

# La fiducia mercantil como vehículo de propósito especial en *Project Finance*<sup>1</sup>

The trust as special vehicle purpose corporation in *Project Finance*.

La fiducie mercantile comme véhicule a usage spécial dans *project finance*.

A fidúcia comercial como veículo de propósito especial em *Project Finance*.

David Felipe Pinzón Fonseca<sup>2</sup>

- 1 Artículo de reflexión presentado para la asignatura Derecho de las Asociaciones Privadas de la Maestría en Derecho con énfasis en Derecho Privado de la Universidad del Rosario, 22 de junio de 2015, producto de la investigación dirigida por el profesor Édgar Iván León Robayo como trabajo de grado para optar por el título de magíster en Derecho con énfasis en Derecho Privado de la Universidad del Rosario. Lo anterior, dentro del proyecto de investigación Problemas Contemporáneos del Derecho Comercial, desarrollado por la línea de investigación en Derecho Comercial del Grupo de Investigación en Derecho Privado de la Facultad de Jurisprudencia de la Universidad del Rosario.
- 2 Abogado, egresado de la Facultad de Jurisprudencia de la Universidad del Rosario, con profundización en Derecho Comercial y Derecho Internacional de la misma Universidad. En la actualidad adelanta estudios de maestría en derecho con énfasis en derecho privado en la Universidad del Rosario, Correo electrónico: [pinzon.david@urosario.edu.co](mailto:pinzon.david@urosario.edu.co), [pinzon.davidf@gmail.com](mailto:pinzon.davidf@gmail.com) - <http://orcid.org/0000-0002-0437-4080>

Cómo citar este artículo:

Pinzón, D. (2015). La fiducia mercantil como vehículo de propósito especial en *Project Finance*. *Revista de la Facultad de Derecho y Ciencias Políticas*, 45(123), pp. 547-575.

Recibido: 24 de julio de 2015.

Aprobado: 1 octubre de 2015.

## Resumen

En la búsqueda de mecanismos de financiación más efectivos para el desarrollo de grandes proyectos, los empresarios han acudido a la figura *Project Finance* con el fin de obtener el capital suficiente para llevarlos a cabo. En este escenario, se crea un Vehículo de Propósito Especial –VPE– que toma la forma del proyecto y se encarga de su construcción, desarrollo, operación y administración, además, paga el crédito de financiación con el flujo de caja que produce el proyecto y garantiza con sus bienes el cumplimiento de tal obligación.

En la práctica y de acuerdo con los intereses que se involucran en cada proyecto, se ha decidido por dos opciones para que sirvan como VPE: una, constituir una sociedad comercial y la otra es crear una fiducias mercantil. En cuanto al patrimonio autónomo, ofrece beneficios para el desarrollo de la actividad económica, la administración de los bienes y recursos, la obtención y distribución del flujo de caja y el pago y garantía del crédito de financiación, por lo cual su elección favorece tanto al proyecto y sus socios como a sus financiadores.

## Palabras clave

Fiducia; project finance; vehículo de propósito especial; sociedades mercantiles; contrato de fiducia.

## Abstract

Looking for more effective forms of financing projects, businessmen have come to the figure of *Project Finance* in order to raise the sufficient capital to carry them out. In this stage, it is created a Special Purpose Vehicle Corporation –SPVC– which takes the form of the project and is responsible for its construction, development, operation and administration, also pays the financing credit with the project's cash flow and ensures compliance with this obligation with their property.

In practice and accordance with the interests that are involved in each project, there are two options to serve as SPVC: one of them is to establish a corporation and the other one is to create a trust. Regarding to the latter, this one provides benefits to economic activity development, to property and resources management, to procurement and distribution of cash flow, and to credit payment and its warranty, so their choice favors the project and its partners as well as their funders.

## Key Words

Trust; project finance; special vehicle purpose corporation; corporations; trust agreement.

## Résumé

Dans la recherche de mécanismes de financement plus efficaces pour le développement de grands projets, les entrepreneurs on fait appel au concept de *Project Finance* afin d'obtenir des capitaux suffisants pour les réaliser. Dans ce scénario, il se crée un véhicule de propos spécial –connu par son sigle espagnol VPE- qui prend la forme du projet et est responsable de sa construction, de son développement, de sa mise en œuvre et de sa gestion, de plus il paie le crédit de financement avec les flux de liquidités du projet et assure avec ses biens la réalisation de cette obligation.

Dans la pratique, et en conformité avec les intérêts qui sont impliqués dans chaque projet, deux options ont été décidées afin de servir comme VPE: premièrement, établir une société commerciale et deuxièmement créer une fiducia mercantile. En ce qui concerne le budget autonome, il offre des avantages pour le développement de l'activité économique, la gestion des actifs et des ressources, l'approvisionnement et la distribution des flux de liquidités et le paiement et la garantie du crédit de financement, de sorte que leur choix favorise à la fois le projet, ses partenaires et ses bailleurs.

## Mots-clés

Fiducie; project finance; véhicule de propos spécial; sociétés commerciales; contrats de fiducia.

## Resumo

Na procura de mecanismos de financiamento mais efetivos para o desenvolvimento de grandes projetos, os empresários têm acudido à figura *Project Finance* a fim de obter o capital suficiente para leva-los a cabo. Neste cenário, cria-se um Veículo de Propósito Especial –VPE– que assume a forma do projeto e se encarga de sua construção, desenvolvimento, operação e administração, além, paga o crédito de financiamento com o fluxo de tesouraria que produz o projeto e garante com suas propriedades o adimplemento da obrigação.

Em prática e em conformidade com os interesses que involucrarem cada projeto, decidiu-se por duas opções para que atuem como VPE: a primeira, constituir uma sociedade comercial e outra, criar uma fidúcia comercial. No que se refere ao patrimônio autônomo, oferece benefícios para o desenvolvimento da atividade econômica, a administração das propriedades e recursos, a obtenção e distribuição do fluxo de tesouraria e o pagamento e garantia do crédito de financiamento, pelo que sua eleição favorece tanto ao projeto e seus sócios como a seus financiadores.

## Palavras-chave

Fidúcia; project finance; veículo de propósito especial; sociedades comerciais; contrato de fidúcia.

