

**GENERACIÓN DE LIQUIDEZ CON ACTIVOS DE BAJA ROTACIÓN MEDIANTE
TITULARIZACIÓN**

EDILBERTO MONTERO GARCÍA
SHIRLEY MILENA RICO PEREA
MARTHA YURLENY ROJAS ANDRADE



UNIVERSIDAD AUTÓNOMA DE BUCARAMANGA
FACULTAD DE INGENIERÍA FINANCIERA
BUCARAMANGA

2005

**GENERACIÓN DE LIQUIDEZ CON ACTIVOS DE BAJA ROTACIÓN MEDIANTE
TITULARIZACIÓN**

EDILBERTO MONTERO GARCÍA
SHIRLEY MILENA RICO PEREA
MARTHA YURLENY ROJAS ANDRADE

Proyecto de grado para optar al título de
Ingeniería Financiera

Asesor:
Ingeniero Arnaldo Helí Solano
Docente

UNIVERSIDAD AUTÓNOMA DE BUCARAMANGA
FACULTAD DE INGENIERÍA FINANCIERA
BUCARAMANGA

2005

NOTA DE ACEPTACIÓN

PRESIDENTE DEL JURADO

JURADO

JURADO

Bucaramanga, Mayo de 2005

AGRADECIMIENTOS

Los autores expresan sus agradecimientos a:

A todos los docentes que de alguna u otra forma nos orientaron y dieron aportes valiosos, gracias a ellos se elaboró el presente trabajo de grado.

Al gerente financiero, de la Empresa xy, por suministrar información base para el desarrollo de este proyecto.

CONTENIDO

	Pág.
INTRODUCCIÓN	1
1. TITULARIZACIÓN	2
2. PROCESO DE LA TITULARIZACIÓN	7
2.1 DEBERES Y OBLIGACIONES DE LOS ACTORES IMPLICADOS	8
2.2 DERECHOS DE LOS ACTORES IMPLICADOS	11
3. TARIFAS	14
3.1 COSTOS	14
4. ESTRUCTURACIÓN DE TASAS DE INTERÉS	17
4.1 RIESGO DE INCUMPLIMIENTO DE LOS CRÉDITOS	18
4.2 RIESGO DE LIQUIDEZ	19
4.3 IMPUESTOS	20
4.4 TASA LIBRE DE RIESGO	20
5. COMPARACIÓN ENTRE LA TITULARIZACIÓN Y EL CRÉDITO ORDINARIO	
BANCARIO	21
CONCLUSIONES	24
BIBLIOGRAFÍA	25
ANEXOS	26

LISTA DE CUADROS

	Pág.
Cuadro 1. Obligaciones de los implicados en proceso	10
Cuadro 2. Derechos de los implicados en proceso	12

LISTA DE ANEXOS

	Pág.
Anexo A. Balance Sociedades Fiduciarias Febrero 2005	27
Anexo B. Flujo de caja de la estructura de titularización	29
Anexo C. Amortización crédito ordinario bancario	31
Anexo D. Flujo de caja del inversionista	32

TITULO: GENERACIÓN DE LIQUIDEZ CON ACTIVOS DE BAJA ROTACIÓN MEDIANTE TITULARIZACIÓN

AUTORES: EDILBERTO CRUZ MONTERO GARCÍA
SHIRLEY MILENA RICO PEREA
MARTHA YURLENY ROJAS ANDRADE

ASESOR: ARNALDO HELI SOLANO

FACULTAD: INGENIERÍA FINANCIERA

LÍNEA DE INVESTIGACIÓN: MERCADO DE CAPITALS

PALABRAS CLAVES: Liquidez – Titularización Inmobiliaria

RESUMEN

Este proyecto es una comparación entre un préstamo bancario y la titularización de un inmueble, aplicada a una empresa santandereana con problema de liquidez, para determinar cual forma de apalancamiento resulta menos costosa para ella.

Inicialmente, se determinaron los actores implicados y sus responsabilidades jurídicas en un proceso de titularización de activos de baja rotación. Después, se presentó la estructura de titularización de un inmueble como herramienta de apalancamiento. En este caso se analizó la viabilidad financiera para el originador del título por medio del flujo de caja. Finalmente, se explicó la forma de calcular la tasa con que se van a emitir los títulos a través de una estructuración de tasas de interés.

Con la estructura de titularización, los costos y gastos iniciales serian de 4.25% sobre los \$4.000.000.000 del monto total de la emisión. Con el crédito bancario el costo equivaldría a un 12.3% E.A. La mejor opción es la estructura de titularización, debido a que implica el menor costo para la empresa y es un proceso que generaría liquidez a activos de baja rotación que en este caso fue un inmueble.

SUMMARY

This project is a comparison between a bank loan and the titularización of a building, applied to a santanderean company with liquidity problem, to determine as leverage form is less expensive for her.

Initially, the implied actors and their legal responsibilities in a process of titularización of assets of low rotation determined themselves. Later, the structure of titularización of a building like leverage tool appeared. In this case the financial viability for the originador of the title by means of the box flow was analyzed. Finally, the form was explained to calculate the rate whereupon they are going away to emit the titles through a structuring of interest rates.

With the titularización structure, the initial costs and expenses of 4,25% on the \$4.000.000.000 of the total amount of the emission. With the banking credit the cost would be equivalent to a 12,3% E.A. The best option is the titularización structure, because it implies the smaller cost for the company and is a process that would generate liquidity to assets of low rotation that in this case was a building.

KEY WORDS

Liquidity - Real estate Titularización.

INTRODUCCIÓN

La modernización de la economía, la promoción que tiene en estos momentos la inversión extranjera en nuestro país, la falta de liquidez en las empresas, el estancamiento que ha tenido la economía colombiana en la última década, las elevadas tasas de interés que ofrece el sector financiero, han obligado al sector empresarial a buscar nuevos mecanismos para obtener recursos con los cuales poder aumentar su nivel productivo, obtener liquidez, disminuir riesgo, optimizar sus flujo de caja etc; por esta razón, es la Titularización, la herramienta que estudiaremos en nuestra investigación. En donde la titularización, lo que busca es crear títulos valores con activos ilíquidos o de baja rotación los cuales pueden ser, o no, negociados en la bolsa de Valores de Colombia.

El trabajo que se pretende realizar, consiste en realizar todo el proceso de titularización inmobiliaria, para la Empresa XY (Originador), el cual traspasa el activo fijo (inmueble) al agente de manejo para que emita los títulos y reciba el pago de los inversionistas, en donde utiliza recursos para pagar esos activos. En ese momento se genera un flujo de caja para el pago de los derechos incorporados en los títulos por parte del originador, sus deudores, el mismo patrimonio autónomo. Estableceremos una estructuración de tasas de interés y utilizarla en esta emisión de títulos.

Esperamos obtener para la Empresa XY, todo el proceso que se debe llevar a cabo para la elaboración de una exitosa titularización de bienes inmuebles.

1. TITULARIZACION

1.1 DEFINICION

La titularización se vale de medios para colocar la propiedad de uno o más bienes en cabeza de una persona, con objeto de que ésta los haga producir dinero y se obligue a entregar el resultado económico de esa gestión a las personas que adquieran del originador, el derecho a reclamar ese aprovechamiento económico.

