



INFORME ESPECIAL DE  
**ESTABILIDAD  
FINANCIERA**

---

TITULARIZACIÓN A PARTIR DE  
PATRIMONIOS ADMINISTRADOS  
POR SOCIEDADES FIDUCIARIAS

---

Septiembre de 2015

Banco de la República  
Bogotá, D. C., Colombia

ISSN - 1692 - 4029

# TITULARIZACIÓN A PARTIR DE PATRIMONIOS AUTÓNOMOS ADMINISTRADOS POR SOCIEDADES FIDUCIARIAS

Esteban Gómez  
Miguel Ángel Morales\*

## 1 Introducción

En las décadas más recientes, los vehículos de propósito especial -VPE- (*special purpose vehicles*) han sido utilizados ampliamente en los procesos de titularización de activos financieros. Para el originador de los activos a titularizar, estos vehículos traen ventajas tales como la mejor administración de los riesgos, una mayor liquidez y menores requerimientos de capital. Asimismo, los inversionistas también reciben beneficios tales como un análisis de contraparte más sencillo, mayor exposición a una nueva clase de activos y circunvolución de ciertos límites regulatorios, como por ejemplo los de concentración de contraparte<sup>1</sup>.

No obstante, el uso de este tipo de vehículos, por parte de los originadores, agentes de manejo e inversionistas, también conlleva a que enfrenten ciertos riesgos tales como el reputacional, de liquidez y mercado, además que se podrían facilitar situaciones de falta de transparencia en el reporte de la información contable. Situaciones como las presentadas por compañías como Enron y Lehman Brothers<sup>2</sup> evidenciaron la materialización de estos riesgos e incentivaron a que estos vehículos se monitoreen con mayor detalle por parte

\* Los autores son, en su orden, director del Departamento de Estabilidad Financiera y estudiante del PhD en Políticas Públicas de la Universidad de Chicago. Las opiniones no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

<sup>1</sup> Véase Price Waterhouse Coopers (2011).

<sup>2</sup> Al año 2000, Enron había creado cientos de vehículos de propósito especial (VPE) para esconder billones de dólares en deuda generados por proyectos y negocios fallidos. La insolvencia de Lehman Brothers en 2008 resaltó las debilidades estructurales en el reporte de información de los VPE, particularmente en transacciones financieras donde *Lehman* actuó como contraparte de contratos *swaps*.

de los entes supervisores y reguladores.

En este documento se analizan los riesgos asociados con los procesos de titularización llevados a cabo por patrimonios autónomos administrados por las sociedades fiduciarias y se muestra un diagnóstico de dichos procesos en el sistema financiero colombiano. En la primera sección se presentan las definiciones, los objetivos y riesgos de estos procesos; en la segunda se describe el marco regulatorio de esta actividad en Colombia; en la última se describen las titularizaciones por medio de patrimonios autónomos (PA) registrados en el país, utilizando los prospectos de inversión y la información del Formato 351 -Composición del portafolio de inversiones- de la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC).

## 2 Definiciones, objetivos y riesgos de la titularización a partir de patrimonios autónomos

En los procesos de titularización mediante PA son fundamentales las siguientes definiciones para entender el funcionamiento del esquema y las responsabilidades y derechos que tiene cada una de las partes:

- **Originador:** persona natural o jurídica que transfiere a una sociedad fiduciaria en desarrollo de un contrato de fiducia la propiedad de los bienes que se vinculan al proceso de titularización como activos subyacentes. Adicional a entidades locales, pueden tener la calidad de originador entidades financieras del exterior, al igual que entidades públicas y privadas extranjeras.
- **Activos subyacentes:** bienes presentes o futuros, separados patrimonialmente de las entidades que los originan y/o administran, para la conformación de un VPE a partir del cual se emiten títulos y cuyo flujo de caja constituirá la fuente de pago de los valores emitidos dentro del proceso.
- **Agente de manejo:** son las sociedades fiduciarias en-

cargadas de hacer cumplir las disposiciones del reglamento de emisión y propender por el cumplimiento de los derechos de los tenedores de los títulos. Están facultadas para, directamente o a través de un tercero, i) administrar el PA correspondiente, ii) administrar los activos subyacentes y iii) ejercer las acciones extrajudiciales o judiciales que se requieran para la adecuada protección de los activos subyacentes y los derechos de los tenedores.

