

**EL ROL DEL VEHÍCULO DE PRÓPOSITO ESPECIAL (SPV) EN LOS
PROYECTOS DE INVERSIÓN**

DIANA MARCELA PÁJARO LEÓN

JOHANNA MILENA MEJÍA ATEHORTÚA

**UNIVERSIDAD EAFIT
ESCUELA DE ECONOMÍA Y FINANZAS
MAESTRÍA EN ADMINISTRACIÓN FINANCIERA
MEDELLÍN
2019**

**EL ROL DEL VEHÍCULO DE PRÓPOSITO ESPECIAL (SPV) EN LOS
PROYECTOS DE INVERSIÓN**

**Trabajo de grado presentado como requisito para optar al título de magíster
en Administración Financiera**

DIANA MARCELA PÁJARO LEÓN¹

JOHANNA MILENA MEJÍA ATEHORTÚA²

Asesora: Judith Cecilia Vergara Garavito, DBA

**UNIVERSIDAD EAFIT
ESCUELA DE ECONOMÍA Y FINANZAS
MAESTRÍA EN ADMINISTRACIÓN FINANCIERA
MEDELLÍN
2019**

¹ dpajaro@eafit.edu.co

² jmejia24@eafit.edu.co

Resumen

Para el desarrollo de proyectos financieros en Colombia es necesaria la utilización de un vehículo de propósito especial (SPV, por las siglas de la expresión en inglés special purpose vehicle), que opera como un ente legal encargado de la administración del proyecto, con el fin de garantizar el desarrollo de la operación y los pagos de la financiación a través de los flujos de caja que allí se generan, para asegurar que los recursos se utilicen en forma adecuada para que el proyecto cumpla los estándares contractuales establecidos. Existen dos instrumentos para constituir un SPV; la primera es a través de una sociedad comercial y la segunda es constituir una fiducia mercantil, que opera de acuerdo con la figura de un patrimonio autónomo; la segunda es la que en mayor medida favorece al proyecto, a los socios y a los financiadores dado que administra los bienes y los recursos y controla los flujos de caja de la operación para garantizar la oportunidad en los pagos y las garantías de los créditos.

Palabras clave: vehículo de propósito especial (SPV), patrimonio autónomo, sociedades de inversión, capital de trabajo.

Abstract

For the development of financial projects in Colombia, it is necessary to use a special purpose vehicle (SPV) that operates as a legal entity in charge of the administration of the project, in order to guarantee the development of the operation, the payments of the Financing through the cash flows generated there, ensuring that the resources are used properly so that the project complies with the contractual standards established. There are two instruments to constitute an SPV, the first one, is through a commercial company and the second is to constitute a commercial fiduciary that operates under the figure of an autonomous patrimony, being the second one that more favors the project, to the partners and Financiers since it manages the goods and resources, it controls the cash flows of the transaction to guarantee the opportunity in the payments and guarantees of the credits.

Key words: special purpose vehicle (SPV), autonomous heritage, Investment companies, working capital.

Contenido

1.	Introducción	6
2.	Justificación	7
3.	Objetivos.....	8
3.1	Objetivo general	8
3.2	Objetivos específicos.....	8
4	Project Finance y vehículos especiales de inversión	8
4.1	La fiducia mercantil.....	11
4.2	Sociedades de Inversión	13
4.3	Beneficios del vehículo de propósito especial	15
4.4	El SPV en Colombia	16
5	Conclusiones	22
	Referencias.....	23

1. Introducción

Project Finance se considera una estructura de financiación en la que la banca de inversión hace un análisis de crédito, con base en la solidez del proyecto mas no en el balance individual de los patrocinadores y de esta forma las obligaciones de los últimos quedan limitadas a aportaciones de capital preestablecidas, sin que su responsabilidad sea ilimitada durante la ejecución del proyecto.