En esta parte de la investigación se hacen consideraciones sobre las partes y sobre los sujetos que pueden invertir en un proceso de titularización. Se incluyen todas las partes que puedan actuar en este tipo de operaciones, pero teniendo en cuenta que no todas ellas son necesarias en los procesos de titularización.

Siguiendo el Art. 15 de la resolución 1394 y otras de sus disposiciones, pueden considerarse como partes que intervienen en los procesos de titularización:

Un estructurador, un beneficiario, un fiduciario y el propietario del inmueble; y de manera general intervienen la Supervalores, Superbancaria, Sociedad calificadora de riesgo, la Bolsa de Valores.

1.2 IMPLICADOS EN PROCESO

La entidad originadora es el propietario del inmueble (Empresa XY), puede ser una persona natural o jurídica la cual transfiere el ó los bienes inmuebles de su propiedad a una sociedad fiduciaria. Cabe anotar que el propietario del inmueble no pierde la posibilidad de usar dicho inmueble ya que tiene el derecho al ejercicio de la propiedad, el que tiene el derecho jurídico del inmueble es el agente de manejo. Vale la pena resaltar que en Colombia la persona originadora puede ser una entidad financiera del exterior, como también entidades públicas y privadas.

Cabe asentar que “La calidad y solvencia del originador es importante desde el punto de vista comercial pero no jurídico, porque el originador no es el emisor de los títulos y además, el riesgo financiero se transmite a los inversionistas finales.”¹

Según el artículo 1.3.1.3 de la resolución 400 de 1995 expedida por la Superintendencia Bancaria los **agentes de manejo** podrán ser las sociedades fiduciarias, con sujeción a las normas que regulan su actividad, además, podrán ser agente de manejo las

¹ Proyecto de investigación, especialización en gerencia de construcción Pág.11

instituciones financieras de creación legal avaladas por la Superintendencia Bancaria para celebrar contratos de fiducia de conformidad con el inciso 2. del numeral 1. del artículo 118 del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero. La Resolución 400 de 1995, define al agente de manejo así: “Es quien actúa como vocero del patrimonio autónomo emisor de los valores, recauda los recursos provenientes de dicha emisión y se relaciona jurídicamente con los inversionistas en virtud de tal vocería, conforme a los derechos incorporados en los títulos. Previa verificación del cumplimiento de los requisitos contenidos en este título, el agente solicitará la autorización respectiva ante la Superintendencia de Valores”.

La sociedad fiduciaria es la única entidad que puede constituir patrimonios autónomos, con el fin de manejar en forma independiente activos ajenos e intocables.

La función principal consiste en examinar todos los documentos sobre el inmueble que va a ser objeto de la titularización, como lo son: el estudio de los títulos, los avalúos y demás requisitos que se presentan para la titularización. En este proceso interviene la Supervalores, que es quien controla, reglamenta y registra los títulos que se vayan a emitir y la Superbancaria que es la encargada de vigilar la sociedad fiduciaria, además de transmitir plena confianza a los inversionista.

Una vez examinado todos los documentos, la sociedad fiduciaria constituye el patrimonio autónomo que es el encargado de administrar el inmueble, luego gestiona ante la Supervalores e intermediarios la autorización del Registro de los Títulos para que estos puedan ser ofertados públicamente.

Cuando sea un hecho la emisión de los títulos, la sociedad fiduciaria se encargará de controlar y manejar todos los gastos que sean necesarios para la preservación del inmueble. El efectivo que se requiere para cubrir los gastos como impuestos, seguros, arreglos y otros que demande el inmueble, proviene de un porcentaje de los canones de arrendamientos que el arrendatario paga a la fiduciaria y que este a su vez los deposita en un fondo común ordinario.

La obligación derivada de la emisión de los papeles no se registra en el balance de la fiduciaria ni en el originador, sino en el balance del patrimonio autónomo.

Según decreto 663 de 1993, artículo 80 del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero, el monto mínimo que se requiere para constituir una sociedad fiduciaria es de \$4.109.000.000. El decreto además solicita que este monto se ajustará anualmente en forma automática en el mismo sentido y porcentaje en que varíe el índice de precios al consumidor (IPC) que suministre el DANE. El valor resultante se aproximará al múltiplo en millones de pesos inmediatamente superior.

Las sociedades fiduciarias podrán realizar operaciones de acuerdo a las disposiciones del artículo 29, del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero que indica lo siguiente

“Las sociedades fiduciarias especialmente autorizadas por la Superintendencia Bancaria podrán, en desarrollo de su objeto social:

- Tener la calidad de fiduciarios según lo dispuesto en el artículo 1226 del código de comercio.
- Celebrar encargos fiduciarios que tengan por objeto la realización de inversiones, la administración de bienes o la ejecución de actividades relacionadas con el otorgamiento de garantías por terceros para asegurar el cumplimiento de obligaciones, la administración o vigilancia de los bienes sobre los que recaigan las garantías y la realización de las mismas con sujeción a las restricciones que la ley establece.
- Obrar como agente de transferencia y registro de valores.
- Obrar como representante de tenedores de bonos.
- Obrar, en los casos que sean procedentes con arreglo a la ley, como sindico, curador de bienes o como depositario de sumas consignadas en cualquier juzgado, por orden de autoridad judicial competente o por determinación de las personas que tengan facultad legal para designarlas con tal fin.
- Prestar servicios de asesoría financiera.
- Emitir bonos actuando por cuenta de una fiducia mercantil constituida por un número plural de sociedades, además dichas sociedades podrán emitir por cuenta de dos o más empresas, siempre y cuando un establecimiento de crédito se constituya en avalista o deudor solidario del empréstito y se confiera a la sociedad fiduciaria la administración de la emisión.
- Administrar fondos de jubilación e invalidez , previa autorización de la Superintendencia Bancaria, la cual se podrá entregar cuando la sociedad acredite capacidad técnica de acuerdo con la naturaleza del fondo que se pretende administrar.
- Las sociedades fiduciarias podrán desarrollar operaciones de fideicomiso, de inversión mediante contrato de fiducia mercantil, celebrados con arreglos a las formalidades generales o a través de encargos fiduciarios. Cabe anotar que un fideicomiso de inversión, es sencillamente un negocio que realizan principalmente las sociedades fiduciarias con el fin de invertir dinero en cualquier título valor, claro está, siguiendo las normas establecidas en el Estatuto Orgánico del Sistemas Financiero y de acuerdo con lo que el cliente desea para beneficio propio.

- Las sociedades fiduciarias tienen una prohibición general y es que los encargos y contratos fiduciarios que celebren no podrán tener por objeto la asunción por éstas de obligaciones de resultado, salvo en aquellos casos en que así lo prevea la ley.
- Las sociedades fiduciarias podrán celebrar con los establecimientos de crédito contratos para la utilización de su red de oficinas, con el objeto de realizar por conducto de éstas las operaciones de recaudo, recepción, pago, enajenación y entrega de toda clase de bienes muebles e inmuebles necesarias para el desarrollo de los negocios propios de su actividad, en los casos y bajo las condiciones que fije el reglamento y siempre que a través de estas operaciones no puedan realizarse, directa o indirectamente, las actividades fiduciarias no autorizadas a los establecimientos de crédito y que los medios empleados para el efecto permitan revelar con claridad las personas del fiduciario y la responsabilidad de las instituciones financieras que intervienen en su celebración.