- **Administrador de los activos subyacentes:** entidad designada por el agente de manejo para gestionar el recaudo y transferencia de los flujos derivados de los activos subyacentes, de conformidad con el reglamento de emisión.
- **Emisor:** entidad expresamente facultada para la conformación o creación de un VPE a partir del cual se emiten los títulos producto de la titularización. En el caso de titularizaciones a través de PA, la sociedad fiduciaria, en representación del PA emitirá los títulos correspondientes. El emisor también puede encargarse directamente de la colocación de los títulos en el mercado de capitales o encarga a una entidad especializada.

Como se puede ver, la sociedad fiduciaria está facultada como emisor y agente de manejo de la titularización. Adicionalmente, podría también ser el administrador de los activos subyacentes y el colocador de los títulos en el mercado, siendo así la única entidad que mediaría entre el originador y los inversionistas tenedores de los títulos valores producto de la titularización.

Los procesos de titularización típicamente se desarrollan siguiendo la siguiente secuencia: la creación de un VPE; la transferencia de ciertos activos al VPE, y la redistribución de la exposición a los activos vía: i) la emisión de títulos por parte del VPE, ii) la retención de diversas formas de interés residual por parte del VPE, y iii) la adquisición de títulos y toma de riesgo por parte de terceros diferentes a los inversionistas (garantes, proveedores de liquidez, etc). De esta manera, este proceso permite transferir el riesgo (crediticio, mercado, tasa de interés) de un conjunto de subyacentes y redistribuirlo entre los inversionistas que estarían dispuestos a asumirlo.

El principal objetivo del proceso es separar legalmente los activos administrados por el VPE del originador. Por tanto, el originador no tendría una obligación legal con los títulos emitidos por el vehículo; por ejemplo, si los activos que conforman el PA no logran repagar las obligaciones a las que está comprometido, el originador no tiene la obligación de proveer fondos adicionales para soportar el PA. Un segundo objetivo por parte del originador es acceder a fuentes de fondeo alternativas y así reducir sus costos de fondeo. Los VPE permiten transformar los activos pocos líquidos y algunas veces no calificados del originador en títulos líquidos y calificados. De esta manera, el originador puede mejorar su liquidez y obtener menores costos de fondeo. Otra razón importante es su tratamiento contable por fuera de balance; usualmente el originador debe remover los activos de su hoja de balance y estos deben reportarse como parte del VPE. Esto podría generar un incentivo a titularizar activos riesgosos por medio de PA, para así transferir los activos expuestos, y reducir los activos ponderados por nivel riesgo (APNR) en la hoja de balance, que afectan los requerimientos de capital del originador (Basel Committee (2009)).

A pesar de las ventajas que estos vehículos ofrecen, existen algunos riesgos que deben tenerse en cuenta. Los inversionistas enfrentan el riesgo de que el flujo de caja generado por el activo subyacente no sea suficiente para cumplir con el pago de los pasivos correlativos<sup>3</sup>. Adicionalmente, existen otros riesgos que también podrían involucrar al originador y agente de manejo; a continuación se resumen los riesgos que asumen los participantes al constituir estos vehículos de inversión<sup>4</sup>:

- **Falta de transparencia:** la complejidad de los PA puede dificultar su monitoreo, el seguimiento del nivel de riesgo existente y la determinación de quién lo está enfrentando.
- **Riesgo reputacional:** la calidad crediticia del origi-

<sup>3</sup>Más específicamente, los riesgos están relacionados con la incertidumbre de futuros pagos, es decir, riesgo de prepago y riesgo en el flujo de caja o de mora. La probabilidad de pérdida se define como el posible defecto que se puede presentar en el pago de capital de los títulos.