En primer lugar, la utilización de sociedades de propósito especial (SPV) permite un aislamiento de los riesgos de los accionistas respecto del proyecto, lo que hace posible que los accionistas no afecten aspectos como su capacidad financiera y su liquidez en medida asimilable a como si desarrollaran el proyecto sin la utilización de un vehículo. Una de las consecuencias de este aislamiento es que la única fuente de repago de los prestamistas es el proyecto mismo. Por tal motivo se establecen mecanismos para dotar a los prestamistas de la facultad de tomar control de la sociedad y, en consecuencia, del proyecto en ciertas circunstancias (intervención o step-in). De igual manera, se limita el poder de los accionistas sobre el proyecto mediante la inclusión de eventos de incumplimiento, diferentes al de obligaciones de pago del servicio de la deuda, atados con el desarrollo del mismo proyecto y el derecho de inspección a favor de los prestamistas. Por último, este tipo de sociedad facilita la centralización de la propiedad de los activos en un solo ente jurídico.

En Colombia existen varias opciones para acceder al financiamiento de proyectos a través de los vehículos de inversión, como son Fiduciaria Bancolombia, Fiduciaria Davivienda, Alianza Fiduciaria, Fiduciaria Bogotá, Fiducoldex, Fiduciaria Corficolombiana, Fiduciaria Popular y Fiduoccidente, entre otras. Estas entidades han sido promotoras en el crecimiento de varias compañías en el país y las han acompañado para que sus proyectos se realicen de manera que se eviten riesgos económicos para los socios.

2. Justificación

La sociedad del proyecto opera con un elevado ratio de endeudamiento, lo que convierte la operación en muy riesgosa. La manera en la que se estructura depende de las características propias del proyecto en cuestión, porque depende de factores como la necesidad de flujos financieros para el desarrollo de las distintas fases de ejecución, la envergadura del proyecto, el plazo de vencimiento y las condiciones contractuales del grupo de bancos que participa en la operación.

Estos proyectos son de dimensiones muy grandes y de ahí su especialidad, y por tanto para llevarse a cabo; interviene un grupo de bancos en el que cada entidad facilita una parte de la financiación y, por tanto, el riesgo se divide en partes proporcionales en función del peso de cada contrapartida en la operación.

Es importante destacar el aporte financiero que generan en la economía los proyectos de inversión, puesto que, de no ser por la cooperación y los intereses de las entidades que hacen posible la ejecución de estos grandes proyectos, muchos de ellos no dejarían de ser más que un estudio o una idea, con fundamento en que dichas entidades están dispuestas a colaborar entre sí para mitigar y compartir los riesgos de una operación financiera de tan gran escala.

Desde el punto de vista estructural, el Project Finance necesita una figura jurídica independiente y capaz de poder combinar la deuda, los aportes y los flujos del proyecto; la mencionada figura son las sociedades de propósito especial (SPV), cuyo rol principal constará de operar el proyecto con el fin de garantizar el cumplimiento de los compromisos; la sociedad nace a partir de los aportes de los promotores.

Este trabajo se desarrolló con base en estudios ya existentes de proyectos de inversión que recurrieron a vehículos de inversión de propósito especial, con el fin de identificar su importancia y su facilidad para el financiamiento de proyectos.

3. Objetivos

3.1 Objetivo general

Analizar la importancia de los vehículos de propósito especial en los proyectos de inversión a través de un estudio en el mercado local.

3.2 Objetivos específicos

- Determinar el funcionamiento de los entes fiduciarios en la composición de un vehículo de propósito especial (SPV).
- Elaborar un estudio de las empresas que han tenido participación en los vehículos de propósito especial para sus proyectos de inversión, con el fin de analizar su estructura, los requisitos que deben cumplir y los beneficios que tienen las empresas cuando se vinculan a dicho tipo de financiamiento.

4 Project Finance y vehículos especiales de inversión

Los proyectos de financiación se utilizan para apalancar grandes inversiones y se sustentan en la capacidad del proyecto para generar flujos de caja y en los recursos propios para pagar la deuda y así mismo para recuperar la inversión; en lo fundamental, operan a través de una estructura de SPV cuyo único propósito será desarrollar el proyecto por financiar, con el propósito de garantizar que los activos serán para las inversiones del proyecto y sus pasivos tendrán solo los aportes

propios y la financiación obtenida. A su vez, el proyecto estará sujeto a una evaluación detallada, con el objetivo de avalar la factibilidad, no solo financiera, sino también jurídica, ambiental y tecnológica, que asegure el retorno de la inversión que se va a realizar.