El Beneficiario: Como su nombre lo indica es la persona que va a recibir los beneficios que resulten cuando se realice el negocio fiduciario, también se le denomina “fideicomisario”, y podría ser la empresa XY u otras personas naturales o jurídicas diferentes de esta.

El Estructurador: es la persona que diseña el título, es el arquitecto de la titularización. Debe ser una persona con amplios conocimientos y experiencia inmobiliaria, en titularización y en el mercado.

Deberá estudiarse las características del inmueble, para ver si se trata de un inmueble terminado con renta o sin ella, o si se trata de una construcción en proceso o un lote con proyecto. Este estudio le permite hacer un título adecuado, un título que cumpla con los intereses del originador, la capacidad del objeto a titularizar y las posibilidades del mercado; después de éste estudia si entra a diseñar el título.

Para ello deberá escoger la fiduciaria, negociar con ella de la manera como debe llevarse a cabo la titularización. En ese momento el estructurador se debe constituir en el gestor del proceso, es decir elaborar con la fiduciaria los documentos que deben presentarse ante la Supervalores y sustenta ante la Calificadora de Riesgos el modelo, para que el título posea la más alta calificación.

Sociedad calificadora de riesgo: “es una entidad especializada en el estudio del riesgo, que emite una opción sobre la calidad crediticia de una emisión de títulos valores”

En Colombia Duff & Phelps de Colombia S.A., empezó a otorgar calificaciones en Octubre de 1994, y en el año 1998, se constituyó Bank Watch Rating de Colombia S.A actualmente se llama BRC Investor Services S.A.

Las ventajas que ofrece para el inversionista es muy importante, ya que ayuda a tomar decisiones de inversión, teniendo en cuenta el factor riesgo puede tomar la mejor decisión de inversión que ofrezca el mercado.

Para el emisor de títulos, ofrece una ventaja igualmente importante puesto que lo ayuda a “obtener mejores condiciones financieras para la colocación de títulos” ². Las sociedades calificadoras de riesgo tienen en cuenta dos factores para la calificación de títulos:

- “Factor cualitativo: son los que pueden llegar a influir en la capacidad de pago oportuno de las emisiones, tales como: planes y estrategias, calidad de la administración, oportunidades de mercadeo, políticas de control y auditoría.
- Factor cuantitativo: implica el análisis de los estados financieros sobre bases históricas y proyecciones del emisor” ³

²www.supervalores.com

³ Ibid.

2. PROCESO DE LA TITULARIZACIÓN

La titularización la llevaremos acabo a partir de un contrato de fiducia mercantil que realizaremos con la sociedad fiduciaria **FIDUCOLOMBIA S.A.**, de acuerdo con un estudio de mercado realizado y datos suministrados por la Superintendencia Bancaria, Fiducolumbia S.A. se encuentra muy bien consolidada dentro de su campo de acción, a Febrero del 2005 han realizado inversiones por \$75.052.468, con activos totales de \$95.141.650 y pasivo total de solo \$16.674.499. (Véase Anexo A).

Antes de comentar todo lo referente al contrato de fiducia mercantil tenemos que enumerar los requisitos principales que debe presentar la empresa XY para iniciar el proceso de titularización.

- Primero que todo el monto o el valor de la emisión no debe exceder el 110% del avalúo del inmueble.
- El plazo no deberá ser inferior a un año, pero el artículo 1318, de la Resolución 400 de 1995, define “que podrán efectuarse amortizaciones parciales a término inferior a un año, siempre que las sumatorias de las mismas no superen el 30% del valor del capital. La Superintendencia de Valores podrá autorizar títulos con redención inferior o con amortizaciones parciales que superen el porcentaje mencionado, cuando las condiciones particulares del proceso así lo requieran”, claro está que hay que tener en cuenta que el plazo no puede ser superior al contrato de fiducia mercantil.
- Presentar un avalúo del bien inmueble objeto de titularizar. Este avalúo no debe exceder de 6 meses después de que se realice la radicación de la solicitud de titularización ante la Superintendencia de Valores.
- El bien inmueble deberá estar libre de gravámenes y según artículo 1.3.6.1 de la Resolución 400 de 1995 deberá estar libre de condiciones resolutorias o limitaciones de dominio diversas a las derivadas del régimen de propiedad horizontal y esto deberá ser acreditado mediante el certificado de matricula inmobiliaria, acompañado del estudio del título respectivo, igualmente en este artículo se dispone lo siguiente:
- Los inmuebles objetos de titularización deberán permanecer asegurados contra riesgo de incendio y terremoto, durante la vigencia del contrato de fiducia mercantil.
- Además de los anteriores requisitos el artículo 1.3.6.2 de dicha resolución señala que los títulos de deuda con garantía inmobiliaria, se podrán emitir títulos de contenido crediticio a partir de la conformación de patrimonios autónomos con

bienes inmuebles. Los recursos para atender oportunamente el pago de los intereses y el capital de los títulos podrán originarse de la siguiente forma:

- Flujo externo, donde la fuente de pago proviene directamente del originador.
- Flujo interno, el flujo de caja se origina en un contrato mediante el cual se explota comercialmente el inmueble que conforma el patrimonio autónomo.

Según artículo 1226, del código de comercio, la fiducia mercantil, es un negocio jurídico en virtud del cual una persona llamada fideicomitente, transfiere uno o más bienes especificados a otra, llamada fiduciario, quien se obliga a administrarlos o enajenarlos para cumplir una finalidad determinada por el constituyente en provecho de este o de un tercero llamado beneficiario o fideicomisario.

El contrato de fiducia mercantil deberá estar constatado mediante escritura pública y tanto el fideicomitente, el beneficiario, como la fiducia tienen obligaciones y derechos los cuales resumiremos a continuación.

2.1 DEBERES Y OBLIGACIONES

Los deberes que **Fiducolombia** debe tener con la empresa XY son los siguientes según la ley, específicamente en el artículo 1234 del código de comercio:

- Realizar diligentemente todos los actos necesarios para la consecución de la finalidad de la fiducia.
- Mantener los bienes objetos de la fiducia separados de los suyos y de lo que corresponde a otros negocios fiduciarios.
- Invertir los bienes provenientes del negocio fiduciario en la forma y con los requisitos previstos en el acto constitutivo, salvo que se le haya permitido del modo que sea más conveniente le parezca.
- Llevar la personería para la protección y defensa de los bienes fideicomitidos contra actos de terceros, del beneficiario y aún del mismo constituyente.
- Pedir instrucciones al superintendente bancario cuando tenga fundadas dudas de la naturaleza y alcance de sus obligaciones o deba apartarse de las autorizaciones contenidas en el acto constitutivo, cuando así lo exigen las circunstancias. En estos casos el superintendente citará previamente al fiduciante y al beneficiario.
- Procurar el mayor rendimiento de los bienes objeto del negocio fiduciario, para lo cual el acto de disposición que realice será siempre oneroso y con fines lucrativos, salvo determinación contraria al acto constitutivo.

- Transferir los bienes a la persona a quien corresponda conforme al acto constitutivo o la ley, una vez concluido el negocio fiduciario.
- Rendir cuentas comprobadas de su gestión al beneficiario cada seis meses.

De acuerdo a las disposiciones aplicables a las operaciones de las sociedades de servicios financieros expuestas en el Estatuto orgánico del Sistema Financiero, en el capítulo 1, prevé las siguientes obligaciones y derechos que deberá asumir el fideicomitente que en este caso sería la empresa XY, al realizar el negocio fiduciario. La empresa XY es una empresa santandereana, en donde su nombre y actividad comercial no se revelará en el siguiente trabajo de investigación, por privacidad en la información.