<sup>4</sup>Para mayor detalle véase Price Waterhouse Coopers (2011).

nador u agente de manejo puede verse afectada por el mal desempeño del PA. Por esta razón es poco creíble que dichas entidades abandonen al PA en situaciones de estrés.

- **Efecto señalización:** un rendimiento pobre por parte de los activos que conforman el PA podría dar señales negativas de la calidad de los activos del originador y por ende de la salud financiera de su hoja de balance.
- **Riesgo de franquicia:** las relaciones crediticias de los inversionistas con el originador o agente de manejo podrían verse afectadas por su experiencia con el PA. Por tanto, un mal manejo del PA con los inversionistas podría deteriorar las relaciones de estos últimos con el originador y/o el agente de manejo.
- **Liquidez y fondeo:** un PA con un rendimiento muy por debajo del esperado podría afectar el acceso del originador y/o agente de manejo al mercado de capitales.
- **Riesgo de mercado:** el originador podría mantener una proporción de los activos emitidos por el PA. En un escenario crítico en el que el PA se encuentre en una situación de estrés, si el originador no interviene y da apoyo al vehículo, el originador podría también enfrentar importantes pérdidas.

Adicionalmente, una venta forzosa de los activos que conforman el PA reduciría el precio de dichos activos, afectando indirectamente el valor de estos títulos que se encuentran en la hoja de balance del originador o agente de manejo. De esta manera, se genera un incentivo a que estas entidades intervengan en el PA.

- **Arbitraje regulatorio:** los estándares regulatorios aplicados a los activos que están dentro de la hoja de balance del originador y los que se encuentran en el PA difieren, siendo las exigencias más laxas para el segundo. Esta es una de las razones por las cuales este tipo de vehículos son comúnmente usados.

### 3 Marco regulatorio en Colombia

De acuerdo con la SFC, el proceso de titularización “es un mecanismo de movilización de activos que consiste en el agrupamiento o empaquetamiento de bienes

*presentes o futuros generadores de flujos de caja denominados ‘Activos Subyacentes’, mediante la creación de una estructura autofinanciada creada a través de un Vehículo de Propósito Especial (VPE) a partir del cual se emiten valores”*(Circular Básica Contable y Financiera - CBCF, capítulo XV).

Los VPE son estructuras creadas 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. En los procesos de titularización tanto los PA<sup>5</sup> como las universalidades<sup>6</sup> tienen condición de VPE.

La reglamentación expedida por la SFC respecto a la titularización de cartera de créditos (CBCF, capítulo XV) como aquella que se encuentra en el Decreto 2555 respecto a los procesos de titularización en general (Libro 6), definen de manera detallada los agentes que participan en estos procesos, así como los factores estructurales que deben tenerse en cuenta en un proceso de titularización. Por otra parte, es importante mencionar que la autorización legal para que las fiduciarias puedan adelantar este tipo de procesos se encuentra en la Circular Básica Jurídica de 2014, que establece que uno de los tipos de negocio de las fiducias de administración será el de procesos de titularización, con el propósito de “(...) crear mecanismos

<sup>5</sup>Los patrimonios autónomos (PA) son un tipo de VPE constituidos 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 jurídica 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.

<sup>6</sup>Las universalidades son otro tipo de VPE aplicable exclusivamente a los procesos de titularización de créditos hipotecarios de vivienda, flujos derivados de contratos de *leasing* habitacional y demás activos hipotecarios derivados u originados en el sistema especializado de financiación de vivienda desarrollados por establecimientos de crédito y sociedades titularizadoras, de conformidad con lo dispuesto en la Ley 546 de 1999, el Decreto 1719 de 2001 y demás que las modifiquen, adicionen o complementen.