## Introducción

En la realización de grandes proyectos —especialmente los de infraestructura—, uno de los temas que ha cobrado gran importancia es la búsqueda de mecanismos de financiación que permitan conseguir el capital necesario para construirlos y ejecutarlos cuando no se tenga la suficiencia económica para hacerlo. Por tales razones se ha acudido a la figura *Project Finance* como un mecanismo de financiación que busca obtener el capital suficiente para llevar a cabo los proyectos. Autores como Arias (2012) han expuesto:

La financiación de proyectos de infraestructura puede realizarse acudiendo a diferentes instrumentos financieros. Sin embargo, uno de los más comúnmente utilizados es el denominado *Project Finance*. Este mecanismo de financiación se suele utilizar para la ejecución de grandes proyectos, en donde la multiplicidad de entes y partes involucradas exige una operación que atienda los intereses de todos ellos. (p. 200)

Al respecto, algunos sectores de la doctrina<sup>3</sup> han identificado que *Project Finance* obedece a una técnica implementada para obtener el capital necesario para la construcción, ejecución y operación a través de distintos mecanismos de financiación, los cuales van a ser pagados durante el desarrollo del proyecto mismo con los flujos de caja que genere; por lo tanto, “un negocio de esta naturaleza debe atender de manera adecuada a la distribución de los riesgos entre los participantes en el proyecto [...]” (Durán, 2006, p. 177). Su éxito dependerá de su estudio, la previsión de riesgos y su operación. Por ello, la financiación es producto de una adecuada distribución de riesgos conforme a su correcta previsión.

De acuerdo con esto, autores como Wynant (1980) enuncian ciertas características que permiten diferenciar *Project Finance* de otros procedimientos para obtener el capital suficiente para la construcción, ejecución y operación del proyecto; algunas de las características expuestas por el autor son:

3 Tal es el caso de Durán (2006) quien identifica que: “para algunos tratadistas no es un contrato sino una técnica o forma de financiación para la realización (construcción y operación) de proyectos de infraestructura, que hace parte de los mecanismos de apalancamiento de la banca de inversión y de la banca comercial, [...]” (pp. 157-158).

- El endeudamiento se vincula de forma directa con los activos y el potencial de flujo de efectivo de la empresa.
- Los compromisos contraídos por terceras partes (proveedores, clientes y dependencias gubernamentales) y por el fiador, constituyen elementos importantes del apoyo crediticio.
- La deuda del proyecto se diferencia, cuando menos para efectos del balance, de las obligaciones directas de la matriz. (pp. 4-5)

En estas financiaciones de proyectos se utiliza un Vehículo de Propósito Especial —en adelante, VPE (SPVC) (*special purpose vehicle corporation*, por sus iniciales en inglés)—, que puede ser una sociedad comercial o una fiducia mercantil según sea la elección de las partes involucradas en el proyecto y conforme con sus intereses, el cual se encarga de pagar a los acreedores de los créditos que financian el proyecto tales obligaciones con los flujos de caja que se obtengan de la operación. En este sentido, afirma Durán (2006):

se utiliza un vehículo o recipiente jurídico denominado Unidad de Propósito u Objeto Específico, SVPC (*special vehicle purpose corporation*), como por ejemplo una sociedad comercial o un contrato de fiducia mercantil, cuyo propósito especial es que los financiadores del proyecto, denominados sponsors, obtengan el servicio de la deuda atendiendo a los flujos futuros que genere el proyecto cuando deje de serlo y se convierta en una obra de infraestructura en operación, [...] (pp. 157-158)

Así mismo, en relación con la forma que puede tomar el VPE, el autor expone que “la existencia de una unidad económica o empresa, se refiere a quién va a ser el titular directo del proyecto, el cual puede ser una sociedad o un fideicomiso constituido mediante un contrato de fiducia mercantil” (Durán, 2006, pp. 165-166).

Por lo tanto, el VPE obedece a una figura creada por las partes participantes con el fin de asegurar a los acreedores de la financiación el pago de su crédito, al cual se le asignan actividades específicas encaminadas al desarrollo, administración y operación del proyecto, con el fin de obtener y distribuir el flujo de caja conforme al interés de los intervinientes en el

proyecto y de acuerdo con los términos definidos para pagar el crédito que lo financia<sup>4</sup>.

En este sentido, teniendo en cuenta la importancia que tiene el VPE (SPVC) en el marco de desarrollo de un proyecto, el pago del crédito que lo financió, los intereses que se ven involucrados en la financiación y ejecución y los tipos de vehículo que son generalmente utilizados para la ejecución, administración y operación, el presente texto pretende responder a la pregunta: ¿La fiducia mercantil es el negocio jurídico idóneo para constituir el VPE en la financiación de proyectos?

Una de las opciones que se tienen en el momento de establecer el VPE (SPVC), de acuerdo con los intereses de las partes involucradas en el proyecto y su financiación, es la constitución de una fiducia mercantil que sirva como vehículo para la ejecución, administración y operación del proyecto, la cual se encarga también de pagar el crédito de la financiación con el flujo de caja. Para evaluar esta hipótesis, se asumirá una metodología analítica sobre las normas involucradas en los temas enunciados, así como de los postulados doctrinales de cada figura y su evolución en la actividad académica reflejada en distintos artículos científicos que han sido publicados en sus respectivas materias.

El objetivo es mostrar la idoneidad de una de las opciones que tienen las partes involucradas en el proyecto cuando se ha de escoger un VPE (SPVC) que más se adecúe a sus intereses, teniendo en cuenta la constitución, capacidad, representación jurídica, administración, responsabilidad, toma de decisiones, distribución del flujo de caja y terminación de la figura convenida para que sirva como VPE (SPVC) del proyecto.

Ahora bien, para el desarrollo de este texto, en primer lugar se hará un análisis respecto del VPE para exponer los elementos para tener en cuenta y elegir el instrumento idóneo según los intereses que se vean involucrados en el proyecto y que deriven en la elección de una persona jurídica o un patrimonio

---

<sup>4</sup> En un ejercicio de derecho comparado con el caso de Estados Unidos, autores como Gorton & Souleles (2007) definen así el VPE: "An SPV, or a special purpose entity (SPE), is a legal entity created by a firm (known as the sponsor or originator) by transferring assets to the SPV, to carry out some specific purpose or circumscribed activity, or a series of such transactions. SPVs have no purpose other than the transaction(s) for which they were created, and they can make no substantive decisions; the rules governing them are set down in advance and carefully circumscribe their activities. Indeed, no one works at an SPV and it has no physical location. The legal form for an SPV may be a limited partnership, a limited liability company, a trust, or a corporation" (p. 550).

autónomo, y, en segundo lugar, se expondrá la idea de elegir la fiducia mercantil como vehículo para la administración y operación del proyecto con el objeto de establecer los beneficios que el negocio fiduciario tendría en este escenario y realizar un análisis comparativo de este con las sociedades mercantiles como VPE (SPVC).