Obligaciones del Fideicomitente

* Saneamiento: Si los bienes tienen vicios “el saneamiento de los vicios se basa en amparar al comprador en el dominio y posesión pacífica de la cosa vendida, y de responder de los defectos ocultos de ésta”⁴, que puedan afectar al cabal desarrollo del contrato, el fideicomitente está en la obligación de adelantar las diligencias necesarias a fin de que éstos sean subsanados.

* Pago de la comisión: El contrato fiduciario es oneroso. Las fiduciarias acuerdan con sus clientes libremente sus tarifas de acuerdo de las labores que desarrollan en el contrato y sus políticas internas.

* Pago de gastos del fideicomiso: Cuando los frutos que generen los bienes fideicomitados no sean suficientes, el fideicomitente debe pagar los gastos que se generen, toda vez que a la fiduciaria le está prohibido asumir gastos con recursos propios.

Siguiendo con las disposiciones que se le aplican a las operaciones de las sociedades de servicios financieros el beneficiario, puede asumir obligaciones que se le asignan en el contrato de fiducia pero siempre que concurra con consentimiento en ello. (Véase Cuadro 1):

⁴ Código Civil, Art.1893. alcances de la obligación de saneamiento

Cuadro 1. Obligaciones de los implicados en proceso.

PARTES QUE INTERVIENEN	OBLIGACIONES
FIDUCOLOMBIA	<ul style="list-style-type: none"> • Realizar diligentemente todos los actos necesarios para la consecución de la finalidad de la fiducia. • Mantener los bienes objetos de la fiducia separados de los suyos y de lo que corresponde a otros negocios fiduciarios. • Invertir los bienes provenientes del negocio fiduciario en la forma y con los requisitos previstos en el acto constitutivo, salvo que se le haya permitido del modo que sea más conveniente le parezca. • Llevar la personería para la protección y defensa de los bienes fideicomitidos contra actos de terceros, del beneficiario y aún del mismo constituyente. • Pedir instrucciones al superintendente bancario cuando tenga fundadas dudas de la naturaleza y alcance de sus obligaciones o deba apartarse de las autorizaciones contenidas en el acto constitutivo, cuando así lo exigen las circunstancias. En estos casos el superintendente citará previamente al fiduciante y al beneficiario. • Procurar el mayor rendimiento de los bienes objeto del negocio fiduciario, para lo cual el acto de disposición que realice será siempre oneroso y con fines lucrativos, salvo determinación contraria al acto constitutivo. • Transferir los bienes a la persona a quien corresponda conforme al acto constitutivo o la ley, una vez concluido el negocio fiduciario. • Rendir cuentas comprobadas de su gestión al beneficiario cada seis meses.
FIDEICOMITENTE	<ul style="list-style-type: none"> •¹ Saneamiento: Si los bienes tienen vicios “el saneamiento de los vicios se basa en amparar al comprador en el dominio y posesión pacífica de la cosa vendida, y de responder de los defectos ocultos de ésta”⁵, que puedan afectar al cabal desarrollo del contrato, el fideicomitente está en la obligación de adelantar las diligencias necesarias a fin de que éstos sean subsanados. • Pago de la comisión: El contrato fiduciario es oneroso. Las fiduciarias acuerdan con sus clientes libremente sus tarifas de acuerdo de las labores que desarrollan en el contrato y sus políticas internas. • Pago de gastos del fideicomiso: Cuando los frutos que generen los bienes fideicomitidos no sean suficientes, el fideicomitente debe pagar los gastos que se generen, toda vez que a la fiduciaria le está prohibido asumir gastos con recursos propios.
BENEFICIARIO	Puede asumir obligaciones que se le asignan en el contrato de fiducia pero siempre que concurra con consentimiento en ello.

⁵ Código Civil, Art.1893. alcances de la obligación de saneamiento

2.2 DERECHOS

En cuanto a los que tiene **Fiducolombia** está el de recibir un pago justo por toda la gestión que deberá realizar. En el artículo 1237 del código de comercio se prevé que “todo negocio fiduciario será remunerado conforme a las tarifas que al efecto expida la Superintendencia Bancaria”, pero las sociedades fiduciarias pueden acordar con el fideicomitente la comisión a recibir por su gestión. Además de lo anteriormente expuesto las sociedades fiduciarias tienen todos los derechos previstos en el acto constitutivo del negocio fiduciario.

Según la ley el fideicomitente tiene derecho a:

- Reservarse algunos derechos de los bienes que haya entregado a la sociedad fiduciaria y podrá en cualquier caso hacer uso de ellos sin que la sociedad fiduciaria tenga derecho a intervenir.
- En cualquier momento puede dar por terminado el contrato y podrá cambiar de sociedad fiduciaria, siempre y cuando exista una justificación justa para esto.
- Una vez terminado el contrato el fideicomitente tendrá derecho a recibir el bien inmueble, pero, siempre y cuando no haya otro beneficiario que tenga derecho por ley.
- Solicitar en cualquier momento y hasta la fecha de vencimiento del contrato una rendición de cuenta por parte de la sociedad fiduciaria, siempre y cuando lo crea conveniente.

Entre los que tiene el beneficiario se encuentran:

- Debe exigir a la sociedad fiduciaria (**Fiducolombia**) a que de cumplimiento con lo pactado en el contrato fiduciario.
- Si la sociedad fiduciaria (**Fiducolombia**), no cumpliera con lo pactado en el contrato podrá exigirle judicialmente, pero este deberá comprobar el porqué del incumplimiento de las obligaciones por parte de la sociedad fiduciaria.
- Cuando la empresa XY le sean perseguidos los bienes para ser embargados por parte de los acreedores, se puede oponer legalmente según la ley.

Además de los derechos anteriormente mencionados, el artículo 1235 del código de comercio menciona los siguientes:

- Impugnar los actos anulables por el fiduciario, dentro de los cinco años contados desde el día en que el beneficiario hubiera tenido noticia del acto que da origen a la

acción , y exigir la devolución de los bienes dados en fideicomiso a quien corresponda.

- Oponerse a toda medida preventiva o de ejecución tomada contra los bienes dados en fiducia o por obligaciones que no los afectan, en caso de que el fiduciario no lo hiciera.
- Pedir al Superintendente Bancario por causa justificada, la remoción del fiduciario, y como medida preventiva, el nombramiento de un administrador interino. (Véase Cuadro 2):

Cuadro 2. Derechos de los implicados en proceso.

PARTES QUE INTERVIENEN	DERECHOS
FIDUCOLOMBIA	Recibir un pago justo por toda la gestión que deberá realizar. Y tienen todos los derechos previstos en el acto constitutivo del negocio fiduciario.
FIDEICOMITENTE	<ul style="list-style-type: none"> •5 Reservarse algunos derechos de los bienes que haya entregado a la sociedad fiduciaria y podrá en cualquier caso hacer uso de ellos sin que la fiduciaria tenga derecho a intervenir. •6 En cualquier momento puede dar por terminado el contrato y podrá cambiar de sociedad fiduciaria, siempre y cuando exista una justificación justa para esto. •7 Una vez terminado el contrato el fideicomitente tendrá derecho a recibir el bien inmueble, pero, siempre y cuando no haya otro beneficiario que tenga derecho por ley. •8 Solicitar en cualquier momento y hasta la fecha de vencimiento del contrato una rendición de cuenta por parte de la sociedad fiduciaria, siempre y cuando lo crea conveniente.
BENEFICIARIO	<ul style="list-style-type: none"> • Debe exigir a la sociedad fiduciaria (Fiducolombia) a que de cumplimiento con lo pactado en el contrato fiduciario. • Si la sociedad fiduciaria (Fiducolombia), no cumpliera con lo pactado en el contrato podrá exigirle judicialmente, pero este deberá comprobar el porque del incumplimiento de las obligaciones por parte de la fiduciaria.