*para respaldar la rentabilidad y el pago total de los títulos emitidos*” (parte II, título II, capítulo I).

Respecto a los requisitos fundamentales que deben cumplirse en un proceso de esta naturaleza, la CBCF de la SFC establece que son tres: i) transferencia o enajenación en firme, ii) separación patrimonial e iii) indivisibilidad e intangibilidad. El primero de ellos hace referencia al hecho de que una vez se lleva a cabo la transferencia de los activos subyacentes por parte del originador a la sociedad fiduciaria, el originador o el emisor no tendrán la facultad de ejercer derechos discrecionales de control sobre los mismos, ni el derecho de exigir unilateralmente cualquier tipo de beneficio derivado de estos activos o la posibilidad de exigir su restitución. El segundo aspecto está relacionado con el hecho de que, de conformidad con el artículo 68 de la Ley 964 de 2005 (conocida como la Ley del mercado de valores), en un proceso de titularización se requiere en todos los casos que los activos que conforman el VPE se encuentren separados completamente del patrimonio de las entidades que los originan y/o administran<sup>7</sup>. El último establece que los activos subyacentes vinculados a estos procesos no constituirán prenda general de los acreedores de quienes los originen o administren y estarán excluidos de la masa de bienes que pueda confirmarse para efectos de cualquier procedimiento mercantil o de cualquier otra acción que pudiera afectarlos.

Adicionalmente, tanto en el reglamento de la SFC como en el Decreto 2555, se establecen reglas respecto a la información y revelación que debe realizar el administrador de los activos subyacentes o el agente de manejo, según corresponda, para cada uno de los VPE que administre. En particular, se establece que, mediante notas a los estados financieros de cada uno, se deberán revelar aspectos como: la clase de los valores emitidos, su plazo<sup>8</sup> y monto, información relacionada

<sup>7</sup>Por virtud de la separación 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 de los valores emitidos y los derechos consagrados a favor de las partes con derechos exigibles.

<sup>8</sup>El plazo de redención final de los títulos no será inferior a un año.

con el comportamiento y suficiencia del flujo de caja de los activos subyacentes respecto al pasivo estructurado para la titularización e identificación clara de que los mismos se encuentran vinculados a dicho proceso, entre otros.

Además, se deberá suministrar al inversionista, de manera previa a la suscripción del título, toda la información necesaria para el adecuado entendimiento de los riesgos que este asume y las políticas de gestión de riesgo. Por tanto, se deberá mantener a disposición del mercado información relacionada con: i) el prospecto de colocación (que incluye, entre otras cosas, identificación del emisor, descripción general de la emisión, calificación de la misma, coberturas o garantías con que cuenta la emisión<sup>9</sup>, el reglamento de la emisión y los factores de riesgo), ii) un reporte mensual por cada PA, que contenga información sobre el comportamiento de las emisiones y los riesgos inherentes a los activos subyacentes, así como indicadores que revelen el estado actual de los mismos y iii) cualquier otra relativa al proceso que se considere necesaria para ilustrar al inversionista respecto de la inversión.

Por último, en el Libro 6 del Decreto 2555, además de establecerse las generalidades que deben cumplir todos los procesos de titularización, se especifica las reglas especiales que se deben tener en cuenta por tipo de proceso, a saber: titularización de cartera y otros activos generadores de un flujo de caja, titularización inmobiliaria, titularización de proyectos de construcción, titularización de obras de infraestructura y servicios públicos y titularización sobre otros bienes. A

No obstante, podrán efectuarse amortizaciones parciales a término inferior a un año, siempre que la sumatoria de los mismos no supere el 30% del valor del capital del título.

