fiducia Mercantil", Ediciones Excelsior, Bogotá, 1982.

corresponde a cualquier persona natural o persona jurídica, en caso que deseen estructurar un proceso de titularización para cumplir con cada uno de las demandas que requiere su negocio y su propia economía, deben verificar que se cumplan con las normas generales y especiales de titularización; gracias a que las normas de este mecanismo hacen parte de la regulación vigente del mercado de valores, toda vez que permite captar recursos del público a través de la emisión y oferta pública de valores.

Igualmente resulta conveniente citar la siguiente noción publicada por la Superfinanciera que dice: *“A través de la titularización es posible transformar en efectivo activos fijos o de lenta rotación, 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 aquellos. El mecanismo es típicamente fiduciario, porque supone la transferencia de unos activos a un agente, para que con el respaldo del patrimonio conformado por ellos, emita papeles de deuda.”*<sup>50</sup>

Lo anterior, afirma la naturaleza jurídica de la titularización, efectivamente consistente en el desarrollo de un fideicomiso o fiducia mercantil, en su forma más representativa, así pues, lo único que cambia en esta figura jurídica económica es el activo que se moviliza. Sin embargo, es cierto que nuestra normatividad es clara respecto a su adelanto, debido a que su base fundamental son la relaciones jurídicas que existen entre la elección del activo en nuestro caso contrato de leasing, a la transferencia de activos hasta su emisión y colocación en el mercado de capitales, como figura caracterizada como un negocio jurídico bilateral, perfeccionable por el acuerdo de voluntades entre las partes vinculadas, oneroso, conmutativo, de ejecución instantánea o de tracto sucesivo y solemne.

### **3.10. VENTAJAS EN EL DESARROLLO DE LA TITULARIZACIÓN DE ACUERDO AL FLUJO PROVENIENTE DE LA REALIZACIÓN DE OPERACIONES DE ARRIENDO FINANCIERO "LEASING"**

---

<sup>50</sup> Titularización, proyectos cinematográficos. concepto 2012016198-002 del 30 de Abril de 2012 de la Superintendencia Financiera de Colombia.

El arrendamiento financiero o leasing ofrece distintas ventajas, que le dan competitividad en el mercado y origina beneficios a los usuarios, como alternativa de financiación. El leasing es más económico desde el punto de vista del flujo de caja, frente a otras opciones que se ofrecen en el mercado financiero. También se encuentra la facilidad y rapidez con la que pueden adquirir equipos para su explotación inmediata, lo que minimiza los costos de oportunidad implícita en los días en que pueda estar paralizado un proyecto por la demora en la aprobación de las líneas de crédito.

A través de leasing, se liberan recursos de capital de trabajo cuando se obtienen los equipos con financiación a mediano plazo. De igual manera, se financian activos fijos como pasivos a mediano plazo, además, no exige entrega de dinero inicial por parte del cliente, pues se va cancelando a medida que se utiliza el bien objeto del contrato.

Para el usuario o empresas pequeñas y medianas, el pago de los cánones es un gasto deducible de impuestos, que afecta el estado de pérdidas y ganancias; y no el balance, lo que conlleva a mejorar los índices de liquidez y endeudamiento, y por ende garantizando una mejor presentación del balance.

Así pues, con los ajustes del estatuto financiero, en Colombia se amplían las posibilidades de desarrollo para el leasing, mecanismo que pese a las dificultades, seguirá siendo la mejor alternativa para la reconversión industrial.

Todas estas ventajas del leasing como mecanismo financiero, lo hacen atractivo para resolver algunos de los problemas de liquidez existentes en el sistema financiero actualmente, así que se puede llegar a pensar en diversas forma de combinar el leasing, con otras alternativas que ofrece el mercado de valores, para estructurar procesos de financiación de obras de infraestructura, y demás proyectos.

Es así que dentro de la efectividad en la realización de las operaciones de arrendamiento financiero “leasing” aplicada a la titularización, se encuentra la

**profundización del mercado**, ya que es uno de los grandes obstáculos que impiden llegar a un nivel de profundización adecuado del mercado de capitales, es precisamente la escasa oferta de títulos. Por lo tanto, la estructuración de procesos de titularización permite tener disponibilidad de una gran gama de posibilidades de emisión de valores en el mercado.

Adicionalmente esta fuente de financiación, coadyuva en el acceso a nuevos participantes en el mercado para que hayan beneficios, al operar como originadores de procesos, sin verse en la obligación de cumplir con las exigencias que tendrían como emisores de valores.

De igual manera, ayuda a la **obtención de recursos financieros a bajo costo**, puesto que la desintermediación financiera que se logra a través del mercado de valores, dado que el emisor entra directamente con la fuente principal de recursos que son los inversionistas, agregada a la posibilidad de adquirir recursos sin obtener endeudamiento y la opción de lograr ganancias adicionales por la aceleración de los flujos de caja, influyendo en la generación de recursos para la entidad a un costo menor.

Por otra parte, **la obtención de liquidez mediante la rotación de activos**, a través del cual se puede reducir el nivel de endeudamiento. Es decir, se transforman los activos de baja rotación (inmuebles, muebles, créditos, etc.) en títulos negociables en el mercado público de valores, lo cual le permite a la sociedad obtener recursos que se pueden dedicar a: *“i) el desarrollo del objeto social, maximizando así la utilización del capital, ii) reducir el nivel de endeudamiento, iii) reducir el nivel de activos improductivos, iv) la explotación de la línea más rentable del negocio.”*<sup>51</sup> En el caso de las entidades financieras, la titularización se convierte en una fuente alterna de liquidez, diferente a la captación tradicional.

**La supresión del costo de capital asociado y apalancamiento al activo que se titularizara.** Esta opción, ofrece a los intermediarios financieros la posibilidad de ampliar el negocio, al sacar los activos del balance, sin necesidad de incrementar

---

<sup>51</sup> Revista publicada por la Superintendencia de Valores “Titularización en Colombia, una ventana hacia la modernización financiera”, 1997. ISBN 958-8007-07-0. Pág. 48

su nivel de patrimonio. Lo anterior, se fundamenta en el hecho de que en la medida en que se enajenen los activos, desaparecen los riesgos que los mismos representan para el originador. Igualmente, se presenta la **racionalización de costos**, este estatuto jurídico financiero permite aislar un cierto grupo de activos del riesgo general del originador. Esto quiere decir que se logra la creación de instrumentos financieros con niveles de riesgo inferiores a los que podría ofrecer el originador a través de una emisión directa, debido a la selección y aislamiento de los activos. Por otra parte, este crea títulos de acuerdo con las exigencias del mercado, lo cual influye en el costo de fondeo, pues entre más adecuada este la estructura del título a las exigencias del inversionista, menor resulta su exigencia en materia de tasa de interés.

Igualmente, ayuda a **equilibrar la estructura de plazos de activos y pasivos**, ya que permite corregir el escenario de una estructura de plazos, no coincidentes entre activos que origina el riesgo para la entidad, y que el costo de financiamiento no concuerde con los ingresos provenientes de los activos, y que por tal razón, sea incapaz de cubrir sus pasivos. Dicha corrección, opera a través de la titularización de los activos que genera la diferencia con los pasivos, permitiendo la recolocación de los fondos provenientes de este proceso, en activos compatibles con las características del pasivo.

**La financiación de proyectos**, en nuestro país, requiere contar con alternativas de bajo costo para la financiación de proyectos de servicios e infraestructura. Por lo que, la titularización se convierte en una herramienta ideal para proveer de recursos a estos proyectos, mediante modalidades que concuerdan con las necesidades específicas del costo, plazo y otras características financieras.

Así pues, la titularización es un mecanismo de financiación que no afecta a otras alternativas (emisión de acciones, créditos, emisión de deuda, entre otros) dado que no involucra endeudamiento del originador. Además, esta alternativa de financiamiento permite a una entidad tomar riesgos a largo plazo y venderlos, sin perder el cliente. Esto se refleja precisamente, en nuestro caso de la titularización a partir de contratos de leasing, en el cual una entidad propietaria de una cartera a

mediano o largo plazo, con necesidad de recursos inmediatos, al estructurar un proceso de titularización, puede traspasar todo el riesgo de la cartera al proceso y obtener anticipadamente los ingresos que generaría la misma, conservar la administración de los activos propios de los flujos y por ende, no desprenderse del contacto con sus clientes lo que le puede generar nuevos negocios.

De acuerdo a lo antes expuesto, la Securitización otorga al inversionista distintas alternativas de inversión, con posibilidades de obtener por un lado, no solo una rentabilidad, sino beneficiarse con la mejor productividad del negocio, lo cual incrementa la posibilidad de adquirir beneficios cuando el riesgo apropiado es inferior. En resumen, la titularización a partir de contrato de leasing, en general, proporciona a las entidades financieras una liberación de recursos para otorgar crédito, ahorro o capital, lo cual produce una mejor rentabilidad que hace viable la expansión del negocio.