## 1. El VPE (SPVC) en *Project Finance*

Uno de los elementos fundamentales para *Project Finance* es la creación de un VPE (SPVC) que se encargue de desarrollar, ejecutar, administrar y operar el proyecto para el que fue creado. En términos de Arias (2012): “El ente que en efecto entra en la ejecución del proyecto es la denominada ‘compañía vehículo’, encargada de la celebración de todos los contratos necesarios para la construcción, explotación y mantenimiento del bien objeto del proyecto financiado” (p. 211).

Este debe obedecer también a los intereses de las partes que se ven involucradas: socios o financiadores, toda vez que, de acuerdo con la asignación de sus funciones, se puede atender correctamente al desarrollo del proyecto para que se obtengan los flujos de caja que interesan a sus intervinientes.

Sobre este punto, en este acápite se hará mención a la elección del VPE (SPVC), se expondrán los elementos para tener en cuenta en el momento de escoger el tipo de vehículo que se va a utilizar de acuerdo con los intereses del proyecto y sus intervinientes y establecer la posibilidad de asociarse en un persona jurídica o la creación de un patrimonio autónomo que sirva como vehículo para el proyecto.

### 1.1. La elección del VPE (SPVC)

Atendiendo a la importancia que tiene el VPE (SPVC)<sup>5</sup>, se debe hacer una correcta elección, conforme las necesidades del negocio que se ha de

---

5 En el caso de Inglaterra, autores como Dewar & Irwin (2015) identifican la importancia del VPE desde la definición de *Project Finance* y centran su noción alrededor de la empresa del proyecto. En este sentido, exponen: “definitions of *Project Finance* will generally focus on the basic premise that: a newly formed, often thinly capitalised, special purpose vehicle (the project company) will own an asset (which may at that time amount to little more than a collection of licences and contracts granting the project company the right to develop and construct the project) [...]” (p. 2).



desarrollar, los intereses que se ven involucrados y la asignación de riesgos en cada uno de los instrumentos jurídicos que se presentan como posibilidad para cumplir el papel de vehículo del proyecto.

Dentro de las opciones que en la práctica se presentan para la elección del VPE (SPVC)<sup>6</sup>, se puede utilizar una sociedad mercantil para que haga sus veces o una fiducia mercantil para que adelante sus funciones<sup>7</sup>; de acuerdo con lo anterior deberán analizarse ciertos elementos para escoger el instrumento que más se adapte a los intereses de las partes y los financiadores, así como a los intereses del proyecto y el desarrollo de su actividad económica con el fin de establecer si para el proyecto específico es más viable que las partes se asocien en una persona jurídica o creen un patrimonio autónomo.

### **1.1.1. Elementos para tener en cuenta en el momento de escoger el VPE (SPVC)**

Cada proyecto en particular vincula distintos intereses que se ven enfrentados a la hora de escoger un VPE (SPVC) que tome la forma del proyecto y adelante su gestión; así mismo, dependiendo de la actividad económica principal que se vaya a realizar deberán tenerse en cuenta ciertos factores que le permitan su correcto desarrollo y en coherencia con lo planeado para su financiación.

En el momento de escoger el VPE (SPVC) que va a servir de guía para el proyecto, se deben tener en cuenta ciertos criterios que sean vistos a la luz de los intereses de los intervinientes en cada negocio específico, dentro de los que

6 En la doctrina se ha hecho el reconocimiento de dos opciones para la elección del VPE; autores como Durán (2006) exponen que en la financiación de proyectos se utiliza un VPE "como por ejemplo una sociedad comercial o un contrato de fiducia mercantil" (pp. 157-158), además de ello, González, Rojas, Arboleda & Botero (2014) reconocen la fiducia mercantil como VPE (SPVC) o vehículo de inversión en la financiación de proyectos y lo definen de la siguiente forma: "Vehículo de inversión: caracterizar los Patrimonios Autónomos como vehículos de inversión, indicando el estado del sector fiduciario" (p. 78).

7 En Colombia y desde un punto de vista práctico sobre el papel de la fiducia como VPE (SPVC) en *Project Finance* como garantía para los financiadores, Quinche & Rodríguez (2014) han reconocido lo siguiente: "It is also possible to grant security over a set or individual assets by means of a 'Guarantee Trust Agreement', whereby property rights over the assets are transferred to a trust, and the trustee is given instructions to sell, auction or directly deliver the assets to the guaranteed creditor upon an event of default. In such circumstances, it will be necessary to enter into a trust agreement with a local trustee (Sociedad Fiduciaria, which is a type of financial institution) and register the trust agreement with the Chamber of Commerce of the domicile of the settlor (generally the debtor)" (p. 73).

se encuentra la ejecución de la actividad económica del proyecto, el campo de acción que va a tener el VPE (SPVC), su capacidad jurídica, su forma de organización, la limitación de responsabilidad de las partes, su representación jurídica, la seguridad que ofrece a los financiadores respecto de la garantía de pago de los créditos, aspectos tributarios<sup>8</sup> y la complejidad del instrumento que va a utilizarse<sup>9</sup>.

Por estas múltiples razones las partes del proyecto deberán decidir si asociarse en una persona jurídica o crear un patrimonio autónomo para darle forma al proyecto de acuerdo con el VPE (SPVC) que más les convenga elegir y preste garantía suficiente para que los financiadores acepten otorgar el crédito que financia el proyecto, teniendo en cuenta también los costos implicados en la elección de cualquiera de las dos opciones. En palabras de Reyes (2006): “Es evidente que en toda actividad económica los costos que se derivan de la producción se reflejan de modo distinto, según la forma de organización que se tenga” (p.6).

### **1.1.2. Asociarse en una persona jurídica para constituir el VPE (SPVC)**

Una de las opciones que se encuentra para constituir el VPE (SPVC) es crear entre los socios una persona jurídica que sirva como vehículo para el proyecto y garantice el pago del crédito a sus financiadores; ahora bien, para *Project Finance*, y como se ha mencionado a lo largo de este texto, no toda persona jurídica es utilizada para que sirva como VPE (SPVC). En efecto, se hace uso del ánimo de lucro y tal como lo referencia Durán (2006) se utiliza una sociedad comercial cuyo propósito es desarrollar el proyecto y que los financiadores obtengan el servicio de la deuda con su flujo de caja. Sobre esto, y para definir las sociedades comerciales, Narváez (1999) parte de un criterio de distinción entre las sociedades civiles y mercantiles:

---

8 En cuanto a los aspectos tributarios, Quinche & Rodríguez (2014) referencian: “One consideration is Decree 2193 of 2013, recently enacted by the Colombian government, by means of which a list of tax havens was published. This new regulation impacts the decision on corporate vehicles to be used for a certain project, since onerous tax impositions will be involved” (p. 79).