<sup>9</sup>En los esquemas de titularización de cartera o de otros activos generadores de un flujo de caja deberán incorporarse mecanismos de seguridad o de apoyo crediticio, los cuales pueden ser internos o externos. A manera de ejemplo, entre los primeros se encuentra la sobrecolateralización de la cartera o la sustitución de cartera, mientras que entre los segundos se tienen los avales o garantías (otorgados por instituciones financieras o aseguradoras) y los depósitos de dinero (en los términos del artículo 1173 del Código de Comercio). Los procesos de titularización cuyos títulos se negocien en el Segundo Mercado no tendrán que incorporar mecanismos de cobertura.

manera de ejemplo, la titularización sobre obras de construcción requiere, entre otros requisitos adicionales, una inversión mínima en los títulos emitidos equivalente a 60 salarios mínimos por inversionista, debe existir un avalúo emitido por un miembro de una lonja de propiedad raíz, la sociedad constructora deberá acreditar trayectoria superior a cinco años en el sector y experiencia en obras de similar envergadura y se requerirá la vinculación de una sociedad interventora, cuya idoneidad debe verificar el agente de manejo.

#### 4 Patrimonios autónomos en Colombia

Los procesos de titularización son uno de los usos más visibles, en términos de información, de los VPE establecidos por fuera de balance, dado que las titularizaciones: i) exigen a los VPE establecerse bajo un marco regulatorio definido y ii) el proceso incluye la venta de títulos registrados y calificados en los mercados de capitales. De ahí que haya disponibilidad de información para su análisis. A continuación nos enfocamos en aquellos fideicomisos identificados como administradores de procesos de titularización a septiembre de 2015.

A dicha fecha se encontraron 26 fideicomisos vigentes con un monto nominal total al momento de su constitución por COP4,1 billones, USD47,1 millones y 9.987.600.000 en unidades de valor real (UVR)<sup>10</sup>, donde el fideicomiso más antiguo (Parque Industrial Alsacia) data desde 1994 y el más reciente (Hoteles Estelar) desde 2012<sup>11</sup>. La mayoría de los fideicomisos emitieron títulos derivados de procesos de titularización cuyo subyacente es distinto de cartera hipotecaria y cuyo originador es una entidad no vigilada por la SFC. Asimismo, la mayoría de emisiones corresponden a títulos de participación inmobiliaria (13 fi-

deicomisos), de los cuales 11 fueron emitidos en la década de los noventa. Por otro lado, 12 fideicomisos corresponden a títulos de contenido crediticio y uno a una titularización que originó tanto títulos participativos como títulos mixtos<sup>12</sup>.

El fideicomiso con mayor valor se denomina Patrimonio Autónomo Estrategias Inmobiliarias, con un cupo global de COP2 billones. El destino de estos recursos es la adquisición de activos inmobiliarios (oficinas, bodegas, locales comerciales, centros comerciales, entre otros) y la rentabilidad de los títulos está dada por la valorización de los activos inmobiliarios, ingresos por conceptos de cánones de arriendo, indemnizaciones recibidas por conceptos de seguros y relacionadas. El fideicomiso con menor valor se denomina Ladrillos para of. de la Avda Chile con un monto de COP380 millones. El activo titularizado son los flujos futuros de los inmuebles de oficinas adquiridos por el grupo empresarial Oikos en la avenida Chile. La rentabilidad de los títulos está originada por los arrendamientos y valoración de los inmuebles, además de la rentabilidad obtenida por los excedentes de caja del PA, los cuales se acumulan en un fondo de reservas.

Dentro de los fideicomisos también se encontraron emisiones de títulos con denominación diferente al pe-