### **3.11. POSIBLES RAZONES POR LAS CUALES NO SE HA DESARROLLADO LA TITULARIZACIÓN A PARTIR DE CONTRATOS DE LEASING EN COLOMBIA**

Se observa en la presente tesis, que el principal motivo por el cual, los procesos de titularización y en especial el derivado del contrato de leasing, no se han aplicado en nuestra economía con la fuerza esperada, debido a la falta de conocimiento que se tiene sobre la materia.

En otras palabras, no creo que se trate de falta de cultura de inversión en el mercado de valores, porque como es sabido el conocimiento es el que invita a las personas a interesarse por nuevas tendencias y mecanismos de carácter financiero, para así contribuir al crecimiento de su economía.

Así las cosas, la información básica en cuanto a la metodología, a aplicar existe y se puede acceder fácilmente a ella, pero tal vez se necesita una parte intermediaria tal como publicidad y otras, para que dicha información se conozca. Los empresarios, han utilizado las mismas alternativas de financiación como son,



el financiamiento de corto plazo, interno y externo, y de igual manera, se acostumbraron a las condiciones impuestas por el sector financiero.

Por otra parte, la Superintendencia Financiera de Colombia ha sido el órgano responsable de difundir todo lo relacionado con los procesos de titularización, pues además de vigilar, controlar e inspeccionar, tienen una función de promoción relacionada con el mercado público de valores. Asimismo, como entidad pública y órgano consultivo del Estado, tiene la obligación de divulgar las nuevas tendencias de financiamiento del mercado que vigila.

Por lo tanto, la Superfinanciera ha cumplido eficazmente con sus funciones, pues aparte de su constante publicación de conceptos, ha realizado comunicados, seminarios y ha celebrado convenios con universidades y otros gremios, lo cual demuestra que se ha dedicado a difundir los procesos de titularización en todo el país, con la finalidad de hacer que este estatuto jurídico financiero; se convierta en fuente de financiación en nuestro país y otros países. De modo, que asegura un desarrollo a nivel nacional de esta figura, y contribuye en el desarrollo legislativo de países con nuestras mismas características.

De otro lado, la bolsa de valores de Colombia, las bancas de inversión y las comisionistas de bolsa, cumplen un papel fundamental en la realización de los procesos de titularización. Puesto que, son sujetos que participan directamente en dicho proceso, debido a que tienen un contacto inmediato con los usuarios y con los mecanismos alternativos de financiación e inversión.

De ahí que, estas entidades son quienes impulsan estos mecanismos, y se ven beneficiadas ya que ese es su principal actividad. Esto quiere decir que quienes deben estar interesados en lograr un constante progreso en el mercado de valores, no se están exigiendo lo suficiente.

Al momento en que se logre divulgar esta información a los interesados en invertir en este tipo de fuente de financiación, se puede hablar de una nueva cultura de inversión, que es lo que hace falta a la hora de tomar la decisión correspondiente

a la adquisición de recursos. Como se mencionó anteriormente, la información, está, pero falta desarrollarla para establecer esa cultura que nos falta y que nos diferencia con países más adelantados en el tema analizado.

### **3.12. ALCANCE DE LA TITULARIZACIÓN DE LA CAJA ESPERADA QUE SE DERIVA DEL CONTRATO DE ARRENDAMIENTO FINANCIERO "LEASING" EN LA CONSTANTE DEMANDA DE RECURSOS**

En nuestro país, al igual que en otras economías que han adoptado esta figura, se puede determinar su alcance en el desarrollo económico, gracias a dos dimensiones, una es el alcance para las empresas, y la otra es su eficacia en el mercado.

Como se mencionó anteriormente, con la promulgación del decreto 2555 de 2010, que es la que regula actualmente el proceso, esta reglamentación, constituye las bases para las titularizaciones llevadas a cabo en el país. A continuación se tratará el tema del alcance de la titularización frente a la demanda de recursos en las empresas.

Para los negocios, la titularización potencia el crecimiento de estos, debido a que permite convertir en líquidos los activos ilíquidos o de difícil transacción, o aquellas propiedades de las que necesariamente la empresa no puede ceder la propiedad y de esta forma, se tiene acceso a recursos que antes estaban inmovilizados, pero el factor más importante, es que moviliza los flujos de caja al liberar recursos.

Básicamente, la empresa lo que realiza es seleccionar los activos que le interesa titularizar, en nuestro caso el contrato de leasing, conforma una cartera que luego se dividirá en fracciones, que son los títulos que posteriormente serán colocados en el mercado público de valores.

Lo anterior, facilita la ejecución de proyectos, ya que ofrece a los negocios el acceso a recursos que no constituyen deuda, y que provienen de los inversores directamente, es decir, minimiza los costos de intermediación contenidos en cualquier crédito ofrecido por la banca comercial. Además, este proceso permite

mejorar la estructura de capital de la empresa, a través de la disminución del nivel de endeudamiento, esto es, reduciendo los activos fijos o improductivos para transformarlos en capital de trabajo o recursos para la inversión de proyectos.

De esta manera, las razones por las que demandan efectivo o capital los negocios, son básicamente las siguientes: i) Una demanda por transacciones, ii) Una demanda por precaución o seguridad, y iii) Una demanda especulativa.<sup>52</sup> Lo anterior, es gracias a que la administración del efectivo dentro de la planeación financiera de cualquier negocio público o privado, se constituye básicamente en la consideración de los flujos de caja para proyectar las consecuencias de las decisiones de: inversión, financiación y dividendos de la misma.

La titularización en general proporciona un mayor avance en el mercado de capitales, debido a que amplía las opciones para invertir, ayuda a profundizar la productividad, además, de que en su mayoría los títulos emitidos por esta figura tienen buenas calificaciones de riesgo, lo que significa que representan una alternativa bastante segura para los inversores. Como antes se anota, se constituye en una alternativa de financiamiento de recursos, lo que ayuda a disminuir los costos de capital en el mercado, ya que suple la intermediación financiera por una mediación directa.

### **3.13. TERMINACIÓN DE LA TITULARIZACIÓN DEL FLUJO DE EFECTIVO PROVENIENTE DEL CONTRATO DE LEASING**

Antes de hacer referencia a la terminación de la titularización del flujo de caja proveniente del contrato de leasing, es importante platicar sobre la extinción de este contrato, teniendo cuenta que este es la base mediante el cual se adquiere la cartera a titularizar. La forma normal de dar por terminado el contrato de leasing, es por el vencimiento del término, puesto que la duración del contrato debe comprender aproximadamente la vida útil<sup>53</sup> estimada para el bien por las partes al momento de celebrar el contrato. Además, si el objeto del contrato es la

---

<sup>52</sup> Las tres razones por las que demandan efectivo los negocios, se encuentran basadas en la TEORÍA DE JOHN MAYNER KEYNES. Lo anterior, se encuentra en el libro de Milton H. Spencer "Economía contemporánea", pág. 152.

financiación del uso y goce de un bien, esta no se requiere por más tiempo que el que se estime.

Por otra parte, el tomador leasing tiene una triple opción al finalizar el contrato: i) la de comprar el equipo, ii) la de continuar con el leasing y iii) la de restituir los bienes a la sociedad arrendadora o dadora. Esto es lo normal en los contratos de leasing; sin embargo, las partes pueden establecer otra opción.

Las opciones antes expuestas, permiten reafirmar la naturaleza propia del leasing, donde la sociedad dadora demuestra su interés financiero y su falta de vocación por la posesión de los bienes que adquirió y dio en leasing, bienes que nunca ha disfrutado directamente en su poder. Por lo tanto, si el tomador utiliza la opción de comprar el bien, se hará dueño de los equipos cuyo goce ha venido disfrutando por un mejoramiento del título, que de sola tenencia pasa a ser traslativo de dominio<sup>54</sup>.

Ahora bien, no es acorde a la naturaleza del leasing que la cláusula de opción de compra permita ejercitarla en cualquier momento antes de la terminación contrato. Es decir, en principio la estipulación es lícita, pero desnaturaliza la esencia del leasing e induce a pensar en la presencia de una venta simulada.

No obstante, cuando el usuario trata de una persona jurídica que opta por comprar el equipo, se presente un movimiento contable interesante, el cual genera

---

<sup>53</sup> El concepto de *VIDA ÚTIL*, “trata de una estimación probable que hacen las partes, puede suceder que en la realidad la vida útil de ese bien se extienda o se acorte por diferentes motivos. Por ejemplo, la aparición de nuevos equipos en el mercado con una mayor eficiencia traerían como consecuencia la obsolescencia de los equipos; aunque puede ocurrir que luego de la vida útil prevista para un bien, esta continúe siendo económicamente rentable.” Lo anterior, fue tomado del libro de ARRUBA PAUCAR, Jaime Alberto, “Contratos Mercantiles Tomo II- Contratos atípicos”, 5° Edición, Editorial Biblioteca Jurídica Dike, Medellín, 2004, Pág. 164.