Aspectos importantes:

- Permite un apalancamiento elevado; es normal ver estructuras con un 20% de fuente propia en relación con un 80% de financiación.
- Resulta ser muy llamativo, dado que la deuda puede permitir plazos de hasta 30 años.
- Los recursos que genera el proyecto constituyen la fuente de pago del retorno de la inversión y sus activos se convierten en la garantía del capital prestado.
- En el sentido financiero, necesita diversas figuras jurídicas, como lo son contratos, garantías y formas asociativas, para que el proyecto se pueda realizar.

Ilustración 1. Terceros relacionados con el SPV



Fuente: elaboración propia

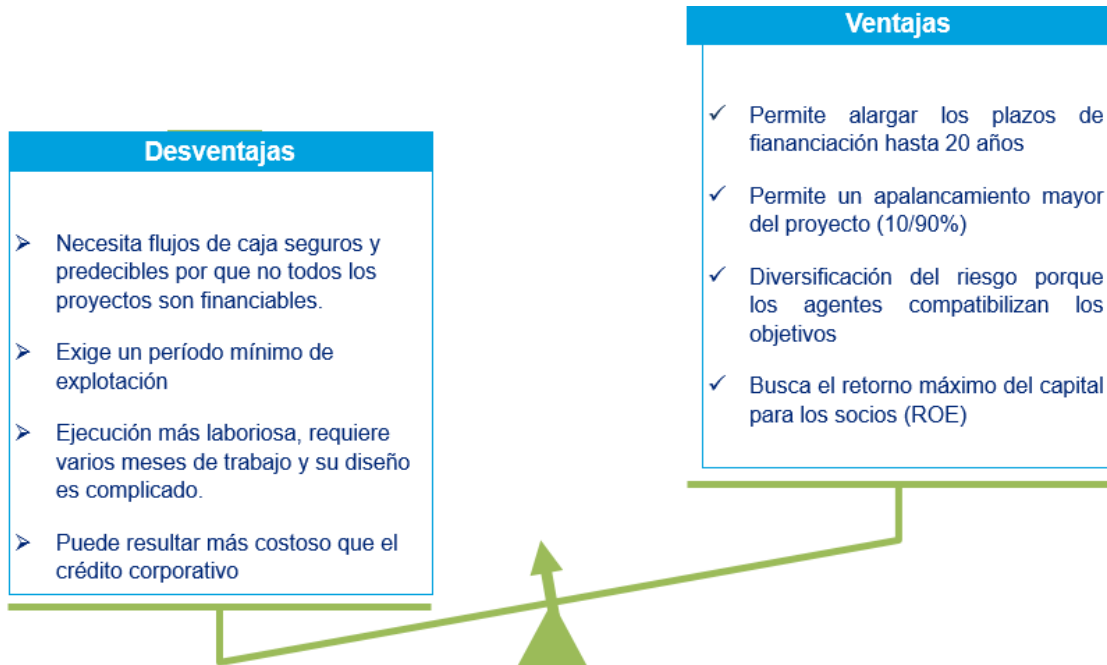
En la estructuración del proyecto intervienen diversas partes, como lo son los patrocinadores o promotores, los prestamistas o instituciones financieras que aportan los recursos, para algunos casos el Gobierno, cuando se trata de proyectos estatales, y también intervienen otro tipo de inversionistas interesados, los operadores y los asesores del proyecto.

La estructura financiera está diseñada para que ninguna parte asuma el riesgo total del crédito, que queda dividido entre ellas a partir de garantías y diversas formas de participación; la distribuyendo los flujos de efectivo está concebida para que la repartición del riesgo sea más eficiente que la usual en una financiación normal.

Desde el punto de vista estructural, el proyecto debe constituir una unidad económica independiente de los promotores, por una vigencia asociada con la duración del proyecto y cuyo propósito será operarlo; para ello deberá contar con activos y recursos suficientes e independientes. La capacidad del proyecto de poder generar flujos de caja definirá su capacidad de crédito.

Los bancos financian la construcción del proyecto a través de un acuerdo de crédito y el pago se efectúa en la terminación del proyecto con su producción. Los promotores deben aportar los otros recursos a través de suscripción de capital.

Ilustración 2. Ventajas y desventajas de los SPV



Fuente: elaboración propia

4.1 La fiducia mercantil

La fiducia mercantil es un acuerdo legal en el que se firma un contrato por dos partes, un fideicomitente y un fiduciario, en el que se hace la transferencia de uno o más bienes destinados al cumplimiento de un objetivo y allí surge la necesidad de crear un patrimonio autónomo (Superintendencia Financiera de Colombia (2003, 23 de mayo).