<sup>12</sup>De acuerdo con el Decreto 2555, los valores emitidos como resultado de procesos de titularización podrán adoptar las siguientes modalidades: 1. **Títulos corporativos o de participación:** En los cuales el inversionista adquiere un derecho o alícuota en el patrimonio conformado por los activos objeto de movilización. El inversionista no adquiere un título de rendimiento fijo sino que participa en las utilidades o pérdidas que genere el negocio objeto del contrato. Los títulos de participación podrán prever su redención parcial o total con antelación a la extinción del patrimonio o cartera colectiva, por razón de la liquidación de parte de sus activos. 2. **Títulos de contenido crediticio:** los cuales incorporan el derecho a percibir la cancelación del capital y de los rendimientos financieros en los términos y condiciones señalados en el título. Los activos que integran el patrimonio autónomo respaldan el pasivo adquirido con los inversionistas, correspondiendo al agente de manejo adoptar las medidas necesarias para obtener el recaudo de los flujos requeridos para la atención oportuna de las obligaciones contenidas en los valores emitidos. 3. **Títulos mixtos:** Son aquellos que de manera adicional a los derechos que confiere un título de participación pueden ser amortizables o pueden tener una rentabilidad mínima o un límite máximo de participación.

<sup>10</sup>A la tasa de cambio del 30/09/2015 (\$3.122) y a la UVR del mismo día (223,8753), el saldo en pesos de la emisión en dólares sería COP147 mil millones y de la emisión en UVR sería COP2,2 billones. Por tanto, la emisión total en términos nominales sería de COP6,4 billones aproximadamente.

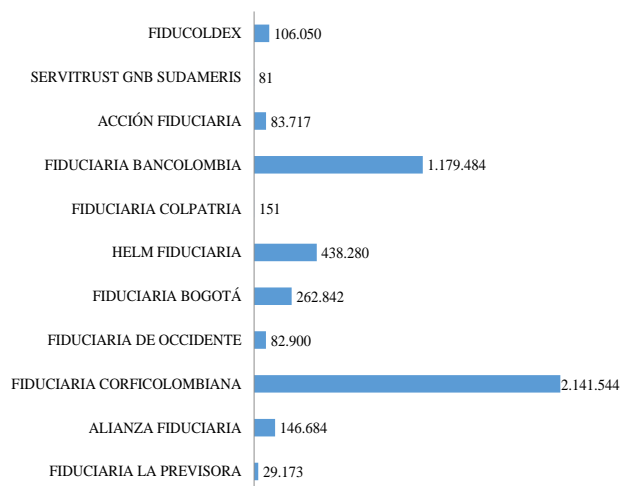
<sup>11</sup>Según la fecha de inscripción al Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE).



so, una en dólares y otra en UVR. La primera se denomina TCA2016 y fue originada por Cementos Andino S.A., con una emisión de USD47,1 millones. El activo titularizado son documentos de crédito, que corresponden a ocho (8) pagarés emitidos por Cementos Argos S.A. a favor de Cementos Andino S.A., suscritos el día 8 de agosto de 2006, cada uno con un saldo de capital vigente igual al equivalente en pesos colombianos de USD5,9 millones. La emisión denominada en UVR corresponde al fideicomiso Patrimonio Autónomo Transmilenio Fase III con un monto de 9.987.600.000 unidades (con base en el valor de la unidad UVR de febrero 15 de 2008). El activo titularizado son los flujos o recursos dinerarios en los que se materialicen los derechos económicos que le correspondan a Transmilenio en virtud de las vigencias futuras no comprometidas del Convenio Nación-Distrito con destino a la financiación de las obras de infraestructura de la Fase III del Sistema Transmilenio. Los rendimientos están preestablecidos y dependen del tipo de título que adquiera el inversionista: A, B, C, D o E<sup>13</sup>.

En el Gráfico 1 se presenta el monto (valor nominal en pesos de la emisión) administrado por las sociedades fiduciarias de los PA que se analizan en este documento al 30 de septiembre de 2015. La entidad con mayor monto administrado es Fiduciaria Corficolombiana (COP2,1 billones), seguida por la Fiduciaria Bancolombia (COP1,2 billones). Al respecto, Fiduciaria Corficolombiana administra un total de activos fideicomitidos por valor de COP9,5 billones y Fiduciaria Bancolombia administra un monto total de COP55,4 billones.