<sup>54</sup> Artículo 754 núm. 5 del Código Civil. “<FORMAS DE LA TRADICION>. La tradición de una cosa corporal mueble deberá hacerse significando una de las partes a la otra que le transfiere el dominio, y figurando esta transferencia por uno de los medios siguientes: (...)

5o.) Por la venta, donación u otro título de enajenación conferido al que tiene la cosa mueble como usufructuario, arrendatario, comodatario, depositario o a cualquier otro título no traslativo de dominio; y recíprocamente por el mero contrato en que el dueño se constituye usufructuario, comodatario, arrendatario, etc.”

capitalización empresarial; en otras palabras, la empresa decide incorporar el activo fijo a su activo total por un valor residual, las valoraciones que haya experimentado dicho bien constituye lo que algunos contadores denominan utilidades de tenencia que elevan los activos de la empresa.

El leasing puede terminar por causales anormales, como la destrucción de la cosa o bien objeto del contrato, la declaración judicial que ordena la terminación del negocio jurídico. Para esto, no importa si la pérdida total del bien ocurrió por circunstancias fortuitas o culpables, igualmente termina el contrato; lo que realmente interesa saber, si hubo culpa del tomador para la correspondiente indemnización de perjuicios<sup>55</sup>.

Bajo este entendimiento, si el contrato de leasing en nuestro país no posee una regulación legal propiamente dicha, debe aceptarse, entonces, que no puede ser gobernado exclusivamente, por reglas que le son propias a negocios jurídicos típicos, por afines que estos sean, entre ellos, por vía de ilustración, el arrendamiento; compraventa con pacto de reserva de dominio, el mutuo, etc. Lo anterior, permite concluir la exigencia de acudir a la analogía, como mecanismo de expansión del derecho positivo, todo ello, desde la perspectiva que sin perjuicio de la aplicación de los principios generales, como orientadores del sistema jurídico.

Finalmente, la terminación del proceso de titularización a partir de la caja proveniente del contrato de leasing, concluye por las siguientes causas: i) Por haberse suscrito todos los títulos emitidos, en caso que la administración del negocio correspondiente no haya sido asumido por la sociedad Titularizadora o Fiduciaria; ii) Por no haberse colocado dentro del plazo previsto, todos los títulos cuyo valor acumulado fuese indispensable recaudar por la sociedad Fiduciaria para llevar a cabo el negocio programado; iii) Por disposición de autoridad competente (Superfinanciera); y iv) Por disolución de la sociedad Fiduciaria, si no

---

<sup>55</sup> Artículo 2003 ibídem, ya que para el caso es aplicable la norma del contrato de arrendamiento que establece que la terminación del contrato por culpa del arrendatario le obliga a indemnizar perjuicios, y especialmente, al pago de la renta o canon por el tiempo que falte hasta la expiración del plazo estipulado.

se dispuso en su momento que el negocio continuase con un tercero que obrase en su calidad de cesionario en el contrato de fiducia.

De esta forma, se da por terminado el presente capítulo dedicado solo a explicar e identificar la figura de la titularización a través del contrato de leasing, buscando exponer sus principales características, planteando a continuación, las relaciones jurídicas emanadas del Contrato de Leasing, como el objeto sujeto de titularización.

**CAPITULO 4: RELACIONES JURÍDICAS QUE CONFORMAN LA  
TITULARIZACIÓN DEL FLUJO DE EFECTIVO PROVENIENTE DEL  
CONTRATO DE LEASING DE ACUERDO CON EL ACTUAL  
ORDENAMIENTO JURÍDICO**

En el presente capítulo se pretende *detallar cada una de las relaciones jurídicas que conforma la Titularización de flujos de efectivo provenientes del contrato de leasing de acuerdo con el actual ordenamiento jurídico*. Para dar inicio a la explicación de dichas relaciones jurídicas constituidas en el presente mecanismo jurídico y económico mediante el cual se transfiere y se aísla en un patrimonio autónomo o VPE los flujos de caja futuros derivados del contrato de arrendamiento financiero; con el objeto de maximizar la utilización de recursos de las empresas y empresarios.

Se puede afirmar, que el presente proceso de titularización en conjunto con el arriendo financiero “leasing” puede tenerse en cuenta como una alternativa de financiación empresarial, puesto que, se obliga la existencia en el mercado público de valores a unas circunstancias ideales, es decir, debe haber gran liquidez y un mayor dinamismo en las oportunidades de compra y venta que se desarrollen.

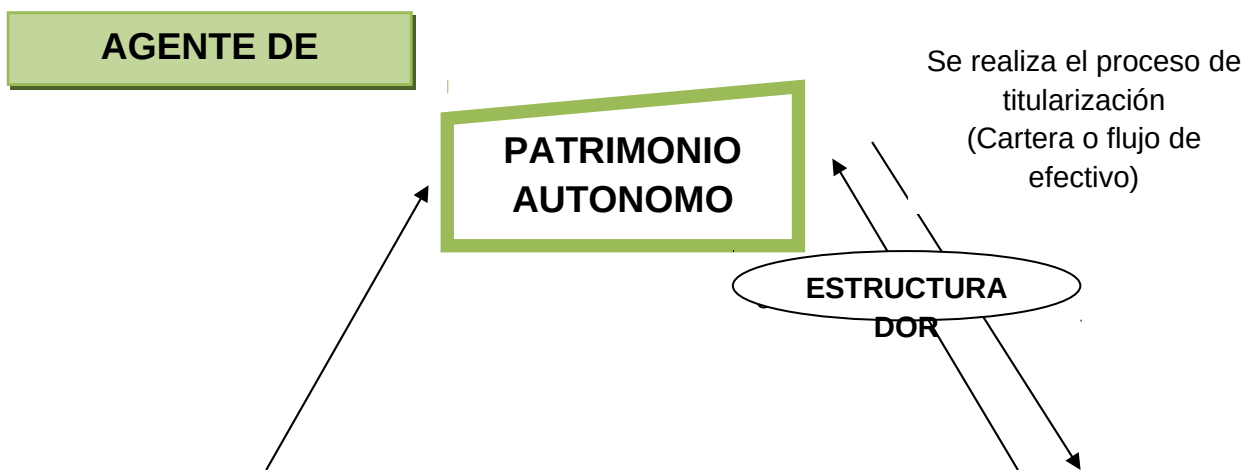
Lo anterior, se logra principalmente a través de la estimulación del mercado secundario de títulos existentes, aparte, de la estructuración de nuevos instrumentos financieros de alta bursatilidad en el Mercado primario. Así que, resulta indispensable entonces la intervención del Gobierno en la legislación, para la creación de beneficios financieros y de nuevas transacciones en el mercado, además de constituir políticas económicas encaminadas al control de las variables macroeconómicas como: la inflación, las tasas de interés, los tipos de cambio y las tasas de ahorro para generar incremento económico, y ayudar al mercado de valores a que tenga una expansión apropiada.

De ahí que, es pertinente tener presente que una de las variables más importantes, en que el Gobierno debería influir por medio de sus políticas macroeconómicas es precisamente en la obtención del ahorro o capital, ya que si la economía no logra generar ahorro para invertir, se debe trasladar esa necesidad de recursos, a través de endeudamiento externo público y privado, lo que acarrea el aumento del déficit fiscal y un superior desequilibrio en la economía nacional.