Las características más importantes de una fiducia son (Gerencie.com, 2018):

- La confianza de doble vía entre las dos partes vinculadas.
- Se tiene una finalidad para cumplir.

- Un gestor profesional, que es el encargado de gestionar y cumplir los encargos que se pactan en el contrato.
- La formación de un patrimonio autónomo, administrado por la fiducia y que es de gran importancia en el momento de cumplir la meta pactada.
- Las fiducias mercantiles están sometidas a vigilancia estatal.

Las obligaciones del fideicomitente es pagar la remuneración convenida a la fiduciaria y entregar los bienes que se incluyeron en el contrato, mientras que las de la fiduciaria son administrar en forma correcta dichos bienes, actuar en representación de un patrimonio autónomo y comprometerse a transferir los bienes en el momento de la terminación del contrato.

Un contrato de fiducia mercantil se termina en el momento en que ocurra una o más las siguientes causales (Soporte Jurídico, 2016):

- Ejecución total del contrato.
- Imposibilidad para ejecutar el objetivo del contrato.
- Vencimiento del plazo.
- Disolución de la entidad fiduciaria.
- Revocación del fiduciante.
- Acuerdo entre las partes.
- Nulidad del contrato.

4.2 Sociedades de Inversión

Las sociedades de inversión son aquellas empresas que captan fondos, bienes o derechos del público para invertirlos o gestionarlos en bienes, derechos o instrumentos financieros; este vehículo de inversión es la forma más accesible para que los pequeños y medianos inversionistas participen en el ahorro en instrumentos bursátiles con el beneficio de obtener rendimiento mediante la diversificación del riesgo.

Existen varios tipos de sociedades de inversión (El economista, 2010):

- **Sociedades de inversión en instrumentos de deuda:** son las sociedades que invierten en activos objeto de inversión representadas en deuda de los emisores, como son las entidades bancarias o las empresas privadas, y su ganancia se da por medio de los intereses y por la compraventa de títulos.
- **Sociedades de inversión de renta variable:** estas sociedades se basan en la inversión en valores de renta variable e instrumentos de deuda, en las que la ganancia se obtiene de la diferencia entre el precio de venta y el de compra.
- **Sociedades de inversión de capitales:** son las sociedades que operan con activos de inversión, como lo son acciones, obligaciones y bonos a cargo de empresas y que requieren recursos a mediano y largo plazo.
- **Sociedades de inversión de objeto limitado:** son el resultado de la unión de sociedades o personas con un objetivo común, que se utilizan para buscar préstamos para beneficiar a un sector productivo.

Según la Asociación de Fiduciarias en Colombia, en el país existen varias sociedades de inversión que han tenido acogida en el mercado financiero y han sido de gran ayuda para el financiamiento de proyectos e inversiones en el sistema

bursátil; entre las entidades que participan en las sociedades de inversión están Bancolombia, Credicorp Capital, BTG Pactual, Ultraserfinco y Davivienda, entre otras. En el año 2018 los fondos de inversión en Colombia generaron rentabilidades representativas, como se pueden observar en las ilustraciones 3, 4, 5 y 6.

Ilustración 3. Rentabilidades en 2018 de los fondos de inversión de renta fija

<ul style="list-style-type: none">• Fondo Deuda Corporativa Latam – Única de Credicorp Capital<ul style="list-style-type: none">◦ Rentabilidad anual: 7,8%• Deuda Pública – Clase A de BTG Pactual<ul style="list-style-type: none">◦ Rentabilidad anual: 7,7%• Fondo de Inversión Colectiva Multiescala – A de Davivienda Corredores<ul style="list-style-type: none">◦ Rentabilidad anual: 6,3%

Fuente: Rankia (2018)

Ilustración 4. Rentabilidades en 2018 de los fondos de inversión accionarios

<ul style="list-style-type: none">• Renta Alta Convicción – Única de Bancolombia<ul style="list-style-type: none">◦ Rentabilidad anual: 20,5%• Fonval Global Acciones – Única de Valores Bancolombia<ul style="list-style-type: none">◦ Rentabilidad anual: 16,2%• Renta Acciones – Sin nombre de Fiduciaria Bancolombia<ul style="list-style-type: none">◦ Rentabilidad anual: 14,9%