9 En este sentido, y sobre la fiducia mercantil, la doctrina ha expuesto: “el esquema de negocio fiduciario resulta a veces un poco sofisticado; esencialmente se da cuando se encarga a otra persona para que realice actos o negocios públicos con la característica esencial de que el resultado patrimonial del negocio que realiza el encargado con este, tiene que regresar a su patrimonio. O sea, el encargado es un intermediario transparente, neutral, que no puede aprovecharse ni perjudicarse con el resultado del negocio” (Manrique, 2005, p. 269).

la distinción de las sociedades en civiles y mercantiles reviste singular importancia en los Estados donde hay duplicidad de regulaciones (en el Código Civil y en el Código de Comercio). Y es todavía más trascendente en las legislaciones que han instituido una jurisdicción especial de los asuntos propios de la materia mercantil. Para diferenciar una de otras suele recurrirse a dos criterios: el del objeto y el formal. Según el primero, es mercantil la sociedad cuyas actividades sean de tal naturaleza; y de acuerdo con el segundo, la sociedad es también mercantil si ostenta el mismo ropaje jurídico de determinado tipo regulado en la ley comercial. Las que no contemplan en su objeto actividades mercantiles, se reputan civiles. (p. 82)

Estas personas jurídicas son reguladas en el Código de Comercio —definidas como un “un acuerdo contractual entre dos o más sujetos, bien personas naturales y/o jurídicas” (Oviedo, 2011, p. 265)—, la Ley 1258 de 2008 (sociedades por acciones simplificadas)—que privilegia “la teoría de la ‘sociedad contrato’ como una posibilidad de superar el exceso de predeterminación legislativa de los tipos y de facilitar el ejercicio de la autonomía de la voluntad” (Nieto & Isaza, 2012, pp. 52-53)— y la Ley 222 de 1995 (para el caso de las empresas unipersonales) —que admiten “la posibilidad de contar con un negocio jurídico societario conformado ya sea por una o más voluntades, al que le resultan aplicables tanto las normas especiales sobre sociedades como las generales sobre contratos y negocios jurídicos en general” (Oviedo, 2011, p. 275)—; estas obedecen al principio de tipicidad que brinda opciones para escoger el tipo societario que más se adecúe a las necesidades de los socios pero no deja abierta la posibilidad para constituir una entidad distinta a las tipificadas por la ley. En este sentido, afirma Reyes (2006):

[...] es claro que quien tiene interés en formar una sociedad debe decidir entre las distintas opciones que ofrece la legislación y escoger el tipo que resulte más adecuado a circunstancias tales como la actividad de explotación económica, el tamaño de la compañía, el carácter personal o capitalista de la asociación, el número de socios o accionistas, la magnitud de los aportes de capital, etc. Además, debe considerar el grado de participación de los asociados en el desarrollo del objeto social, cuya definición también determinará la posibilidad de regular los incumplimientos a las obligaciones impuestas, de acuerdo con el tipo societario escogido. (p. 57)

Así mismo, cada tipo societario tiene en sí un modelo contractual gobernado por normas de orden público que no pueden ser pactadas en contrario y normas que suplen el silencio de las partes; el beneficio principal de crear una persona

jurídica conforme a la legislación societaria, más allá de realizar una actividad económica mercantil, se ve envuelto en la reducción de costos que representa para los socios en el momento de escoger el tipo societario que más se adecúe a sus intereses. Tal reducción es reflejo de los modelos de contrato social que se habilitan legalmente para ser suscritos entre las partes<sup>10</sup>; en cuanto a esto, sostiene Reyes (2006):

las leyes societarias suministran un modelo muy útil para reducir costos de contratación, tales como los que surgen de la preparación de documentos, la necesidad de obtener información relevante para el negocio y los costos de defensa en que ha de incurrirse para hacer valer judicialmente los derechos a que hubiere lugar ante posibles incumplimientos. Estos modelos de contrato social también restringen el oportunismo de quienes participan en el negocio societario y permiten llenar los vacíos en la regulación de las relaciones entre las partes. (p. 10)

En *Project Finance* se acude a una sociedad mercantil para que haga las veces de VPE (SPVC) y se realice una separación patrimonial de los bienes que van a ser utilizados en el proyecto, para que estos sean transferidos al tipo societario que se escoja con el fin de que lo desarrolle y garantice el pago de la deuda que lo financia; si bien queda abierta la posibilidad de escoger cualquier tipo societario de carácter mercantil, en la práctica se ha preferido la elección de sociedades anónimas como “el prototipo de las sociedades de capital. De ahí que con frecuencia se utilice como medio para acometer proyectos de grandes dimensiones” (Reyes, 2006, p. 76) o sociedades por acciones simplificadas que presentan una “amplísima libertad contractual propia de este nuevo tipo” (Reyes, 2013, p. 8)<sup>11</sup>, por los beneficios que traen para los socios y el desarrollo de los negocios.

10 Para el efecto, véase el Título I, Libro Segundo del Código de Comercio colombiano.

11 Además de la amplia libertad contractual que tienen las SAS, Reyes (2013) sostiene que “Dentro de las más sobresalientes innovaciones que se incluyen en la Ley SAS deben destacarse la posibilidad de creación por acto unipersonal, la constitución por documento privado, el carácter constitutivo de la inscripción en el registro mercantil, la limitación de responsabilidad por obligaciones sociales –incluidas las derivadas de impuestos y deudas laborales–, la posibilidad de desestimación de su personalidad jurídica en hipótesis de fraude o utilización abusiva, la viabilidad del objeto indeterminado, el término de duración indefinido, la clasificación de acciones, el voto múltiple, [...]” (p. 10).

En relación con la amplia libertad contractual que otorga su legislación, autores como Nieto & Isaza (2012) identifican que la Ley 1258 de 2008 “provee a los agentes económicos, de una herramienta que facilita la constitución y formalización de empresas de manera eficiente desde el punto de vista económico, jurídico y administrativo” (p. 75), así mismo, León & Córdoba (2011) han expresado que “Las posibilidades que ofrece este modelo corporativo realmente llegaron para impactar el derecho societario colombiano en un momento en el que Colombia asume como país un compromiso importante en el ámbito económico globalizado. Probablemen-

Ahora bien, en cuanto a la capacidad que tiene la persona jurídica para actuar<sup>12</sup> se ha entendido que se ve enmarcada dentro del objeto social que se ha previsto para adelantar los negocios de la empresa “esto significa que sus propios estatutos delimitan dicha capacidad, conforme al fin perseguido” (Narváez, 1999, p. 155) y se encuentra circunscrita a este. En esta delimitación se advierte la capacidad que se le otorga a la persona jurídica y se garantiza que haya un estudio detallado de lo que se quiere con la sociedad para que sirva como VPE (*SPVC*) y evitar que los actos que ejerza estén viciados de nulidad por falta de capacidad.