	<ul style="list-style-type: none">• Cuando la empresa XY le sean perseguidos los bienes para ser embargados por parte de los acreedores, se puede oponer legalmente según la ley.•4 Impugnar los actos anulables por el fiduciario, dentro de los cinco años contados desde el día en que el beneficiario hubiera tenido noticia del acto que da origen a la acción , y exigir la devolución de los bienes dados en fideicomiso a quien corresponda.•5 Oponerse a toda medida preventiva o de ejecución tomada contra los bienes dados en fiducia o por obligaciones que no los afectan, en caso de que el fiduciario no lo hiciera.•6 Pedir al Superintendente Bancario por causa justificada, la remoción del fiduciario, y como medida preventiva, el nombramiento de un administrador interino
--	---

3. TARIFAS

Según la circular no. 21 del 24 de diciembre del 2004, para el año 2005 las tarifas generales de cobro las cuales son asumidas por la Empresa XY, son las siguientes:

3.1 INSCRIPCIÓN

La tarifa de inscripción se cobra una vez aprobada la inscripción por la Bolsa De Valores, independiente de la fecha en que se haga efectiva o salga al mercado, la emisión. Para inscripciones nuevas se cobrará la tarifa plena, con independencia del mes en que se realice la inscripción de los títulos. Por lo tanto, la tarifa es de Diez millones trescientos mil pesos moneda corriente (\$10.300.000), por cada emisión.

3.2 SOSTENIMIENTO

Para los títulos que estén inscritos en la Bolsa de Valores de Colombia, se cobrará una cuota de sostenimiento para el año del 2005. Los títulos que hayan quedado inscritos en el año 2005, solo pagarán la tarifa de inscripción y se les cobrara la tarifa de sostenimiento a partir del año 2006, cabe anotar que el sostenimiento de los títulos lo asume la sociedad fiduciaria.

Tanto las cuotas de inscripción como las cuotas de sostenimiento se facturarán y pagarán en un solo contado.

Las tarifas ajustadas conforme a lo estipulado en las resolución 0767 del 9 de septiembre de 2004 de la superintendencia de valores.

Los derechos de inscripción en el RNVI equivale al 0.08 por mil sobre el monto total de la emisión.

El valor de los derechos de realización de oferta pública será del 0.35 por mil sobre el monto total de la emisión.

Existen otros costos y gastos iniciales como lo son:

- Póliza de seguro de incendio y terremoto: El promedio anual a pagar es el 0.3% del valor comercial del inmueble.

- Comisión de colocación: este va a variar con el monto de la emisión y si se asocia con la estructuración del proceso.
- Calificación de los títulos
- Comisión agente de manejo
- Avalúo de los inmuebles: Generalmente se realiza semestralmente y corresponde 0.1% del valor del inmueble
- Seguro de arrendamiento
- Canon de arrendamiento (durante la vida del negocio fiduciario)
- Impresión de títulos,
- Impresión de prospectos
- Aviso de oferta de los títulos

3.3 COSTOS

A partir de cotizaciones y supuestos los costos de agentes de manejo, agencias calificadoras y diferentes entidades publicas y privadas, que intervienen en una titularización son:

- Calificación \$18.000.000
- Colocación \$10.000.000
- Administrador patrimonio autónomo \$32.340.000
- Aviso de oferta \$10.000.000.
- Prospectos \$9.600.000.
- RNVI \$320.000
- Derechos \$1.400.000.
- Bolsa de valores \$10.300.000
- Deceval \$403.960
- Gastos legales \$62.000.000.
- Canon de Arrendamiento \$40.000.000

Valorización del inmueble

El inmueble está ubicado en un sector netamente comercial, donde se desarrolla la principal actividad financiera de la ciudad de Bucaramanga. A sus alrededores se han desarrollado edificios de oficinas para profesionales de las diferentes ramas, empresas nacionales y multinacionales, locales de comercio variado, teatros, clubes sociales.

3.4 ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD

Características del título

Título:	Titularización inmobiliaria
Emisor:	Fiducolombia S.A
Valor Nominal:	\$4.000.000.000
Tasa Nominal:	6.9661%
Moneda:	Peso colombiano
Modalidad de Pago:	Año vencido
Estado:	En ingreso

El flujo de caja se elabora teniendo en cuenta los costos que implica la estructura de titularización. (Véase Anexo B)

4. ESTRUCTURACION DE TASAS DE INTERES

“Los títulos de deuda ofrecen distintos rendimientos porque tienen características diferentes que influyen sobre las ganancias que ofrece”⁶

Los rendimientos de los títulos valores se pueden ver afectados por diferentes características como son:

- Riesgo de incumplimiento de los créditos
- Liquidez
- Impuesto
- Tasa libre de riesgo

Se obtiene la fórmula:

$$Y_n = R_f + DP + LP + TA$$

Y_n : rendimiento de un título de deuda a n días

R_f: rendimiento de un valor de tesorería (libre de riesgo) a n días

DP: prima de incumplimiento para compensar el riesgo del crédito

LP: prima de liquidez para compensar la menor liquidez

TA: ajuste por la diferencia en categoría fiscal”⁷

A continuación una breve explicación de las variables que intervienen en la estructuración:

⁶ Jeff Madura. Mercados e Instituciones Financieras. Cáp. 3

⁷ Ibid.

4.1. RIESGO DE INCUMPLIMIENTO DE LOS CREDITOS

Lo primero que el inversionista observa en un título antes de invertir en este, es la solvencia que presenta el emisor. Los inversionistas siempre van a tener la opción de invertir en títulos valores que no les represente ningún riesgo, como son los CDT's y los TES del Gobierno; pero existen inversionistas agresivas que optan por escoger títulos con mayor nivel de riesgo, siempre y cuando este le genere mayor rendimiento. El riesgo de crédito es especialmente relevante en los papeles de mayor plazo, ya que exponen a los acreedores a la posibilidad de incumplimiento durante un periodo más extenso.

Sin embargo en Colombia existen sociedad Calificadoras de Riesgo como Duff & Phelps de Colombia S.A y BRC Investor Services S.A, que se encargan de analizar la solvencia que tienen los emisores de títulos valores basándose en factores cualitativos y cuantitativos como lo explicamos anteriormente. Por consiguiente, mientras mayor sea la calificación por parte estas sociedades, menor será el riesgo que corra los inversionistas.

“Los requerimientos que exige la Supervalores, deben estar hechos de tal manera, que sirvan de sustento para que la calificadora de riesgo pueda entrar a analizar y calificar el título, y permitan conocer cómo va a funcionar la titularización, cual es la calidad del inmuebles, cómo funciona los fuentes de ingreso y flujo de caja de los inversionistas, es decir, los contratos de arrendamiento y las posibilidades de valorización del inmueble. Esto permite que la calificadora estudie el modelo mismo de titularización, para ver si se adecua a los intereses antes previstos”⁸.