Fuente: Rankia (2018)

Ilustración 5. Rentabilidades en 2018 de los fondos de inversión balanceados

- Fondo de Inversión Colectiva Seguridad de Fiduciaria Davivienda
 - Rentabilidad anual: 11,00%
- Renta Balanceado – Único de Fiduciaria Bancolombia
 - Rentabilidad anual: 9,03%
- Renta Balanceado Global – Única de Valores Bancolombia
 - Rentabilidad anual: 7,93%

Fuente: Rankia (2018)

Ilustración 6. Rentabilidades en 2018 de los otros fondos de inversión

- Fondo de Inversión Colectiva "Serfinco Aic Ecopetrol" – Única de Ultraserfinco
 - Rentabilidad anual: 127,7%
- Fonval Balanceado Global III – Única de Credicorp Capital
 - Rentabilidad anual: 12,6%
- Fondo de Inversión Colectiva "Serfinco Acciones" – Única de Ultraserfinco
 - Rentabilidad anual: 5,9%

Fuente: Rankia (2018)

4.3 Beneficios del vehículo de propósito especial

Las ventajas que tienen las empresas al utilizar un vehículo de propósito especial para el financiamiento de sus proyectos son las siguientes:

- Disminuyen los riesgos de los dueños de las empresas en el momento en que se lleve a cabo un proyecto a través de los vehículos de propósito especial con el fin de no afectar su capacidad financiera.

- Se establecen los acuerdos en el contrato de fiducia mercantil que regirá durante la vigencia del vehículo de inversión y que será una herramienta de validación con el objetivo de dar cumplimiento a todos los derechos y las obligaciones de las dos partes.
- La única fuente de pago de los prestamistas es el mismo proyecto.
- Utilizar esta herramienta facilita la centralización de la propiedad de los activos en una sola persona jurídica.
- Mejora crediticia.
- Seguridad para las operaciones empresariales, dado que las entidades que desarrollan esta actividad están reguladas con leyes del Estado y en el país están vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia.

4.4 El SPV en Colombia

En Colombia ha venido en constante crecimiento la utilización de las fiducias mercantiles para el desarrollo de proyectos, como se evidencia en la ilustración 7, dado que es una herramienta muy segura y reglamentada por el Estado.

Ilustración 7. Activos administrados y número de negocios en Colombia



Fuente: Asociación de Fiduciarias de Colombia (2017)

En el país existe un gremio llamado Asociación de Fiduciarias de Colombia, que es la vocera de las sociedades fiduciarias afiliadas y su objetivo principal es trabajar en conjunto con el sector para que la actividad fiduciaria se desarrolle dentro del marco legal y mediante la actualización de las cifras del sector, como se evidencia en la ilustración 8, con el fin de dar confianza a los usuarios y contribuir al crecimiento del país.

Ilustración 8. Cifras del sector fiduciario en febrero de 2019



Fuente: Asociación de Fiduciarias de Colombia (2017)

En Colombia existen varias opciones para acceder al financiamiento de proyectos a través de los vehículos de inversión, como son Fiduciaria Bancolombia, Fiduciaria Davivienda, Alianza Fiduciaria, Fiduciaria Bogotá, Fiducoldex, Fiduciaria Corficolombiana, Fiduciaria Popular y Fiduoccidente, entre otras. Estas entidades han sido promotoras en el crecimiento de varias compañías en Colombia y las han acompañado para que sus proyectos se lleven a cabo de manera que se eviten riesgos económicos para los socios.

Megaproyecto Plaza Fabricato

Según el artículo publicado por la separata fiduciaria del Espectador (2019) uno de los sectores más beneficiados con los modelos de vehículos de inversión a través de las fiduciarias ha sido el inmobiliario y el de servicios, dado que viene en constante crecimiento y ha potencializado grandes proyectos, como, por ejemplo, el Centro Comercial Plaza Fabricato, en el municipio de Bello, Antioquia, como se evidencia en la ilustración 9, que se considera el desarrollo más importante del valle de Aburrá en épocas recientes y se encuentra en la actualidad en proceso de construcción.

Ilustración 9. Ilustración gráfica del futuro centro comercial Plaza Fabricato



Fuente: Londoño Gómez (s.f.)