De acuerdo con esto y sobre la ejecución de la actividad económica de la sociedad, se ha entendido que su capacidad está compuesta por un objeto principal y uno secundario. Al respecto Narváez (1999) afirma:

Se entiende por objeto principal las actividades económicas indicadas como marco general trazado por voluntad de los contratantes; y por objeto secundario la variada serie de actos que la sociedad puede realizar en desarrollo de aquellas. [...] Se refiere a aquellos actos que sirven de medios instrumentales para alcanzar el lucro que se aspira a derivar de las actividades enunciadas como principales (pp. 155-156).

Además de ello, en el momento de escoger el tipo societario que más se adecúe a los intereses que se ven involucrados, se debe tener en cuenta la constitución de la sociedad<sup>13</sup>, los aportes de los asociados<sup>14</sup>, los órganos que la componen<sup>15</sup>, el reparto de utilidades<sup>16</sup> y la limitación de la responsabilidad<sup>17</sup>, entre otros.

- 
- te, este cambio de concepción en el campo de las sociedades hará que en el futuro este sistema se encuentre regido por las necesidades propias del mercado, dentro de un sistema dispositivo establecido por los empresarios y no por rigorismos y formulismos impuestos por la ley” (p. 305).
- 12 Véase el artículo 99 del Código de Comercio colombiano.
- 13 Véanse los artículos 110 a 121 del Código de Comercio colombiano, y, los artículos 1 y 5 a 8 de la Ley 1258 de 2008.
- 14 Véanse los artículos 122 a 148 del Código de Comercio colombiano y los artículos 9 a 16 de la Ley 1258 de 2008.
- 15 Véase el Capítulo VIII, Título I, Libro Segundo del Código de Comercio colombiano y el Capítulo IV de la Ley 1258 de 2008.
- 16 Véase el Capítulo IV, Título I, Libro Segundo del Código de Comercio colombiano.
- 17 Esta depende de cada tipo societario y se limita de acuerdo con la ley especial que le corresponda.

Algunos ejemplos del uso de una persona jurídica como VPE (SPVC) en proyectos del sector energético son identificados por Moreno & Monsalve (2013), quienes presentan los casos de Termobarranquilla S.A. (Tebsa) en el proyecto para la construcción, mantenimiento y operación de una planta térmica de gas en la ciudad de Barranquilla; Centragas S.A. en un proyecto para la construcción, operación y mantenimiento de un oleoducto de gas natural que conectará los yacimientos de la Guajira con Barrancabermeja, y Transgas S.A., en el proyecto para la construcción, operación y mantenimiento de un oleoducto de gas natural entre la población de Mariquita y la ciudad de Cali. Todos estos se sirven de sociedades anónimas para que adelanten las funciones de VPE (SPVC).

### **1.1.3. Crear un patrimonio autónomo para constituir el VPE (SPVC)**

Según ha indicado el máximo tribunal de la justicia ordinaria en Colombia, “El patrimonio autónomo no es persona natural ni jurídica” (Corte Suprema de Justicia, Sala de Casación Civil, 2005); de igual forma, la Asociación de Fiduciarias de Colombia (2015) lo ha definido como “una individualidad jurídica propia, de creación expresa, afecto a una finalidad determinada, cuyos bienes o activos responden por las obligaciones de carácter patrimonial que se adquieran en el cumplimiento de la finalidad” (p. 96).

Por este motivo, otra de las opciones que se presentan en la práctica en el momento de constituir el VPE (SPVC) es la creación de una entidad de esta índole con los bienes que van a servir para desarrollar, ejecutar, administrar y operar el proyecto<sup>18</sup>; dicho patrimonio autónomo es diferente a las personas naturales y jurídicas<sup>19</sup> y su creación “requiere siempre una disposición legal o una norma de intervención dentro del ámbito de las facultades del Gobierno” (Cárdenas, 2013, p. 21). De igual forma la corporación ha expuesto:

Dichos patrimonios tienen su génesis en la ley que determina de alguna manera su conformación e identidad, como ocurre en la fiducia mercantil

18 En cuanto a los bienes que conforman el patrimonio autónomo, se entiende que “puede estar conformado por toda clase de bienes y derechos, es decir, tanto bienes corporales, muebles o inmuebles, como incorporales” (Asociación de Fiduciarias de Colombia, 2015, p. 97).

19 En el caso mexicano Acosta & Almazán (1997) indican que “no existe en nuestro ordenamiento ninguna disposición que diga que los fideicomisos tienen personalidad jurídica propia diferente de las de las partes que intervinieron en el contrato” (p. 208).

para poder hacer viable que con los bienes fideicomitidos se cumpla una finalidad o destinación determinada en el acto de la constitución de aquélla. (Corte Suprema de Justicia, Sala de Casación Civil, 2005)

En este escenario aparece el concepto de fiducia mercantil<sup>20</sup> como patrimonio autónomo, conforme al cual se transfieren bienes a un fiduciario para que cumpla con los fines que el fideicomitente ha establecido para ellos de acuerdo con las instrucciones que se indican en el contrato de fiducia. Sobre esto y haciendo un análisis normativo, la Corte Suprema ha indicado:

la hipótesis normativa incorporada en el artículo 1226 del C. de Co., que alude, precisamente, a una de las limitantes o restricciones del ejercicio incondicional o ilimitado de la propiedad, como es la propiedad fiduciaria, de la cual puede decirse que es:

[...] un negocio jurídico en virtud del cual una persona llamada fiduciante o 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 éste o de un tercero llamado beneficiario o fideicomisario.

La descripción normativa de dicha institución permite resaltar los tres elementos que la estructuran: i) la intervención de un profesional cuya función es cumplir de manera solvente los compromisos propios del pacto, quien, por disposición de la Ley 45 de 1990, debe ser una persona jurídica; ii) el patrimonio autónomo que se forma, concomitantemente, a la génesis de la convención, constituido por los bienes que el fideicomitente ha dispuesto transferir; y, iii) el objetivo pretendido con el contrato que, dependiendo de las necesidades y propósitos de las partes, será la “finalidad determinada por el constituyente” (Corte Suprema de Justicia, Sala de Casación Civil, 2014).