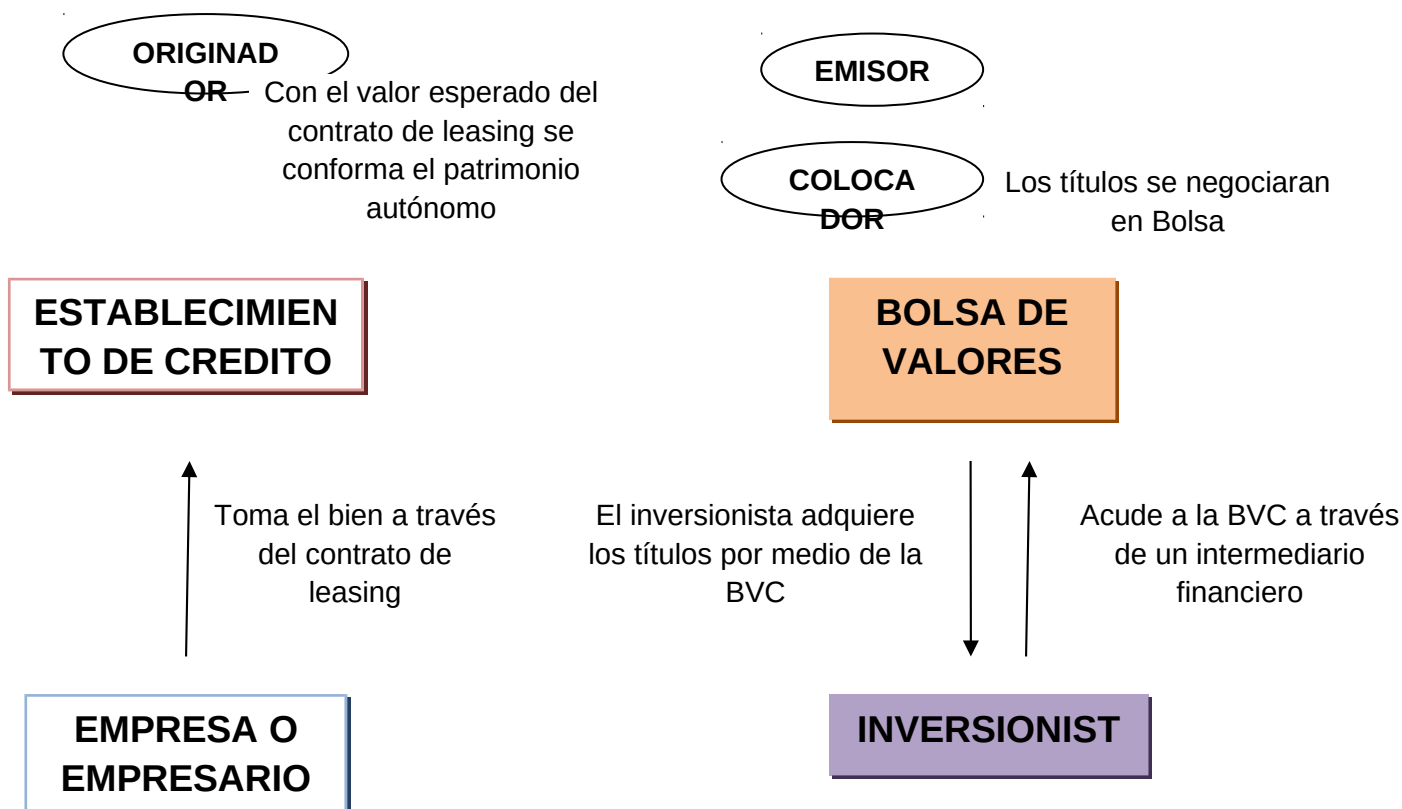
Para mejor entender, se expone el siguiente ejemplo: una empresa X decide cambiar su infraestructura, maquinaria y equipo; las alternativas que tiene son, endeudarse con créditos externos usualmente derivados de la banca comercial, lo cual ayuda a que nunca se dinamice el mercado de capitales.

Lo anterior es importante, pues la titularización es vista como una fuente de financiamiento a largo plazo, que permite a una empresa bien sea pública o privada, transformar sus activos o bienes generadores de flujo de ingresos, actuales o futuros, en valores negociables en el mercado de valores, posibilitando de esa forma la obtención de liquidez en las mejores condiciones por costo financiero.

Ahora bien, al realizar una detallada descripción de las relaciones jurídicas que se tratan en esta importante reglamentación jurídico financiera; teniendo como precedente que la titularización es considerada una fuente de financiamiento empresarial, debido a la transformación de activos ilíquidos en activos financieros transables en el mercado de valores, por el proceso de titularización cuyo activo movilizable es la cartera emanada del contrato de arrendamiento financiero "leasing", se puede entonces determinar que la conformación del proceso de titularización; procede de la transferencia de los activos proveniente de este contrato atípico; para constituir un patrimonio autónomo, a través de un contrato de fiducia mercantil irrevocable. Es decir, se puede iniciar dicho proceso a partir de la constitución de fondos o patrimonios con sumas de dinero destinadas a la adquisición del activo objeto del contrato de leasing.







**Grafico 6: Esquema del Proceso de Titularización del flujo de caja proveniente del Contrato de Leasing. Fuente: elaboración propia.**

Al respecto, el Decreto 2555 de 2010 reiteró lo dispuesto por la Resolución 400 de 1995 emitida por la sala general de la Superintendencia de Valores, en que se determinó que por medio del mecanismo jurídico financiero estudiado, las compañías de financiamiento comercial y bancos podrán, afectar su cartera de créditos proveniente de la celebración de operaciones leasing como garantía y fuente de pago de la emisión de títulos valores destinados a su colocación entre los inversionistas y cuyos servicios de amortización e intereses se correlacionan con los servicios equivalentes de la cartera de créditos titularizada.<sup>56</sup>

<sup>56</sup> Refiriéndose a este tema, SILVIO LISOPRAWSKI, en su libro "Fideicomiso: Dominio Fiduciario. Securitización", manifiesta que a través de la titularización se acelera "... el ciclo del flujo de distintos negocios, utilizando como base diversos activos agrupados y creando con ellos estructuras convenientemente aisladas para que aseguren un grado suficiente de garantías de las fuentes de financiamiento que se alcanzaran mediante la colocación de títulos valores o participaciones en el flujo de fondos producido por esos activos subyacentes..." Editorial Depalma,

Enfatizando, lo que se moviliza en el contrato de leasing, es justamente, el efectivo en caja esperado y que se deriva del contrato de arrendamiento financiero. Por lo que la transferencia, para la consolidación del patrimonio autónomo constituido por el valor esperado derivado del contrato de leasing, transferido por el Originador, más que aporte de la posición contractual, significa aporte de la cartera de créditos derivados de tal circunstancia.

En consecuencia, los pasos a seguir en un proceso de titularización cuyo flujo de caja proviene de operaciones de arriendo financiero “leasing” se describen a continuación, así:

1. Conforme a la naturaleza del activo a titularizar, se realiza un análisis con la finalidad de seleccionar el modelo que mejor se adapte a las necesidades del caso particular.<sup>57</sup> Una vez efectuado el análisis, se produce la entrega y se hace seguimiento de los bienes (inmueble o mueble) objeto del contrato de leasing. En otras palabras, el establecimiento de crédito, efectúa un contrato de arrendamiento financiero “leasing” sobre los bienes tomados, con los usuarios respectivos, de manera que se logre realizar un desplazamiento de los activos del balance de la Empresa hacia un patrimonio autónomo que esté a cargo de un agente de manejo de la titularización, este patrimonio debe adquirir, ya sea al momento de su constitución o posteriormente, el activo o la cartera a titularizar.

---

1995, página 2.

<sup>57</sup> Tratándose en este tema, El capítulo VIII del título III de la Circular Básica Jurídica en concordancia con el capítulo II de la Circular Básica Contable, ambas de la Superintendencia Bancaria hoy Superintendencia Financiera de Colombia, instruye a las compañías de financiamiento ( Establecimiento de crédito) para que, antes de firmar los documentos a través del cual se instrumente una operación de leasing, le suministren debidamente documentada al potencial cliente la siguiente información: *“Alcance del contrato, descripción clara de la operación de leasing, los requisitos que se deben cumplir para acceder a la operación, las características especiales de las operaciones de leasing y su proyección financiera. Así como también, tienen la obligación de remitir anualmente a los usuarios la información concerniente al comportamiento histórico del contrato, indicando para el año inmediatamente anterior como se aplicaron los cánones, el saldo por amortización, los valores por costos financieros, seguros y otros conceptos, y una proyección del contrato para el año en curso.”*

2. Celebrado el contrato de leasing, aparece en escena la primera relación jurídica **Originador y Agente de Manejo** de la figura en estudio, consiste que el establecimiento de crédito quien tiene la calidad de Originador, transfiere directamente el título representativo del derecho a recibir un flujo de efectivo originado en los cánones pactados o mediante la cesión del contrato que le da origen (activo subyacente) a un patrimonio autónomo. Es decir que, se incorporan los cánones del contrato de arrendamiento en un patrimonio autónomo o VPE, conformado por los flujos de caja de los cánones establecidos en el contrato; como activos subyacentes del producto, teniendo como garantía los propios bienes objeto de los contratos de leasing.

Sin embargo, la posibilidad de estructurar procesos de titularización con base en los flujos de caja derivados de la celebración del contrato de leasing bajo cualquiera de sus modalidades, el artículo 2.28.1.3.7 del decreto 2555 de 2010, establece que las entidades autorizadas para realizar contrato de leasing, las sociedades Titularizadoras y las sociedades fiduciarias en su calidad de administradoras de patrimonios autónomos, podrán obrar como originadoras o emisoras, según sea el caso, de títulos representativos de flujos derivados del contrato de leasing.