Todos estos factores que analiza la calificadora de riesgo, permiten otorgarle una calificación, que resulta de suma importancia para su desempeño en el mercado.

El porcentaje de prima de incumplimiento se determina observando la calificación que le otorga Duff y Phelp de Colombia S.A. y BRC Investor Services S.A. a Fiducolombia S.A.

En donde “Fiducolombia S.A. obtiene la máxima calificación a la fortaleza en la administración de portafolios "aaa", otorgada por Duff & Phelps de Colombia S.A., destaca aspectos de FIDUCOLOMBIA como:

"Las conservadoras políticas de riesgo crediticio a las que se adhieren cada una de las operaciones de FIDUCOLOMBIA"

"La calidad que muestra FIDUCOLOMBIA en los procesos administrativos de la sociedad, en las operaciones comerciales relacionadas con fondos y en los procesos de inversión"

⁸ Titularización Inmobiliaria. Títulos OIKOS. Bogotá, Diciembre de 2.000

"La amplia experiencia y el conocimiento del equipo administrativo de la sociedad fiduciaria en los negocios fiduciarios que maneja. Especialmente en los negocios de inversión y fiducia pública"

"El respaldo de su matriz"

Y la máxima calificación en riesgo de contraparte "AAA" otorgada por BRC Investor Services S.A., destaca aspectos de FIDUCOLOMBIA como:

"La estructura financiera y la calidad de los procesos operativos"

"El posicionamiento de FIDUCOLOMBIA en el mercado"

"El liderazgo en Fiducia pública y en la administración y desarrollo de fondos de inversión"

"El excelente conocimiento y experiencia en los productos y servicios ofrecidos"

"La solidez y el respaldo patrimonial"⁹

4.2 RIESGO DE LIQUIDEZ

La liquidez se puede definir como la capacidad de convertir un activo en efectivo, pues bien, un activo puede ser títulos valores y los inversionistas los prefieren líquidos. Pero si los inversionistas se deciden a invertir en títulos con riesgos de liquidez es porque estos ofrecen rendimientos mayores. "Los títulos valores con un vencimiento de corto plazo o un mercado secundario de activos tiene mayor liquidez. Los inversionistas que no necesitan sus fondos sino hasta la fecha de vencimiento de los títulos, aceptan una menor liquidez. No obstante, otros inversionistas están dispuestos a aceptar un rendimiento menor si pueden obtener un mayor grado de liquidez"¹⁰.

La prima de liquidez la podemos determinar basándonos en el análisis de brechas de liquidez realizando la comparación entre los activos y pasivos de la empresa XY. Para un determinado tiempo el análisis de brechas de liquidez, se puede utilizar mediante métodos como lo son:

El contractual, el esperado o contractual ajustado y el dinámico.

Para la titularización inmobiliaria se puede tener en cuenta, el método dinámico, porque al momento de realizar el estudio técnico-financiero, se cuenta con la proyección del flujo de caja, los índices económicos, índices financieros los cuales no ayudarán a realizar la planeación financiera, además de los factores internos que intervienen en la compañía como lo son:

⁹www.fiducolombia.com.co

¹⁰ Jeff Madura. Mercados e instituciones financieras

- El económico: el cual tiene que ver con el comportamiento de la compañía.
- El competitivo: se observa y analiza las competencias que tenga la empresa XY y el mercado.
- El tecnológico: se mira la innovación de tecnología que tenga la industria.

Dentro de los factores internos se puede observar las siguientes variables:

- Mercadeo; tiene que ver con la capacidad competitiva de la empresa
- Auditoria financiera: En la cual se entraría a analizar la capacidad de endeudamiento, la situación de liquidez, comportamiento de costos, etc.

4.3 IMPUESTO

Lo que más le interesa a los inversionistas es la utilidad que les quede después de pagar los impuestos. $(1 - T)$

$$Y_{at} = Y_{bt} (1 - t)$$

Y_{at} : Rendimiento después de impuesto

Y_{bt}: Rendimiento antes de impuesto

T: Tasa marginal de impuesto del inversionista “¹¹

4.4 TASA LIBRE DE RIESGO

La podemos tomar de títulos de tesorería (TES) con 10 años de vencimiento, ya que es poco factible que estos títulos ofrecidos por el Estado tengan algún riesgo de incumplimiento.

¹¹ Jeff Madura. Mercados e instituciones financieras.

5. COMPARACIÓN ENTRE LA TITULARIZACIÓN Y EL CRÉDITO ORDINARIO BANCARIO

La comparación se puede analizar observando el movimiento que representa una titularización y un crédito ordinario en el balance general de la Empresa XY.

Al realizar su balance debe tener un equilibrio entre activos y pasivos, es decir:
Activos = Pasivos + Patrimonio

A continuación explicaremos lo dicho anteriormente con un ejemplo general.

COMPAÑÍA XY BALANCE GENERAL (millones de pesos) 31 Diciembre de 2004 (Supuesto)

ACTIVO		PASIVO	
Efectivo	400	Oblig. Bancarias C.P	1000
Cartera	100	Oblig. Bancarias L.P	2500
Inmueble	5000	PATRIMONIO	
		Capital socios	2000

Para nadie es un secreto que una empresa funciona con sus activos y los pasivos son los compromisos que tiene la compañía con proveedores, entidades bancarias y sus socios.

Cuando una empresa requiere liquidez lo primero que hace es acudir a una entidad bancaria, para que este le conceda un crédito, comprometiendo algunos de sus activos, lo que trae como consecuencia es que la “empresa recibe un dinero en efectivo pero al mismo tiempo crea un pasivo con una entidad financiera, es decir a movido su activo pero también ha castigado su pasivo, esta acción se entiende como una acción dentro del balance por eso los expertos americanos lo llaman On Balance”¹².

Ahora bien, la compañía XY solicita un crédito bancario de \$4.000.000.000, (Véase Anexo C), quedaría su balance:

¹² Titularización Inmobiliaria. Títulos OIKOS. Bogotá Diciembre 2000

COMPAÑÍA XY
BALANCE GENERAL (millones de pesos)
31 Diciembre de 2004 (Supuesto)

ACTIVO		PASIVO	
Efectivo	4400	Oblig. Bancarias C.P	5000
Cartera	100	Oblig. Bancarias L.P	2500
Inmueble	5000	PATRIMONIO	
		Capital socios	2000

Supongamos ahora que la Empresa XY le exige a los socios que aumente su capital en \$4.000.000.000, el balance cambiaria así:

COMPAÑÍA XY
BALANCE GENERAL (millones de pesos)
31 Diciembre de 2004 (Supuesto)

ACTIVO		PASIVO	
Efectivo	4400	Oblig. Bancarias C.P	1000
Cartera	100	Oblig. Bancarias L.P	2500
Inmueble	5000	PATRIMONIO	
		Capital socios	6000

Con la titularización inmobiliaria, ocurre diferente, ya que el movimiento de las cuentas del balance se presenta solo en los activos. “La empresa solamente traslada dentro del activo una partida de un lugar a otro pero su pasivo y su resultado final queda idéntico¹³”

Ejemplo de la titularización inmobiliaria por \$4.000.000.000

COMPAÑÍA XY
BALANCE GENERAL (millones de pesos)
31 Diciembre de 2004 (Supuesto)