En el marco de esta relación contractual, si bien se constituye un patrimonio autónomo con la transferencia de bienes para la realización de

---

20 Véase su definición en el artículo 1.226 del Código de Comercio colombiano.

un fin lícito<sup>21</sup>, aunque sea autónomo no implica la ausencia de una persona que lo represente y actúe por él, sino que, en virtud del contrato de fiducia, el fiduciario será el encargado de representarlo y actuará por él en cumplimiento de las instrucciones que le ha dado el fideicomitente para lograr los fines del fideicomiso<sup>22</sup>. En este orden de ideas, el máximo Tribunal afirma:

Ahora bien, que sea autónomo el patrimonio que se integra a propósito de la constitución de una fiducia mercantil —como igual puede ocurrir con otras especies del mismo—, y que no tenga personalidad jurídica, no significa a su vez que no está al frente de él ninguna persona que intervenga y afronte justamente las relaciones jurídicas que demanda el cumplimiento de la finalidad prevista por el constituyente. A ese respecto no puede pasarse por alto que por tal fiducia “se transfiere uno o más bienes especificados a otra, llamada fiduciario”, y que “solamente los establecimientos y las sociedades fiduciarias, especialmente autorizados por la Superintendencia Bancaria pueden tener la calidad de fiduciarios (artículo 1226 C. de Co.), lo cual significa, ni más ni menos, que quien como persona jurídica ostenta esa calidad, es quien se expresa en todo lo que concierne con el patrimonio autónomo, al cual, desde esa perspectiva, no le falta entonces un sujeto titular del mismo así lo sea de un modo muy peculiar”. (Corte Suprema de Justicia, Sala de Casación Civil, 2005)

De acuerdo con esto y teniendo en cuenta que el negocio fiduciario puede constituirse para administrar bienes o garantizar obligaciones<sup>23</sup> —entre

21 De igual forma, en el caso mexicano Villagorda (1982) expone: “Nosotros, siguiendo a Barrera Graf, definimos el negocio fiduciario como ‘aquél en virtud del cual una persona transmite plenamente a otra ciertos bienes, o derechos, obligándose ésta a afectarlos a la realización de una finalidad lícita y determinada y, como consecuencia de dicha finalidad, obligándose a retransmitir dichos bienes o derechos a favor de un tercero o a revertirlos en favor del transmitente” (p. 56), así mismo, hace referencia a que “Barrera Graf nos dice que la “relación personal, en el negocio fiduciario, estriba en la obligación impuesta al fiduciario de afectar los bienes o derechos recibidos a una determinada finalidad de carácter lícito” (p. 59).

22 Continuando con un ejercicio de derecho comparado, en México Villagorda (1982) expone: “Por lo que se refiere a los derechos y obligaciones del fiduciario, diremos que el cumplimiento de sus obligaciones es correlativo al ejercicio de sus derechos, pues está obligado a ejercerlos para lograr los fines del fideicomiso” (p. 166); así mismo, en cuanto a los fines del fideicomiso, expone que “El fin del fideicomiso es la actividad jurídica que realiza el fiduciario, por instrucciones del fideicomitente, a través del ejercicio obligatorio de los derechos que transmite dicho fideicomitente” (p. 179).

23 En México Villagorda (1982) identifica: “Generalmente, los fines que se persiguen con el negocio fiduciario son de garantía, mandato o administración, aun cuando, por la naturaleza misma de dichos negocios, se puede perseguir y alcanzar cualquier fin, siempre y cuando sea lícito y no se encuentre prohibido expresamente por la ley” (p. 60).



otros fines del fideicomiso—, se constituyen también fiducias mercantiles para desarrollar proyectos<sup>24</sup>; en este caso, la fiducia se encarga de ejecutar la actividad económica del proyecto para que genere los flujos de caja que solventan el pago del crédito que lo financia o, en su defecto, para que garantice el pago de la deuda con los bienes que conforman el patrimonio autónomo entendido como “una universalidad de derecho, lo que implica que el activo responde por el pasivo” (Cárdenas, 2013, p. 22). Por ello, es menester analizar cómo funciona la fiducia mercantil cuando hace las veces de VPE (SPVC) para evaluar su idoneidad en *Project Finance*.

## 2. La fiducia como vehículo para la administración y operación del proyecto

En Colombia, para el desarrollo, administración, operación y ejecución de proyectos de infraestructura, son varios los ejemplos de cómo se ha utilizado un patrimonio autónomo para que sirva como VPE (SPVC) del proyecto. Allí se encuentran casos como el de la “doble calzada entre Rumichaca y Pasto”<sup>25</sup>, la “Autopista al Mar 1 del Proyecto Autopistas para la Prosperidad”<sup>26</sup>, la “doble calzada entre Popayán y Santander de Quilichao”<sup>27</sup>, el “corredor transversal del

24 Otros autores como Acosta & Almazán (1997) precisan respecto del caso mexicano “[...] así, se llevan a cabo fideicomisos de inversión extranjera, inmobiliarios, para desarrollos turísticos y otros proyectos de infraestructura, para garantizar obligaciones frente a terceros, para desarrollo de unidades habitacionales, para constituir fondos de ahorro o para pago de pensiones y primas de antigüedad, para garantizar el futuro de los hijos, etc. [...] los recursos pueden destinarse a otros objetivos, como pudiera ser adquirir inmuebles, [...] o bien, garantizar el pago de créditos, [...]” (pp. 390-391).

25 Véase el *Contrato de Concesión 015-2015*, celebrado con el esquema de Asociación Público Privada (APP), entre la Agencia Nacional de Infraestructura (ANI) y Concesionaria Vial Unión del Sur S.A.S., para la realización de estudios y diseños definitivos, financiación, gestión ambiental, predial y social, construcción, mejoramiento, rehabilitación, operación, mantenimiento y reversión de la doble calzada entre Rumichaca y Pasto (cf. ANI, 2015, *Contrato de Concesión 015-2015*).

26 Véase el *Contrato de Concesión 014-2015*, celebrado con el esquema de Asociación Público Privada (APP), entre la Agencia Nacional de Infraestructura (ANI) y Desarrollo Vial al Mar S.A.S., para llevar a cabo los estudios y diseños, la financiación, gestión ambiental, predial y social, construcción, rehabilitación, mejoramiento, operación, mantenimiento y reversión de la concesión Autopista al Mar 1 del Proyecto Autopistas para la Prosperidad (cf. ANI, 2015, *Contrato de Concesión 014-2015*).