Lo anterior, permite aclarar que a través del presente mecanismo jurídico financiero, las compañías de financiamiento comercial y los bancos podrán, afectar su cartera de créditos proveniente de la celebración de operaciones de arrendamiento financiero “leasing”, como garantía y fuente de pago de la emisión de títulos destinados a su colocación entre los inversionistas y cuyos servicios de amortización e intereses se correlacionan con los servicios equivalentes de la cartera titularizada.

Como resultado, la transferencia o enajenación de los activos o cartera a titularizar, se entenderá perfeccionada con: la transferencia del título representativo del derecho sobre el activo o mediante la cesión del contrato que lo origina. En otras palabras, se titularizan los flujos de las cuentas por cobrar futuras en nuestro caso los cánones. Dado que el Originador que recauda los flujos debe dar una garantía de pago de los títulos que se emitan, respecto del cual transfiere los derechos de percepción del flujo al patrimonio autónomo. Siendo dicha obligación lo que se contabiliza en el balance general de la sociedad fiduciaria, lo notorio de este tipo de titularización es que no existe activo para trasladar desde el punto de vista contable y financiero, por lo que la constitución del fideicomiso es diferente, ya que a medida que se hacen efectivas las cuentas por cobrar, éstas se trasladan a la sociedad fiduciaria o de fideicomiso que tiene la calidad de agente de manejo, para pago a los inversionistas, por lo que la garantía que ha sido aportada en un inicio puede regresar proporcionalmente al originador.

De modo que, los procesos de titularización de activos no hipotecarios derivados de contratos de leasing bajo cualquier de sus modalidades, transfiere la propiedad de los bienes muebles o inmuebles objeto de dichos contratos, a la sociedad fiduciaria o Titularizadora de activos no hipotecarios mediante la cesión del contrato de arrendamiento financiero correspondiente. Para tal efecto, en el documento de cesión se deberá dejar constancia de que la misma tiene por fundamento exclusivo el desarrollo de un proceso de titularización, dicha transferencia no genera derechos de registro, gastos notariales o impuestos de timbre.

Luego, los procesos de titularización estructurados a partir del flujo de efectivo provenientes de contratos de leasing, según la normatividad, se estableció que deben incorporar mecanismos internos o externos de seguridad para cubrir la siniestralidad, señalando además, que el originador debe respaldar por cualquier medio idóneo el cumplimiento de las

obligaciones que le corresponden en desarrollo del contrato, respecto del cual se transfieren los derechos de percepción del flujo al patrimonio autónomo,<sup>58</sup> ya que los bienes que son entregados en arrendamiento financiero “leasing” deberán estar amparados por alguna póliza de seguros, la cual cubra riesgos como por ejemplo: contra incendios, daños por agua, terremoto, rayos, explosión, actos malintencionados de terceros, u otros.

Se debe tener en cuenta, que al originador se le exige respaldar, por cualquier medio idóneo a juicio de la Superintendencia Financiera de Colombia, el cumplimiento de las obligaciones que se deben cumplir una vez se hayan armado los derechos. ¿Cómo lograrlo?, por medio de los mecanismos de seguridad antes citados, pues, estos siempre serán constituidos a favor del agente de manejo y consisten en ciertos recursos que, frente al incumplimiento del originador, pueden ser utilizados por aquel para subrogarse en el cumplimiento y evitar de esa manera, con justa causa, que el arrendatario o usuario suspenda el pago del flujo esperado.

Esta circunstancia nos indica, que la movilización no releva a la compañía de financiamiento comercial o bancos, de su calidad de parte, dentro de los contratos; de otro lado, el rendimiento de la inversión hecha por el público en el mercado de capitales, dependerá tanto de la calidad crediticia de los arrendatarios como de los arrendadores que hacen las veces de originador.

Respecto al título representativo del derecho sobre el activo, o cartera derivada del contrato de leasing, constituido como fuente de pago de la emisión de los títulos, en base de las proyecciones financieras y la

---

<sup>58</sup> Artículo 5.6.9.1.2 del decreto 2555 de 2010, Decreto único para el sector financiero, asegurador y del mercado de valores.

estimación de su riesgo de pérdida, requiere cumplir necesariamente ciertas calidades especiales:

- Que genere un flujo de efectivo matemática o estadísticamente predecible generado por los activos titularizables<sup>59</sup>. Dicho flujo originado en el pago de las cuotas periódicas, a cargo de los usuarios, del pago de las cuotas extraordinarias y en algunos casos de las opciones de adquisición, cuando éstas también han sido titularizadas<sup>60</sup>.

Para los efectos de lo que aquí se trata, el artículo 2.28.1.2.1 literal h) del decreto 2555 de 2010, faculta a las compañías de financiamiento comercial o bancos exigirle al usuario de las garantías que a su juicio considere necesarias, para garantizar el cumplimiento de las obligaciones derivadas del contrato las que tendrán los mismos efectos de una clausula penal.<sup>61</sup>

- Cuando la rentabilidad de la cartera de crédito a titularizar sea superior a la que perciban los inversionistas, así como, la efectividad

---

<sup>59</sup> Artículo 5.6.4.1.1 del decreto 2555 de 2010, Decreto Único para el sector financiero, asegurador y del mercado de valores.

<sup>60</sup> Refiriéndose al tema, ARISTIZABAL TOBON, Gustavo, en su libro "Introducción a la titularización de activos", hizo mención a "... La calidad crediticia de la emisión y el riesgo de pérdida para el inversionista recaen en la calidad de los arrendatarios. En los contrato de leasing abiertos u operativos, en los cuales se amortiza el bien a lo largo del contrato, y la compra de este queda a opción del arrendatario por el valor del mercado, resulta un poco complicado y algo riesgoso para el inversionista el titularizar el valor remanente del bien, por cuanto que no se sabe a ciencia cierta el valor futuro del flujo de caja proveniente de dicha venta...."

<sup>61</sup> Sobre el particular, la practica negocial que en general muestra las empresas de leasing suelen exigirle a los usuarios la constitución de una garantía personal de carácter cambiario, mediante el otorgamiento de un pagare con espacios en blanco en el que se incorpora la obligación a cargo de estos de pagar los cánones por concepto del uso y goce del bien objeto del contrato. De hecho, la emisión del referido pagare no implica una novación objetiva o una dación en pago que extinga la obligaciones a cargo del tomador de satisfacer las cuotas periódicas en los términos y condiciones estipulada contractualmente, a menos que las partes así lo estipulen expresamente. En este sentido, las empresas de leasing también les exigen a los usuarios un seguro de vida, cuyos beneficiarios son las propias empresas de leasing, el cual apunta a contar con una garantía a parte para asegurar el pago de las obligaciones del contrato de leasing.

del presente mecanismo requiere necesariamente la transferencia de la cartera a titularizar, con la finalidad de obtener la libre circulación de recursos e incrementar la capacidad de operación de las entidades responsables de la realización de operaciones de leasing,

Lo que genera un flujo de caja o efectivo<sup>62</sup>; utilizable en el pago de los derechos incorporados en los títulos, deudores, el patrimonio autónomo, y los mecanismos de garantía incorporados al proceso.

En tal sentido, existen dos modalidades básicas a través de las cuales puede estructurarse un proceso de titularización de créditos provenientes de contratos de leasing, (explicadas en el capítulo 3 en su numeral 3.5 del presente trabajo de grado). En síntesis, bajo la estructura de traspaso o pass through, la sociedad fiduciaria, en su calidad de vocera y titular jurídica de la cartera de crédito fideicomitida, se obliga, a emitir los respectivos títulos y a recaudar los dineros provenientes de su colocación.

No obstante, tanto bajo la estructura de pago como la de traspaso, los documentos emitidos por titularización, que tienen el carácter y las prerrogativas propias de títulos valores, sujetas a las reglas previstas para la negociación de los mismos, cuando cumplan los siguiente requisitos: i) Contengan la mención del derecho que incorporan y la firma de quien los crea, ii) Incorporen derechos de participación o de contenido crediticio o sean de naturaleza mixta, iii) se inscriban en el Registro Nacional de Valores y Emisores y iv) Sean susceptibles de ser colocados mediante oferta pública<sup>63</sup>.

---

<sup>62</sup> La definición de flujo de caja, se ha tomado del decreto 2649 de 1993, el cual considera dentro de los estados financieros básicos el estado de flujo efectivo, y señala que este debe presentar un detalle del efectivo recibido o pagado del periodo determinado. *“El flujo de efectivo tradicionalmente recibe diferentes nombres como flujo de caja o flujo de tesorería, en cualquier caso representa el movimiento de entradas y salidas de efectivo de un periodo determinado y el saldo del efectivo al final de ese periodo”*. De modo que, el objetivo que se persigue con la preparación del flujo de caja es proporcionar una fuente de información, tanto a los administradores como a posibles inversionistas para el control y administración, y para tomar decisiones de inversión.