ACTIVO		PASIVO	
Efectivo	400	Oblig. Bancarias C.P	1000
Cartera	100	Oblig. Bancarias L.P	2500
Dchos Fiduc	4000	PATRIMONIO	
Inmuebles	1000	Capital socios	2000

Cuando los títulos pasan al mercado de valores se convierten en dinero en efectivo, por consiguiente pasa de la subcuenta derechos fiduciarios a la subcuenta efectivo:

¹³ Titularización Inmobiliaria. Títulos OIKOS. Bogotá Diciembre 2000

COMPAÑÍA XY
BALANCE GENERAL (millones de pesos)
31 Diciembre de 2004 (Supuesto)

ACTIVO		PASIVO	
Efectivo	4400	Oblig. Bancarias C.P	1000
Cartera	100	Oblig. Bancarias L.P	2500
Inmuebles	1000	PATRIMONIO	
		Capital socios	2000

“Esta es la razón por la cual es tan importante la titularización en una empresa pues no afecta el balance sino que lo mejora, es Off Balance¹⁴”.

Analizando el balance nos podemos dar cuenta que es como si la empresa hubiera vendido el inmueble, pero con la diferencia, que puede seguir operando en él.

“La sociedad fiduciaria está en capacidad de recibir la propiedad de los inmuebles sin ejercer el derecho que le otorga la propiedad. Bajo este criterio se trasladan a la fiduciaria los inmuebles para que ella los convierta en títulos valores y se recupera así el dinero invertido, pero restringiendo el ejercicio de la propiedad, para que la fiduciaria es en realidad un propietario imperfecto¹⁵”

Concluyendo lo anterior podemos decir que la sociedad fiduciaria se convierte en el único propietario del inmueble, y la Empresa XY, sigue ejerciendo su derecho sobre el inmueble, además, en el contrato de fiducia mercantil se debe dejar constancia que el único arrendatario debe ser la empresa XY, por consiguiente al convertir el bien inmueble en título, el inversionista adquiere los títulos y no el inmueble aunque los títulos le permitan mediante la renta y la valorización el usufructo completo.

¹⁴ Titularización Inmobiliaria. Títulos OIKOS. Bogotá Diciembre 2000

¹⁵ Ibid

6. CONCLUSIONES

Los beneficios que obtendría la empresa XY usando la herramienta financiera de la titularización serían los siguientes:

- Tener un activo ilíquido (bien inmueble) no es el objeto social de la empresa XY, si se mira desde el punto de vista financiero la empresa mantiene un gran capital congelado el cual indudablemente puede ser invertido. A través de la titularización el bien inmueble se vuelve líquido y entra a formar parte del efectivo de la empresa.
- El inmueble antes de ser titularizado solo servía como garantía para solicitar créditos a entidades financieras, mientras que ahora, entra a formar parte del flujo de caja de la empresa, ya que se pueden pagar deudas con terceros, socios, etc. Esto representa un enorme beneficio para la empresa, puesto que su nivel de endeudamiento no es el mejor.
- Una razón por la cual puede ser atractivo titularizar un inmueble para dicha empresa es “porque muchas veces esos activos inmobiliarios aparecen en los balances por valores muy bajos, al titularizarlos cambian los rubros en el balance, pasando de ser un activo inmobiliario a ser un activo fiduciario o un título valor, lo cual permite valorizar y mejorar el estado del balance”¹⁶.
- Los acreedores actuales que tiene la empresa no podrán perseguir ni embargar el bien inmueble, objeto de la titularización, ya que este pasaría a formar parte de la sociedad fiduciaria, la cual sería su nueva propietaria. Esto aclarando que la empresa XY no perdería el derecho ni el uso exclusivo del bien.
- El costo de un crédito para la empresa XY equivaldría a un 12.3% e.a, teniendo en cuenta solamente la tasa de interés que ofrecería BANCAFE, haciendo caso omiso a la tramitología que se requiere para ello, mientras que, a través de la titularización, los costos y gastos iniciales serían de 4.25% sobre los \$4.000.000.000 del monto total de la emisión.
- Para un mayor análisis, se realizó el flujo de caja para un posible inversionista y se obtuvo una rentabilidad antes de impuesto del 6,97%, lo cual no es atractiva. Véase Anexo D.

¹⁶ Titularización Inmobiliaria. Títulos OIKOS. Bogotá Diciembre 2000

BIBLIOGRAFÍA

ASOCIACION DE FIDUCIARIAS. Informe de titularizaciones. Bogotá, 2.004.

CODIGO CIVIL, Art. 1893, Alcances de la obligación de saneamiento.

CÓDIGO DEL COMERCIO, LEGIS

MADURA, JEFF. Mercados e Instituciones Financieras. Pág. 3.

PROYECTO DE INVESTIGACIÓN, especialización en gerencia de construcción Pág.11

TITULARIZACIÓN INMOBILIARIA, Títulos OIKOS, Bogotá diciembre 2000

[www. superbancaria. gov. co](http://www.superbancaria.gov.co)

[www. fiducolombia. com. co](http://www.fiducolombia.com.co)

[www. supervalores. gov. co](http://www.supervalores.gov.co)

www.bvc.com.co

[www.larepublica. com](http://www.larepublica.com)

_____. Tabla de proyecciones 2005- 2009, variables macroeconómicas

[www.suvalor. com.](http://www.suvalor.com)

ANEXOS

**ANEXO A:
BALANCE SOCIEDADES FIDUCIARIAS FEBRERO DE
2005**

ACTIVOS

Cifras en miles \$

	TOTAL ACTIVO	DISPONIBLE	INVERSIONES	ACEPTACIONES Y DERIVADOS	CUENTAS POR COBRAR	BS. REALIZABLES Y BRDP	PROPIEDADES Y EQUIPO	OTROS ACTIVOS/1
ALIANZA	13,515,202	83,757	8,444,244		1,959,301	315,033	365,794	2,347,073
BANKBOSTON TRUST	5,860,020	5,554,827	30,863		119,338			154,991
BBVA FIDUCIARIA	14,712,186	611,355	10,228,952		1,999,101		178,707	1,694,072
CITITRUST	20,075,339	17,566,115	151,352		1,221,306		118,303	1,018,262
FIDUAGRARIA	28,126,974	2,080,844	15,008,520		2,780,781	22,471	831,320	7,403,038
FIDUAMERIS	8,082,652	638,647	6,644,232		344,992	41,825	117,116	295,839
FIDUBOGOTA	37,816,934	1,693,894	19,836,458	3,324,605	1,990,228		1,821,762	9,149,986
FIDUCAFE	47,460,613	4,703,553	31,628,154	-4,054	734,523		7,848,588	2,549,848
FIDUCENTRAL	11,920,241	1,466,027	5,656,980		1,092,884	39,990	1,751,001	1,913,360
FIDUCIARIA BANITSMO*	18,745,231	1,143,410	13,051,870		973,849	461,235	280,396	2,834,471
FIDUCIARIA CORFINSURA	5,605,880	15,948	4,404,502		867,112		65,719	252,599
FIDUCIARIA POPULAR	26,908,119	678,684	21,421,006	9,066	1,018,983		2,138,161	1,642,219
FIDUCOLDEX	13,779,760	1,317,982	9,167,160		1,002,706		246,946	2,044,965
FIDUCOLMENA	6,832,357	90,033	3,571,858		286,012	148,086	1,608,231	1,128,137
FIDUCOLOMBIA	95,141,650	6,234,051	75,052,468		4,473,769	37,536	2,209,631	7,134,195
FIDUCOLPATRIA	31,834,155	4,109,805	25,526,123		1,561,316		230,515	406,395
FIDUCOMERCIO	25,012,139	367,270	17,088,627		953,948		3,952,085	2,650,208
FIDUCOR	6,283,656	2,300,153	413,198		743,245		1,094,761	1,732,299
FIDUDAVIVIENDA	46,260,814	655,605	43,127,250		337,070		823,441	1,317,448
FIDUFES	4,597,118	93,840	2,117,083	25	397,973	350,751	1,091,318	546,129
FIDUNION	6,842,530	812,606	2,993,946		434,988		1,444,582	1,156,408