27 Véase el *Contrato de Concesión 011-2015*, celebrado con el esquema de Asociación Público Privada (APP), entre la Agencia Nacional de Infraestructura (ANI) y Nuevo Cauca S.A.S., para la realización de estudios y diseños definitivos, financiación, gestión ambiental, predial y social, construcción, mejoramiento, rehabilitación, operación, mantenimiento y reversión de la doble calzada entre Popayán y Santander de Quilichao (cf. ANI, 2015, *Contrato de Concesión 011-2015*).

Sisga”<sup>28</sup>, y la concesión de los aeropuertos “Ernesto Cortissoz” de Barranquilla, “El Edén” de Armenia, “Benito Salas” de Neiva, y “Guillermo León Valencia” de Popayán<sup>29</sup>, entre otros<sup>30</sup>.

Dado el desarrollo que tiene la fiducia mercantil y su importancia en la ejecución de actividades empresariales, se ha optado de manera frecuente por utilizar esta figura jurídica<sup>31</sup> para que tome la forma del VPE (SPVC) en *Project Finance*<sup>32-33</sup>. En este sentido, y teniendo en cuenta la importancia que tiene el

28 Véase el *Contrato de Concesión 009-015*, celebrado con el esquema de Asociación Público Privada (APP), entre la Agencia Nacional de Infraestructura (ANI) y Concesión del Sisga S.A.S., para realizar los estudios y diseños, construcción, rehabilitación, mejoramiento, operación, mantenimiento, gestión predial, gestión social y ambiental y reversión del corredor transversal del Sisga (cf. ANI, 2015, *Contrato de Concesión 009-015*).

29 Véase el *Contrato de Concesión 003-2015*, celebrado con el esquema de Asociación Público Privada (APP), entre la Agencia Nacional de Infraestructura (ANI) y Estructura Plural Concesionaria Aeropuertos Colombia SPV - Grupo Aeroportuario Del Caribe S.A.S., para: Módulo 1: Administración, operación, mantenimiento, explotación comercial, adecuación, modernización y reversión del Lado Aire y del Lado Tierra del Aeropuerto Ernesto Cortissoz que sirve a la ciudad de Barranquilla. Módulo 2: Administración, operación, mantenimiento, explotación comercial, adecuación, modernización y reversión del Lado Aire y del Lado Tierra de los Aeropuertos de la Zona Sur-Occidente, la cual, para todos los efectos se entiende que está integrada por los Aeropuertos El Edén de Armenia, Benito Salas de Neiva, y Guillermo León Valencia de Popayán (cf. ANI, 2015, *Contrato de Concesión 003-2015*).

30 Son varios los casos en los que la Agencia Nacional de Infraestructura (ANI) ha celebrado contratos con el esquema de Asociación Público Privada (APP) para la administración, desarrollo, ejecución y operación de proyectos de infraestructura. Hasta septiembre de 2015 se habían celebrado 24 contratos con este esquema que utiliza un Patrimonio Autónomo para que sirva como VPE (SPVC) del Proyecto. Información disponible en: <https://www.contratos.gov.co/consultas/resultadoListadoProcesos.jsp#>.

31 Así lo demuestra la Superintendencia Financiera de Colombia cuando indica que “En este sentido debe tenerse en cuenta que es frecuente estructurar negocios fiduciarios para la administración y financiación de proyectos de construcción, por virtud de los cuales una persona interesada en adelantar un proyecto específico de construcción acude al vehículo fiduciario para obtener los recursos que requiere el proyecto [...]” (Superintendencia Financiera, 2010).

32 Un claro ejemplo de esto se encuentra en la Resolución de la Superintendencia Financiera de Colombia del 15 de julio de 2011 sobre el caso de Valores & Banca de Inversión S.A.S., y se identificó que “[...] En desarrollo de la línea de negocio ‘Project Finance’, la compañía Valores & Banca de Inversión S.A.S. se encarga de estructurar mecanismos financieros que permitan a sus clientes contar con fuentes de financiación que garanticen la liquidez necesaria para adelantar sus actividades sociales o los proyectos que tengan a cargo, [...] Se estableció que la sociedad Valores & Banca de Inversión S.A.S. en desarrollo de la línea de negocio ‘Project Finance’ además de las tareas de estructuración también adelanta actividades administrativas y comerciales, las cuales son indispensables para la implementación y el desarrollo del mecanismo financiero objeto de estructuración” (Superintendencia Financiera, 2011).

33 Esta situación la evidencian también Acosta & Almazán (1997) en el caso mexicano donde “También la actividad fiduciaria se hace presente en la realización de importantes proyectos de infraestructura nacional que permiten acelerar el desarrollo del país al optimizar los fondos públicos y privados destinados para ello.

vehículo para el proyecto, así como el interés que tienen las partes involucradas para la correcta elección del mismo, se establece la posibilidad de constituirlo a través de un contrato de fiducia mercantil celebrado entre los interesados y una sociedad fiduciaria autorizada conforme a las reglas colombianas para ejercer tal actividad.

En este caso, el contrato de fiducia mercantil se celebra para constituir un patrimonio autónomo que sirva de VPE (SPVC) teniendo en cuenta la confianza, finalidad, gestión profesional, transferencia de bienes, su carácter oneroso y la separación patrimonial<sup>34</sup>, con el fin de que adelante la gestión del proyecto conforme a las instrucciones que se le entregan al fiduciario y sirva de garantía para el pago del crédito a los financiadores del proyecto. Durán (2006) afirma:

es probable que su uso se defina en términos expresos, o que se utilicen otras expresiones, como por ejemplo, que los recursos necesarios para su realización se administren a través de un mecanismo fiduciario, para lo cual se puede contratar la participación de una de las sociedades fiduciarias autorizadas en Colombia, [...], con quien más adelante los interesados en el proyecto (en su construcción y operación) pueden firmar un contrato de fiducia mercantil, de aquellos que tipifica el Código de Comercio [...]. Así las cosas, el contrato de fiducia mercantil y la consecuente conformación del patrimonio autónomo con los bienes fideicomitidos, esto es, transferidos, [...], se constituirán en la Unidad de Propósito u Objeto Específico, SVPC [...], para que sea esa unidad recipiendada, vaciada o volcada en el contrato de fiducia mercantil la que asuma la posición de deudor de los recursos necesarios para la construcción del proyecto y de esa forma también se pueda realizar la distribución de las fuentes y de los usos de los dineros con los que se va a construir el proyecto [...]. (p. 168)

---

Tal es el caso de la realización de proyectos de infraestructura hidráulica, como el fideicomiso celebrado con el Gobierno de Quintana Roo, por conducto de la Comisión de Agua Potable y Alcantarillado 'CAPA', derivado de la necesidad de contar con la infraestructura hidráulica suficiente para suministrar agua potable a Cancún e Islas Mujeres y por carecer de presupuesto para ello, optándose por asociarse con la empresa privada Desarrollos Hidráulicos de Cancún 'DHC' para la consecución del proyecto, en donde el fiduciario fue Banco del Atlántico, S.A." (p. 391).