Este megaproyecto tiene antecedente de vehículo de inversión en el que se constituyó un patrimonio autónomo en el año 2015 y en el que actúa como fideicomitente el patrimonio y Alianza Fiduciaria como fideicomiso; a través de esta fiducia mercantil se logró conseguir los recursos ante las entidades financieras para el desarrollo del proyecto y ha tenido una gran expectativa en la comunidad, dado que a la fecha ya hay varias empresas reconocidas que quieren contar con un local comercial en este activo, como se evidencia en la ilustración 10.

Ilustración 10. Empresas que ya tienen inversión en el centro comercial



Fuente: Londoño Gómez (s.f.)

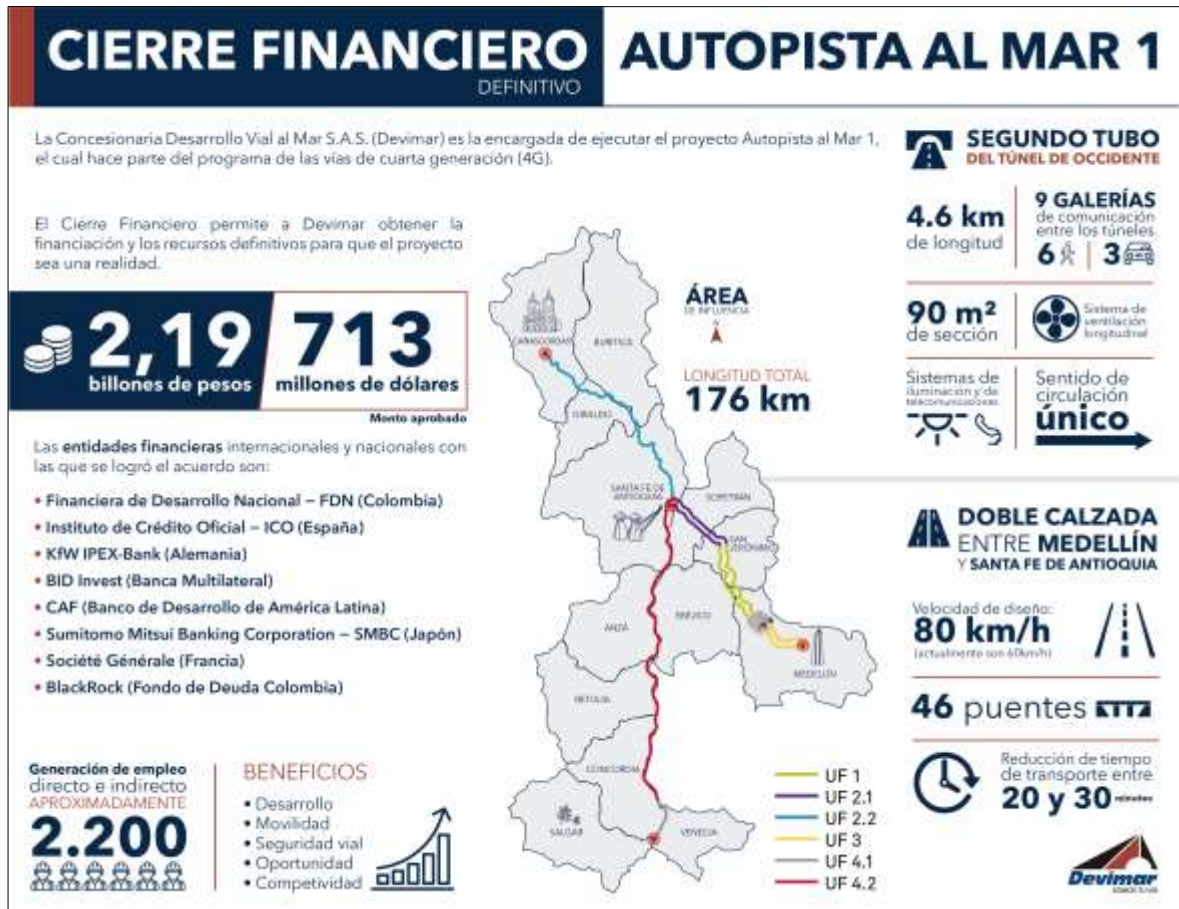
Contrato de concesión APP proyecto de desarrollo vía al Mar de Autopistas para la Prosperidad

El proyecto de autopista al Mar 1 es uno de los proyectos viales de cuarta generación; su alcance es desarrollar la interconexión vial entre la ciudad de Medellín y las concesionarias principales que, a su vez, conectan a la costa Caribe, la costa Pacífica y el río Magdalena a través de 176 mil kilómetros de carretera.