**Gráfico 1: Monto administrado en procesos de titularización, por sociedad fiduciaria (cifras en millones de pesos)**



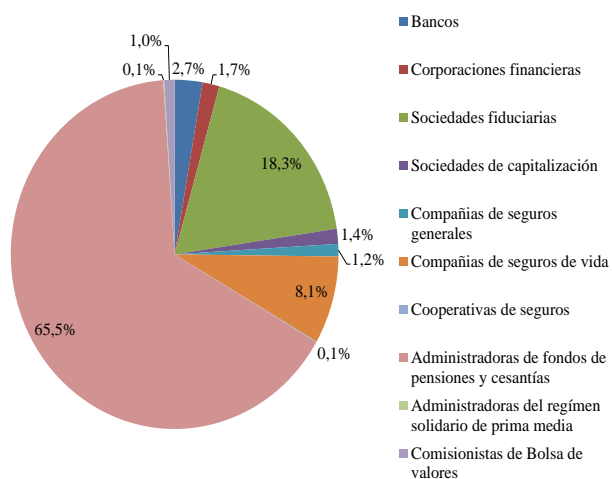
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos de los autores.

A partir de la información del Formato 351 se identificaron los intermediarios financieros que poseen títulos participativos o de contenido crediticio de los PA que se analizan en este documento. Al tercer trimestre de 2015, el sistema financiero reportó inversiones en estas titularizaciones por COP1,5 billones. Las sociedades administradoras de fondos de pensiones y cesantías (AFP) son el tipo de entidad que mayor proporción tiene de los títulos en manos del sistema financiero (65,5%), seguido de las sociedades fiduciarias (18,3%) y las compañías de seguro de vida (8,1%) (Gráfico 2).

Al realizar el mismo análisis a nivel individual, se encuentra que las diez entidades con mayor participación en estos títulos concentran el 86% del valor de compra de las emisiones que se encuentran en el balance del sistema financiero; las tres primeras concentran el 64,2% (Cuadro 1). También se puede observar que la mayor parte de las inversiones está en el portafolio administrado de terceros (83,7%), y que solo dos entidades tienen toda su exposición en posición propia (entidades 5 y 7). El Cuadro 1 también presenta el porcentaje que dichas inversiones representan del acti-

<sup>13</sup>La emisión contará con las siguientes series: A: títulos locales denominados en pesos indexados al IPC; B: títulos locales denominados en pesos indexados a la DTF; C: títulos locales denominados en pesos con tasa fija; D: títulos locales denominados en UVR y con tasa fija; E: títulos locales denominados en UVR cero cupón.

**Gráfico 2: Participación en el valor de compra total, por tipo de entidad**



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos de los autores.

vo, tanto propio como administrado a terceros. Como se puede observar, en ningún caso dicho porcentaje supera el 1,3 %, indicando que ninguna entidad tiene una exposición significativa a estos títulos. La única excepción la presenta la Entidad 10, que en posición propia tiene títulos provenientes de titularizaciones que representan el 22,3 % de su activo. No obstante, esta entidad tiene un valor total del activo que, a septiembre de 2015, representaba el 0,03 % del activo propio total de las entidades analizadas.

## 5 Conclusiones

La titularización a partir de patrimonios autónomos (PA) administrados por sociedades fiduciarias es una práctica que trae tanto beneficios como riesgos a los sistemas financieros. El principal problema subyace en la compleja identificación y transferencia de los riesgos de estos procesos, lo cual dificulta hacerle un adecuado seguimiento pues permite que sea utilizada como una herramienta para ocultar riesgos y posiblemente reducir los niveles requeridos de capital por parte del originador.

En Colombia, la titularización a partir de PA es una actividad que está autorizada en la Circular Básica Jurídica y reglamentada tanto por la Circular Básica Contable y Financiera como por el Decreto 2555, además de contar con la supervisión de la SFC. Si bien se reconoce que existen riesgos inherentes asociados a los procesos de titularización, es importante destacar que la regulación propende por generar mecanismos que los mitiguen para los inversionistas, a saber; establece reglas relacionadas con la revelación de información a los inversionistas respecto a las características de la inversión y los riesgos asociados a la misma, exige la separación patrimonial entre los activos del VPE y aquellos del originador o agente de manejo así como la enajenación en firme de los activos subyacentes<sup>14</sup>.