La calidad crediticia de emisión, depende de la calidad crediticia de la cartera fideicomitida, la estructuración del proceso de titularización exige claridad en cuanto a qué entidad actúa como administradora, y vale la pena decir, que ésta entidad se encarga de la conservación, custodia y administración de dicha cartera, así como del recaudo y transferencia al agente de manejo de los recursos o flujos de caja proveniente de la misma. Aunque la calidad de Administradora puede recaer en la misma Originadora, o en la sociedad fiduciaria, o en una entidad diferente, cualquiera que sea el caso, la acción de aquella no exonera de responsabilidad al agente de manejo en la realización diligente de los actos necesarios para el éxito de la finalidad del proceso de titularización.

3. Constituido el patrimonio autónomo, **el agente de manejo y la Superintendencia Financiera de Colombia**, realizan la valuación al patrimonio, es decir, el agente de manejo presentara a la Superfinanciera el método o procedimiento de valuación del patrimonio autónomo con cargo al cual se emiten los valores, dicha valuación estará sujeta a las instrucciones

---

<sup>63</sup> De conformidad con lo dispuesto el artículo 6.1.1.1.1 del decreto 2555 de 2010, “Se considera como oferta pública de valores, aquella que se dirija a personas no determinadas o a cien o más personas determinadas, con el fin de suscribir, enajenar o adquirir documentos emitidos en serie o en masa, que otorguen a sus titulares derechos de crédito, de participación y de tradición o representativos de mercancías.

*No se considerará pública la oferta de acciones o de bonos obligatoriamente convertibles en acciones que esté dirigida a los accionistas de la sociedad emisora, siempre que sean menos de quinientos (500) los destinatarios de la misma.*

*Tampoco se entenderá como pública la oferta de acciones resultante de una orden de capitalización impartida por autoridad estatal competente, dirigida exclusivamente a accionistas de la sociedad, o la que tenga por objeto capitalizar obligaciones de la misma, siempre y cuando se encuentren reconocidas dentro de un proceso concursal en el que se haya tomado tal decisión, en ambos casos sin importar el número de personas a quienes se encuentre dirigida.*

*Las ofertas que a la vez tengan por destinatarios a las personas indicadas en el inciso segundo de este artículo y a cien o más personas determinadas serán públicas.*

*Parágrafo. Cuando los destinatarios de una oferta se vayan a determinar con base en una labor de premercado realizada entre personas no determinadas o cien o más personas determinadas, la respectiva oferta tendrá el carácter de pública y en tal sentido, su realización sólo podrá efectuarse con observancia de las normas que al efecto se establecen en este decreto.”*



particulares impartidas por la Superfinanciera, en atención a la naturaleza de los activos a titularizar. Ya que como es sabido, toda oferta pública de títulos valores u otros instrumentos financieros, requieren autorización previa de la mencionada superintendencia.

Teniendo en cuenta, que la calidad crediticia de los títulos emitidos en desarrollo del proceso de titularización de la caja, esperada del contrato de leasing, depende directamente de la calidad crediticia de la cartera que respalda la emisión, con el objeto de minimizar el riesgo de pérdida para los inversionistas, como paso previo a la estructuración del proceso de titularización, se hace necesario determinar el índice de siniestralidad.

Básicamente, el proceso consiste en examinar el activo con la finalidad de conocer su calidad y expectativas de valorización, ubicación y riesgos futuros. Así mismo, efectúa un análisis de la estructura del sistema de titularización empleada; para determinar si es el más adecuado; requisito indispensable como ya se mencionó para la inscripción del título a emitir en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios y para efectos de la autorización de la correspondiente oferta pública, esto es posible, ya que la Superintendencia financiera en ejercicio de sus funciones legales, señala los requisitos y condiciones para la emisión y colocación de los títulos.

Una vez calificados y autorizados los títulos, puede llevarse a cabo la emisión de los mismos, para la respectiva inscripción en la Bolsa de Valores, se procede a la oferta pública. Es así como, el título queda inscrito en el mercado primario<sup>64</sup> y puede llevarse a cabo el proceso de promoción y colocación en el mercado secundario<sup>65</sup>, que es el que le va a

---

<sup>64</sup> El concepto de Mercado Primario, se ha tomado de la Guía del Mercado de Valores de la Bolsa de Valores de Colombia BVC, el cual dice: *“Es aquel que se refiere a valores que han sido emitidos y que no han sido objeto de negociación previamente,(...) el emisor puede ofrecer los valores mediante una oferta pública o una oferta privada.”*

<sup>65</sup> El concepto de Mercado Secundario, se ha tomado de la Guía del Mercado de Valores de la Bolsa de Valores de Colombia BVC, el cual dice: *“se refiere a la negociación de valores previamente suscritos”.*

otorgar la mayor liquidez al título , es función del promotor bursátil motivar al público, para que existan compradores interesados en la recompra del mismo.

4. La relación entre ***el Agente de manejo y los inversionistas***, está dado por el tenor literal de los derechos incorporados en los títulos emitidos en desarrollo del proceso de titularización. Es decir, la sociedad fiduciaria en su calidad de agente de manejo<sup>66</sup>, se encargara de hacer cumplir las disposiciones del reglamentos de emisión correspondiente y de propender por el cumplimiento de los derechos a favor de los tenedores de los títulos emitidos puesto que tiene el deber de suministrar a los inversionistas previamente a la suscripción del título, toda la información necesaria para el adecuado entendimiento de las características, estructura y condiciones del proceso de titularización derivado del contrato de arrendamiento financiero.

El vocero del patrimonio autónomo y emisor de los valores, estará facultado para recaudar los recursos provenientes de dicha emisión y se relaciona jurídicamente con los inversionistas, debido a los derechos incorporados en los títulos, no sin antes contar con la autorización respectiva de la Superfinanciera.

Los inversionistas obtienen los títulos por medio de la bolsa de valores, por lo que el agente de manejo, recibe el pago correspondiente. De ahí que el emisor o entidad fiduciaria en representación del patrimonio autónomo, transfiere el dinero de los títulos al originador, junto con la diferencia de los gastos y comisión de este.

---

<sup>66</sup> La Superintendencia Financiera de Colombia, en su concepto 2011073774-001 del 15 de Noviembre de 2011, definió el agente de manejo como: *“Quien como vocero del patrimonio autónomo emisor de valores; recauda los recursos provenientes de la emisión y se relaciona jurídicamente con los inversionistas en virtud de tal vocería, conforme a los derechos incorporados en los títulos. Este propenderá por el manejo seguro y eficiente de los recursos que ingresen al patrimonio como producto de la colocación de los títulos o procedentes de flujos generados por los activos.”*

5. Es así, que se encuentra la relación constituida por **el Agente de manejo y los Comisionistas de bolsa**, el emisor como entidad expresamente facultada para conformar el VPE, a partir del cual se emiten los títulos a transar en bolsa, para nuestro caso en particular, la sociedad fiduciaria en representación del patrimonio autónomo, se encarga de ejercer dicha calidad.

Para que el inversionista adquiriera los títulos emitidos producto del proceso de titularización del flujo de caja proveniente del contrato de leasing, y puesto en negociación en bolsa, acude a un intermediario financiero, ya que éste constituye intermediación en el Mercado de Valores, es decir, en la realización de operaciones que tengan por finalidad para la adquisición o enajenación de valores inscritos en el Registro Nacional de Valores y su Emisión, sea que tales operaciones se realicen por cuenta propia o ajena, en el mercado primario o secundario.

La comisionista de bolsa como intermediario y experto en la consecución y colocación de recursos financieros, que aunque incapaz de predecir con certeza lo que sucederá el mañana, puede orientarlo sobre el estado actual de los negocios de papeles, indicando con precisión las alternativas que puede usar para invertir o para obtener beneficios en buenas condiciones en la inversión de su dinero, proveyéndole de elementos de juicio útiles para tomar una decisión respecto al título valor elegido y para que éste obtenga un rendimiento y pueda cubrirse de riesgos.

Los empresarios o ahorradores, tienen la obligación de cumplir con el pago de sus cuotas discriminadas en: ahorro y pago de arrendamiento; puesto que ésta produce el flujo de efectivo necesario para el pago de los derechos incorporados en los títulos. Por consiguiente, la parte de la cuota destinada a cubrir las obligaciones de los títulos, se entrega al agente de manejo, y este utiliza dichos recursos para pagar las obligaciones con los inversionistas.