Las entidades financieras con las que se logró el proyecto son las siguientes:

- FND (Colombia): Financiera de Desarrollo Nacional.
- ICO (España): Instituto de Crédito Oficial.
- KFW IPEX-Bank (Alemania).
- BID Invest (Banca multilateral).
- CAF (Banco de Desarrollo de América Latina).
- SMBC (Japón): Sumitomo Mitsui Banking Corporation.
- Société Générale (Francia).
- Black Rock (Fondo de deuda, Colombia).

Ilustración 11. Cifras financieras de autopista al Mar 1



Fuente: Sacyr (21/03/2019)

5 Conclusiones

- Los vehículos de inversión brindan diversificación con menor riesgo; por ende, aportan seguridad que no proporciona otro tipo de inversión.
- Las pequeñas y medianas empresas pueden acceder de forma fácil a cualquier modalidad de vehículo de inversión, siempre y cuando cumplan todas las obligaciones adquiridas en los contratos.
- Las entidades que conforman vehículos de inversión, ya sea fiducias mercantiles o sociedades de inversión, están regidos por normativa gubernamental, en consecuencia, son un modelo seguro para las entidades que deseen participar en dichos modelos de capital.
- Los proyectos de inversión deben generar los flujos de caja suficientes en el tiempo estimado, con el fin de atender los costos y los vencimientos de los mecanismos de financiación utilizados.

Referencias

Alendram_90 (2018, 26 de noviembre). ¿Cuáles son los fondos de inversión más rentables en Colombia en 2018? Rankia. Recuperado de <https://www.rankia.co/blog/fondos-inversion-colectiva-colombia/4087147-cuales-son-fondos-inversion-mas-rentables-colombia-2018>

Asociación de Fiduciarias en Colombia (2017). Asociación de Fiduciarias de Colombia. Bogotá: Asociación de Fiduciarias de Colombia. Recuperado el 7 de junio de 2019 de <https://www.asofiduciarias.org.co/>

Fiduciarias. A la mano de todos (2019, 31 de marzo). El Espectador. Recuperado el 7 de junio de 2019 de <https://www.asofiduciarias.org.co/wp-content/uploads/2019/04/Separata-El-Espectador-Fiduciarias-31-de-marzo-2018.pdf>

Gerencie.com (2018, 15 de noviembre). Fiducia mercantil. Gerencie.com Recuperado el 6 de junio de 2019 de <https://www.gerencie.com/fiducia-mercantil.html>

Londoño Gómez (s.f.). Plaza Fabricato. Medellín: Londoño y Gómez. Recuperado el 7 de junio de 2019 de https://londonogomez.com/proyecto/plaza-fabricato/ubicacion#top_miga

Rafael Garcia Treviño Baigts (2010, 25 de noviembre) El Economista. Recuperado de <https://www.eleconomista.com.mx/finanzaspersonales/Que-tipos-de-sociedades-de-inversion-existen-20101125-0140.html>

Sacyr, marzo 21 de 2019, Noticia adjudicación. Autopista al mar 1, participada por Sacyr, cierra su financiación por un total de 630 millones de euros. http://www.sacyr.com/es_es/canales/canalactualidad/noticias/destacados/2019/Adjudicacion/20190321_Financiacion_Autopista_al%20Mar_Colombia.aspx

Soporte Jurídico (2016). La fiducia mercantil, un gran apoyo a las actividades comerciales. Bogotá: Soporte Jurídico. Recuperado el 7 de junio de 2019 de <https://soportejuridico.com/blog/la-fiducia-mercantil-un-gran-apoyo-a-las-actividades-comerciales>

Superintendencia Financiera de Colombia (2003, 23 de mayo). Fiducia mercantil. Bogotá: Superintendencia Financiera de Colombia. Recuperado el 6 de junio de 2016 de <https://www.superfinanciera.gov.co/jsp/loader.jsf?!Servicio=Publicaciones&ITipo=publicaciones&IFuncion=loadContenidoPublicacion&id=18884&dPrint=1>