FIDUOCCIDENTE	52,519,288	527,503	39,464,721		2,351,297		3,229,499	6,946,269
FIDUPETROL	5,250,742	309,703	2,674,047		1,124,186		818,580	324,225
FIDUSKANDIA	20,467,831	723,162	6,118,568	61,662	290,140		1,124,576	12,149,723
FIDUSUPERIOR	6,807,533	2,581,672	2,687,566		790,207		384,432	363,656
FIDUTEQUENDAMA	9,007,093	1,061,595	5,828,591	-3,176	897,133		95,015	1,127,936
FIDUVALLE	19,210,542	1,003,487	12,105,100	1,839	2,140,267		813,168	3,146,682
HELM TRUST	22,852,787	1,533,670	17,595,423		865,794		1,689,220	1,168,679
LA PREVISORA SANTANDER INVEST. TRUST	66,949,143	3,774,357	46,853,713		3,702,152		4,256,401	8,362,520
	33,394,257	31,906,194	270,303		901,186		30,635	285,939
TOTAL	711,872,785	95,639,748	449,162,881	3,389,968	38,355,787	1,416,927	40,659,902	83,247,572

/1 Incluye : Gastos anticipados, Cargos Depósitos, Bienes de arte y cultura, Derechos diferidos, Intangibles, Créditos a empleados en fideicomisos y Diversos.

Fuente: S.A.I.F.
DATOS : SUPERINTENDENCIA
BANCARIA

* Anteriormente Fiduciaria Lloyds Trust

ANEXO B:

FLUJO DE CAJA DEL ORIGINADOR

Concepto	AÑO 0	AÑO 1	AÑO 2	AÑO 3	AÑO 4	AÑO 5
Monto	4,000,000,000					
Calificación	-18,000,000					
Colocación	-10,000,000					
Admon. Patrimonio Autónomo	-32,340,000	-33,827,640	-35,282,229	-36,728,800	-38,197,952	-39,725,870
Aviso de oferta	-10,000,000					
Prospectos	-9,600,000					
RNVI	-320,000					
Derechos Oferta Pública	-1,400,000					
Bolsa de Valores	-10,300,000					
Deceval	-403,960					
Gastos Legales	-62,000,000					
Canon de Arrendamiento	-40,000,000	-41,840,000	-43,639,120	-45,428,323.92	-47,245,456.88	-49,135,275.15
Otros						
Subtotal	3,805,636,040	-75,667,640	-78,921,349	-82,157,124	-85,443,409	-88,861,145
Impuesto	1,465,169,875					
TOTAL	2,340,466,165	-75,667,640	-78,921,349	-82,157,124	-85,443,409	-88,861,145
TIR EFECTIVA	8.415%					

VARIABLES	
INFLACION + 1 PB	6%
IMPUESTO	38.50%
CANON	1%
SMMLV	385,000

FLUJO DE CAJA DEL ORIGINADOR

Concepto	AÑO 6	AÑO 7	AÑO 8	AÑO 9	AÑO 10
Monto					-7,163,390,786
Calificación					
Colocación					
Admon. Patrimonio Autónomo	-41,314,905	-42,967,501	-44,686,201	-46,473,649	-48,332,595
Aviso de oferta					
Prospectos					
RNVI					
Derechos Oferta Pública					
Bolsa de Valores					
Deceval					
Gastos Legales					-62,000,000
Canon de Arrendamiento	- 51,100,686.16	- 53,144,713.60	- 55,270,502.15	- 57,481,322.23	- 59,780,575.12
Otros					
Subtotal	-92,415,591	-96,112,215	-99,956,703	-103,954,971	-7,333,503,956
Impuesto					
TOTAL	-92,415,591	-96,112,215	-99,956,703	-103,954,971	-7,333,503,956

ANEXO C:

AMORTIZACION CREDITO BANCARIO

MONTO	4,000,000,000		
PLAZO	10	AÑOS	
TASA	DTF + 4.5		TASA EFECTIVA
DTF *	7.80%		12.30%

PERIODO	INTERES	ABONO A K	CUOTA	SALDO
0				4,000,000,000
1	492,000,000	224,652,351	716,652,351	3,775,347,649
2	464,367,761	252,284,590	716,652,351	3,523,063,060
3	433,336,756	283,315,594	716,652,351	3,239,747,465
4	398,488,938	318,163,412	716,652,351	2,921,584,053
5	359,354,839	357,297,512	716,652,351	2,564,286,541
6	315,407,245	401,245,106	716,652,351	2,163,041,435
7	266,054,097	450,598,254	716,652,351	1,712,443,181
8	210,630,511	506,021,839	716,652,351	1,206,421,342
9	148,389,825	568,262,526	716,652,351	638,158,816
10	78,493,534	638,158,816	716,652,351	0

DTF* es el promedio anual proyectada para el 2005

ANEXO D:

FLUJO DE CAJA DEL INVERSIONISTA

Concepto	AÑO 0	AÑO 1	AÑO 2	AÑO 3	AÑO 4	AÑO 5
Inversión Inicial	-4,000,000,000					
Canones recibidos		41,840,000	43,639,120	45,428,324	47,245,457	49,135,275
Utilidad de Capital						
Impuestos de Renta		16,108,000	16,801,000	17,490,000	18,190,000	18,917,000
Valor redimible (Nominal)						
Flujo de Caja para el inversionista despues de Impuestos	-4,000,000,000	25,732,000	26,838,120	27,938,324	29,055,457	30,218,275
Rentabilidad despues de Impuesto	4.6872%					
Flujo de Caja para el inversionista antes de Impuestos	-4,000,000,000	41,840,000	43,639,120	45,428,324	47,245,457	49,135,275
Rentabilidad antes de Impuesto	6.9661%					

FLUJO DE CAJA DEL INVERSIONIS'

Concepto	AÑO 6	AÑO 7	AÑO 8	AÑO 9	AÑO 10
Inversión Inicial					
Canones recibidos	51,100,686	53,144,714	55,270,502	57,481,322	59,780,575
Utilidad de Capital					3,163,390,786
Impuestos de Renta	19,674,000	20,461,000	21,279,000	22,130,000	1,240,921,000
Valor redimible (Nominal)					4,000,000,000
Flujo de Caja para el inversionista despues de Impuestos	31,426,686	32,683,714	33,991,502	35,351,322	5,982,250,361
Flujo de Caja para el inversionista antes de Impuestos	51,100,686	53,144,714	55,270,502	57,481,322	7,223,171,361