Finalmente los empresarios, si llegan hacer efectiva la opción de compra del bien, se produce la entrega de éste, junto con la contraprestación respectiva. Como también, puede concluir el proceso, cuando el activo regresa a su estado original, es decir, el emisor recompra los títulos.

## **Capítulo 5: REGULACIÓN COLOMBIANA APLICABLE A LA TITULARIZACIÓN DEL FLUJO DE EFECTIVO ORIGINARIO DEL CONTRATO DE LEASING**

En este capítulo se *analiza esta modalidad de titularización bajo la guía del Decreto 2555 del 2010 y demás normas concordantes con el tema.* Para lo anterior, se debe tener presente que los recursos provenientes del flujo de efectivo del contrato de leasing, representan para las empresas, oportunidades de desarrollo de sus servicios, que adecuadamente gestionados, coadyuva a la generación de utilidades y por ende al crecimiento de su capital de trabajo.

Una de las formas, que se ha empleado para aprovechar el flujo de recursos asociado a los contratos de arrendamiento financiero, lo constituye la titularización de dicho contrato, en que concurre la relación del originador, con otros elementos entre los que se pueden mencionar la compañía de arrendadora y la entidad de propósito especial o sociedad fiduciaria.

Las relaciones jurídicas de los elementos de la titularización, generan una serie de implicaciones legales que se considera necesario señalar; su normativa aplicable en particular, las que se relacionan con los establecimientos de crédito como

originadores, en virtud que su participación en la economía nacional, se considera fundamental.

Para mejor comprender, el rol de un establecimiento de crédito, en las operaciones de titularización, se analiza por una parte, su legislación, ya que contiene las normas jurídicas necesarias para la colocación de los títulos valores, que se originen en las transacciones de titularización de la caja esperada proveniente del contrato de leasing.

La Constitución Política de Colombia, en su calidad de ley suprema, es la que rige el Estado y sus demás leyes, así como la legislación financiera, regulan el mercado de valores.

Bajo esta perspectiva, el artículo 150 numeral 19 literal d) y Artículo 335 de nuestra Constitución Política, estipula, entre otros aspectos, que es obligación fundamental del Estado, proteger la formación de capital, el ahorro y la inversión.

En otras palabras, el manejo y aprovechamiento de recursos captados y demandados por el público, al Presidente de la Republica le corresponde ejercer, dentro del marco legal, la regulación, inspección y vigilancia de esas actividades, a través del ejercicio de la potestad reglamentaria de que está investido, con la expedición de decretos, resoluciones y órdenes por regla general.

Respecto a la función de supervisión encargada a la Superintendencia Financiera de Colombia, no se limita a las instituciones financieras, ya que además de las operaciones que estas realizan, es necesario supervisar la actuación de los grupos financieros y sus empresas controladoras, así como a otras entidades que la ley disponga.

Para cumplir con su misión supervisora, la Superfinanciera, tiene capacidad para adquirir derechos y contraer obligaciones, lo importante es que está dotado de independencia funcional, que le permite vigilar e inspeccionar a las empresas supervisadas, a efecto de verificar que cumplan con sus obligaciones legales y

observen las disposiciones normativas aplicables en cuanto a liquidez, solvencia y solidez patrimonial.

No obstante su independencia funcional, hay que dejar claro que el rol de la Superintendencia es velar por cumplimiento de la normativa financiera, sin tener facultad reglamentaria.

Para tener una perspectiva del campo de actuación de la Superintendencia Financiera de Colombia, se trae a colación el decreto 663 de 1993 del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero, en que se estipulan las normas relativas al funcionamiento de las instituciones financieras.

En nuestro país el tema titularización del flujo de efectivo proveniente del contrato de arrendamiento financiero “leasing”, se encuentra reglamentado principalmente en el Decreto 2555 de 2010, ya que este decreto se encargó de recopilar las normas en materia del sector financiero, asegurador y del mercado de valores y otras disposiciones. Respecto al tema de titularización este decreto establece las características que contienen los bienes y activos titularizables, de igual forma, señala determinados requisitos que el proceso de Titularización debe cumplir.

De manera que la regulación de los procesos de titularización, como se mencionó anteriormente están contemplados en el Decreto 2555 de 2010, el cual incorporó en su cuerpo normativo la Resolución 400 de 1995, a través de la cual se crea el Sistema Integral de Información del Mercado de Valores –SIMEV- y la Oferta Pública.

En cuanto a la jerarquía de las normas que rigen la titularización en Colombia, se consideran con un rango de normativas ordinarias (Decretos), lo cual les concede mayor poder coercitivo. La jerarquía de las normas jurídicas, es importante para cualquier jurisdicción; sin embargo, esto no demerita el efecto regulatorio del esquema colombiano, debido a que proporciona los elementos mínimos de regulación, con el agregado de que involucra a la Bolsa de Valores, al delegar

facultades relacionadas con la circulación de los valores emitidos y que se recogen en las definiciones siguientes:

**Titularización:** En la normativa analizada no se indica una definición de titularización; sin embargo, en el contexto reglamentario, se recogen los elementos esenciales que determinan el proceso de titularización, como la transferencia de bienes o flujos que servirán de garantía para la emisión de títulos de deuda.

**Función del patrimonio autónomo:** De conformidad con el Artículo 5.6.3.1.1 y numeral 2 del Decreto 2555 de 2010, se establece que los activos que integran el patrimonio autónomo respaldan el pasivo adquirido con los inversionistas, correspondiendo entonces al agente de manejo, velar porque se adopten las medidas necesarias para que se capten los flujos requeridos para la atención oportuna de las obligaciones contenidas en los valores emitidos.

**Originador:** De acuerdo con la normativa colombiana, se consideran originadores a las personas que transfieren los bienes o activos que son objeto del proceso de titularización, haciendo énfasis en el hecho de que la presencia de los originadores no resulta fundamental en los procesos de titularización a partir de la conformación de los fondos comunes especiales o fondos de valores, momento en que surge la autonomía del patrimonio a que se refiere este documento.

**Sociedad Fiduciaria o Titularizadora:** En la normativa colombiana no se hace referencia a la sociedad de titularización, en su defecto, la regulación se orienta al agente de manejo, que en su calidad de vocero del patrimonio autónomo emisor de valores, está obligado a recaudar los recursos provenientes de la emisión que se trate. De esa cuenta la relación jurídica del agente con los inversionistas se materializa con la obligación de velar por los derechos incorporados a los títulos.

En dicho contexto, los agentes deben solicitar la autorización respectiva ante la Superfinanciera, la que a partir de ese evento debe velar por el cumplimiento de las condiciones de los procesos de titularización.

**Bienes o activos a titularizarse:** Al igual que en otras normativas, en Colombia, prácticamente pueden titularizarse toda clase activos, que se encuentran debidamente clasificados en los conceptos siguientes: a) Títulos de deuda pública, títulos inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios; b) cartera de crédito, documentos de crédito; c) activos inmobiliarios; d) productos agropecuarios; e) productos agroindustriales; y, f) rentas y flujos de caja comprobables estadísticamente en los últimos tres años o en proyecciones de por lo menos tres años continuos.

**Calificación de riesgo:** Es deber de los emisores, que los procesos de titularización incorporen la correspondiente calificación de riesgo, para así ser transados en el mercado público de valores. Teniendo en cuenta que la ley 964 de 2005, contiene normas jurídicas que promueven el desarrollo transparente, eficiente y dinámico del mercado de valores; en particular, establece los objetivos y criterios a los cuales debe sujetarse el gobierno nacional para regular las actividades de manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público que se efectúan mediante valores.

**Normas especiales:** El proceso de titularización, en sus aspectos fundamentales está regulado por el Decreto 2555 de 2010 y se encuentra bajo la supervisión de la Superintendencia Financiera de Colombia.

En las normativas ordinarias se destaca el hecho, de que se pueden titularizar toda clase de activos, incluyendo los derechos sobre flujos de efectivo derivados del contrato de arrendamiento financiero “leasing”.

Se puede mencionar , que el presente tema ha sido estudiado bajo la normatividad vigente y aplicable a la figura del contrato de leasing, ya que esta titularización de procesos estructurados sobre flujos provenientes de contrato leasing, se rige a través del Decreto 2555 de 2010, es decir, que lo que efectivamente se puede movilizar es justamente la caja o efectivo esperado que se deriva de dicho contrato de arrendamiento, respetando los mecanismos de seguridad señalados en los artículos 5.6.4.1.5 y 5.6.4.1.6 del decreto en cita.



Además, el citado decreto se encargó de recopilar las operaciones provenientes de leasing habitacional previstas en el Decreto 1787 de 2004. Es importante mencionar que, hasta hoy, los decretos referidos, así como todas las normas posteriores, respetan la naturaleza jurídica y la realidad económica de la operación; se reconoce que ella es una actividad comercial; también se entiende que en esta operación no hay intermediación de dinero, sino de bienes.