Al analizar el tamaño de los procesos de titularización a través de PA vigentes a diciembre de 2014, se encuentra que las entidades que administran el mayor monto de estos procesos son Fiduciaria Corficolombiana y Fiduciaria Bancolombia. Adicionalmente, utilizando la información de la composición del portafolio de inversiones de la SFC (Formato 351) se observa que las AFP son las entidades que concentran la mayoría de las titularizaciones (65,5 %) seguida por las sociedades fiduciarias (18,3 %). Sin embargo, cuando se compara el monto de dicha exposición frente al activo de las entidades (en el caso en que sean acreedores en posición propia) o de los fondos que administran (cuando es la posición de terceros), se encuentra que en ningún caso dicho valor supera 1,3 %, con excepción de una entidad (22,3 % en posición propia). No obstante, dicha entidad representa el 0,03 % de los activos en posición propia de las entidades analizadas, lo que implica que actualmente ninguna entidad del sistema financiero presenta una exposición a estos títulos que pueda representar un riesgo sistémico para el sistema financiero.

<sup>14</sup>En Colombia no se exige que el originador de la emisión se quede con un porcentaje de la titularización como mecanismo de mitigación del riesgo para los inversionistas.



**Cuadro 1: Participación en el valor de compra total (posición propia y administrada), por entidad (datos de activos a septiembre de 2015)**

Entidad	% activos en posición propia sobre total	% activos en posición administrada sobre total	Posición propia % de activos propios	Posición administrada % de activos administrados
Entidad 1	0,0 %	32,6 %	0,0 %	0,6 %
Entidad 2	0,0 %	26,8 %	0,0 %	0,6 %
Entidad 3	0,0 %	7,3 %	0,0 %	0,4 %
Entidad 4	0,0 %	3,8 %	0,0 %	0,4 %
Entidad 5	3,2 %	0,0 %	1,3 %	
Entidad 6	0,0 %	3,0 %	0,0 %	0,2 %
Entidad 7	2,7 %	0,0 %	0,0 %	
Entidad 8	0,0 %	2,6 %	0,0 %	1,1 %
Entidad 9	0,0 %	2,3 %	0,0 %	0,1 %
Entidad 10	0,9 %	0,8 %	22,3 %	0,2 %
Otros	9,5 %	4,5 %	0,1 %	0,1 %
<b>Total</b>	<b>16,3 %</b>	<b>83,7 %</b>	<b>0,1 %</b>	<b>0,4 %</b>

**Nota:** En el cálculo de este Cuadro se utiliza la siguiente definición para los activos administrados: i) Fiduciarias. Los activos fideicomitidos hacen referencia a fiducia de inversión, inmobiliaria, de administración, garantía, pensiones voluntarias, recursos de la seguridad social y otros, y cartera colectivas; ii) Sociedades Comisionistas de Bolsa y SAI. Los activos administrados hacen referencia a los Fondos de Inversión Colectiva; y iii) AFP. Los activos administrados hacen referencia a los Fondos de Pensiones Obligatorias, Fondos de Pensiones Voluntarias, Fondos de Cesantías y Fondos de Bono Pensional.

**Fuente:** Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos de los autores.

## Referencias

Price Waterhouse Coopers (2011). “Creating and Understanding of Special Purpose Vehicles”. Disponible en: <https://www.pwc.com/gx/en/banking-capital-markets/publications/assets/pdf/next-chapter-creating-understanding-of-spvs.pdf>. Diciembre.

Basel Committee on Banking Supervision (2009). “Report on Special Purpose Entities”. *The Joint Forum*, Septiembre.