Llegamos de esta forma al final de la presente investigación, en la cual llevo al lector por el mundo de la titularización a partir de la cartera generada por el contrato de leasing, solo me resta presentar las conclusiones finales de este proyecto de grado.

## **CONCLUSIONES**

A lo largo de los primeros capítulos de este trabajo de grado se desarrollaron temas tales como el proceso de titularización haciendo énfasis al flujo de caja proveniente del contrato de leasing, sus requisitos, tipos de títulos, etc. Lo anterior como alternativa de financiación en especial para las empresas en Colombia.

El enfoque que le quise dar al lector, fue primero que todo ubicarlo en los tema de financiamiento empresarial, para luego explicar y detallar la titularización del flujo esperado de las operaciones de arrendamiento financiero leasing, para posteriormente profundizar en las relaciones jurídicas que se desarrolla en esta figura jurídica financiera, para lo cual me base en el ordenamiento jurídico actual y los conceptos oficiales de la Superintendencia Financiera de Colombia, órgano encargado de su aprobación en el país.

Todo este análisis, me llevo de manera general en el tema de la titularización y más a la derivativa del flujo de efectivo a partir del contrato de arrendamiento financiero “leasing” como fuente de financiación externa del sector empresarial, para luego llegar a las siguientes conclusiones:

- La titularización sin importar su modalidad, es un mecanismo de conversión de activos ilíquidos de baja rotación, en activos líquidos, ofreciendo la

posibilidad de autofinanciar diversas actividades propias del objeto social de la sociedad o empresa titular de los activos objeto del proceso. Esta nueva figura, ofrece unas proyecciones de crecimiento al tema de la banca inversión, en tanto enriquece el mercado de capitales, generando ofertas más amplias para el inversionista en títulos negociables en el mercado público de valores.

- La titularización de flujos de efectivo proveniente del contrato de leasing, es un proceso cuidadosamente estructurado a través del cual la cartera generada por el activo, es empaquetado, registrado y vendido en forma de título valor a inversionistas, generando así un incremento en la liquidez y rentabilidad de cualquier empresa interviniente en el proceso de titularización.
- Ahora bien, con la titularización derivada del contrato de leasing, se espera que la negociación de derechos en propiedad de bienes pueda operar dentro de un mercado bursátil ágil y transparente, en oposición a las negociaciones lentas y pesadas de un sistema notarial y registral. Así mismo, se espera obtener grandes beneficios de la cartera titularizable, tales como mayor liquidez, mayor rotación de cartera y mayor capacidad crediticia.

Lo anterior se da, cuando un establecimiento de crédito posee una cartera de crédito de los flujos de caja derivados del contrato de leasing y presenta necesidades de liquidez a corto plazo puede entonces las personas naturales y jurídicas acudir a la titularización de aquella como una alternativa viable y eficaz.

- Igualmente, puede determinar que el sistema de titularización cualquiera que sea su modalidad, constituye una herramienta activadora de capitales dentro del aparato económico, su función financiera se expresa accediendo a la obtención de recursos en el mercado de valores, a través de títulos negociables en bolsa, que facilitan la captación de manera directa y bajo

condiciones favorables derivadas del hecho de la eliminación del intermediario financiero.

- En cuanto, al campo empresarial, el captar recursos diferentes de los ofrecidos por el mercado financiero constituye pues un factor de competencia para este, y haciendo más atractiva la inversión proveniente de esta fuente de financiación dentro de la participación en el mercado de capitales.
- A manera de complemento de todo lo expuesto a lo largo de este trabajo, puedo afirmar sin lugar a dudas, en Colombia ya existe un marco legal para la titularización de flujos de caja derivados de la celebración de contratos de Leasing en cualquier modalidad, por lo que no es necesario esperar a que la Superintendencia Financiera o el Gobierno Nacional expida una reglamentación especial al respecto.

Finalmente, la estructuración financiera de una emisión respaldada con la caja esperada de los contratos de leasing, es considerada como una labor compleja que, por lo mismo, exige una alta especialización, tiempo y recursos, para un correcto análisis de riesgo, para luego ser colocado en oferta pública. Dentro de este contexto, con el fin de que la cartera de crédito que constituye la plataforma del proceso de titularización no quede sujeta a los riesgos propios del emisor, creo que la estructura más adecuada para la ejecución y perfeccionamiento de los procesos de titularización a partir de contratos de leasing o cualquier otro activo es la que se argumenta en el contrato de fiducia mercantil, el cual es fundamento jurídico de su naturaleza.

## BIBLIOGRAFIA

### Doctrina

- ARRUBA PAUCAR, Jaime Alberto, “Contratos Mercantiles Tomo II- Contratos atípicos”, 5° Edición, Editorial Biblioteca Jurídica Dike, Medellín, 2004.
- ARISTIZABAL TOBON, Gustavo. “Introducción a la Titularización”, Bolsa de Medellín, Colombia. Ediciones Bancarias y Financieras, 1992.
- BAENA CARDENAS, Luis Gonzalo, “El leasing habitacional: instrumento para financiar la adquisición de vivienda”, Bogotá, Universidad Externando de Colombia, 2002.
- BUSTAMANTE TORRES, Jorge y LECHUGA MONTENEGRO, Jesús; “Introducción al Derecho Económico”. Primera Edición, Editorial Porrúa, México, 2007.
- CARVAJAL CORDOBA, Mauricio. “Aspectos jurídicos de la Titularización de Activos”. Bogotá. Biblioteca Jurídica, 1° edición, 1996.
- DIAZ ARDILA, Gabriel. Titularización II, Ed. Guadalupe Ltda., Bogotá – Colombia, 1997.

- GALVIS COTE, Jorge Humberto, “El derecho económico y financiero en las actividades empresariales, Ed. Leyer, Bogotá – Colombia, 2009.
- GARCIA, Oscar León, “Administración Financiera Fundamentos y Aplicaciones” 4° Edición, 2009. <http://www.oscarleongarcia.com>
- LISOPRAWSKI, Silvio, “Fideicomiso. Dominio fiduciario. Securitización”, Buenos Aires, Ed. Depalma, 1998.
- LOPEZ IRANZO, Fernando. Estudio Jurídico. “Sociedades de leasing”. Ed. Ministerio de Hacienda. Madrid.
- MADURA, Jeff, “Mercados e Instituciones Financieras”, 8° Edición, Cengage Learning Editores S.A, México, 2010.
- MANRIQUE NIETO, Carlos E. “Introducción a la titularización”, Asociación Bancaria y de Entidades Financieras de Colombia, 1997.
- RAMIREZA, David N., “Contabilidad Administrativa” 8° Edición, Editorial M.C. Graw Hill, México, 2008.
- RODRIGUEZ AZUERO, Sergio. “Contratos Bancarios su significado en América Latina”, 6ª edición, Legis, Bogotá, 2011.
- SPENCER, Milton H. “Economía Contemporánea” 3° Edición, Editorial Reverte S.A. Barcelona, 1993.
- SUPERINTENDENCIA DE VALORES, “Titularización en Colombia, una ventana hacia la modernización financiera”, 1997.

### **Legislación**

- Bolsa de Valores de Colombia, *Guía del Mercado de Valores*.
- Congreso de la República de Colombia, *Código Civil*

- Congreso de la República de Colombia, *Código de Comercio*
- Congreso de la República de Colombia, *Ley 964 de 2005*
- Congreso de la República de Colombia, *Ley 510 de 1999*
- Congreso de la República de Colombia, *Ley 795 de 2003*
- Congreso de la República de Colombia, *Ley 35 de 1993*
- Congreso de la República de Colombia, *Ley 45 de 1990*
- Financiamiento y sus fuentes, <http://es.wikipedia.org/wiki/Financiaci%C3%B3n>
- Ministerio de Hacienda, *Decreto 2555 de 2010*
- Ministerio de Hacienda, *Decreto 230 de 2010*
- Ministerio de Hacienda, *Decreto 663 de 1993*
- Ministerio de Hacienda, *Decreto 2649 de 1993*
- Ministerio de Hacienda, *Decreto 913 de 1993*
- Ministerio de Hacienda, *Decreto 1026 de 1990*
- Normas Internacionales de Contabilidad Adoptadas por la Unión Europea, <http://www.normasinternacionalesdecontabilidad.es/nic/pdf/NIC07.pdf>
- Superintendencia Financiera de Colombia, *Circular Básica Jurídica, Circular externa 007 de 1996*
- Superintendencia Financiera de Colombia, *Circular Básica Contable y Financiera, Circular externa 100 de 1995*
- Superintendencia de Valores, *Boletín jurídico de Junio de 2004.*