34 Éstas son las características del negocio fiduciario, para el efecto véanse los artículos 1226, 1233 y 1237 del Código de Comercio y el numeral 1.1 del Capítulo I, Título II, Parte II de la Circular Básica Jurídica 29/2014, Superintendencia Financiera de Colombia.

## 2.1. Beneficios de escoger la fiducia como VPE (SPVC)

Existen distintos beneficios que hacen atractivo escoger la fiducia mercantil como VPE (SPVC) del proyecto. El primero de ellos es establecer el marco dentro del cual se va a llevar a cabo el desarrollo, ejecución, administración y operación para que logre los fines para los que fue constituido y pague la deuda con el flujo de caja que obtenga de la operación del proyecto o garantice su pago con los bienes que se encuentran en el patrimonio autónomo; de esta forma, “con la utilización del mecanismo fiduciario se puede establecer un marco regulatorio interno que facilite y flexibilice la administración del proyecto, atendiendo a la ruta crítica, para evitar que ocurran pérdidas por la materialización de cualquiera de los riesgos que implica este tipo de proyectos” (Durán, 2006, p. 181).

Así mismo, teniendo en cuenta las obligaciones de la fiduciaria y la labor de prevención y asignación de riesgos que determinan el éxito tanto de la financiación como del proyecto, una de sus obligaciones, como profesional, es prever los riesgos e informarlos al fideicomitente para establecer la forma en la que han de mitigarse y llevar a cabo el fin para el que se constituye y que beneficie los intereses tanto del proyecto como de los socios y sus financiadores. Sobre esto, autores como Giraldo (2005) sostienen:

una de las principales obligaciones del profesional es la de prever los riesgos, esto implica para el caso de las sociedades fiduciarias, entre otros, que antes de ofrecer un producto a un cliente deban hacer el análisis de los riesgos inherentes al contrato, bien sea mediante la elaboración de una tabla de riesgos —o cualquier otro mecanismo que les permita realizar dicho análisis—, con el propósito de determinar entre otros aspecto de interés, los derechos y obligaciones de las partes, la forma como la fiduciaria podría mitigar los efectos de los sucesos adversos que se puedan producir durante la vigencia del contrato, la real capacidad que tiene la fiduciaria de administrar el contrato planteado, etc., y un aspecto de gran importancia es el de compartir con el futuro cliente esos estudios previos realizados. (p. 85)

Además, al tener en cuenta que la confianza es una de las características del contrato de fiducia, se entiende que en la fiduciaria se hace un depósito de confianza conforme a sus capacidades para que realice la gestión de

la fiducia y cumpla la finalidad del contrato, tal como se le indicó en las instrucciones<sup>35</sup>.

Por otro lado, en cuanto a la obtención de los flujos de caja, el pago de los créditos y la garantía a sus acreedores, se ve que en la fiducia mercantil pueden presentarse estos aspectos haciendo más atractivo este modelo de negocio tanto para las partes del proyecto como para sus financiadores. Allí convergen la administración de sumas de dinero —que provienen del flujo de caja— para el cumplimiento de obligaciones<sup>36</sup>, la entrega de bienes para garantizar el cumplimiento de obligaciones<sup>37</sup>, la entrega de un flujo de caja para avalar el pago de una obligación<sup>38</sup> y el encargo de ejecutar una actividad económica, lo que simplifica la garantía de la financiación del proyecto, la ejecución, administración y operación en un solo negocio jurídico.

En relación con la realización de la garantía, en el caso de que el flujo de caja sea insuficiente para el pago de la deuda, la fiducia permite una mayor facilidad de realizar el crédito de acuerdo con la ejecución de las instrucciones que se le otorgaron a la fiduciaria para tales eventos. Es decir, la forma dependerá de

35 Tal situación la identifica también Barrios (2014) en relación con el contrato de fiducia mercantil citando a Rodríguez Azuero; Cuello Iriarte & Varón Palomino cuando expone: “uno de los elementos que subyacen al contrato de fiducia es que dicho negocio es un encargo de confianza, porque con él nace ‘el compromiso jurídico del fiduciario de adelantar una determinada gestión de administración o enajenación con respecto a los bienes’” (p. 17); así mismo, entiende que “Se explica que dichos deberes sean indelegables porque el fideicomitente quiere que sea la fiduciaria que escogió la que ejecute el negocio y cumpla la finalidad del contrato; si no fuera así, buscaría otra fiduciaria o, simplemente, celebraría otro contrato” (p. 18).

36 Situación propia de la fiducia de administración y pagos definida como “el negocio fiduciario que tiene como finalidad la administración de sumas de dinero y/u otros bienes que junto con sus rendimientos, si los hay, pueden ser destinados al cumplimiento oportuno y adecuado de las obligaciones que el fideicomitente señale” (Asociación de Fiduciarias de Colombia, 2015, p. 198).

37 Dicha entrega hace referencia a la noción de fiducia en garantía, la cual indica que “el negocio fiduciario que se constituye cuando una persona entrega o transfiere a la sociedad fiduciaria bienes o recursos, con la finalidad de garantizar el cumplimiento de obligaciones propias o de terceros” (Asociación de Fiduciarias de Colombia, 2015, p. 256).

38 Esta característica hace referencia a la fiducia en garantía y pagos, que consiste en “la transferencia o entrega irrevocable a una sociedad fiduciaria de un flujo futuro de recursos producto de una cesión de derechos económicos a favor del fideicomitente, que se destinan a garantizar el cumplimiento de una obligación y a la atención de la deuda producto de la misma” (Asociación de Fiduciarias de Colombia, 2015, p. 289).

la claridad de las instrucciones que se han otorgado en virtud del contrato de fiducia mercantil<sup>39</sup>.

Por último, tratándose del régimen de insolvencia (Ley 1116 de 2006) se protege a los acreedores del crédito que financia el proyecto y respalda la fiducia, toda vez que en casos de insolvencia se excluyen de la masa liquidatoria los bienes transferidos a un patrimonio autónomo con fines de garantía para obtener financiación<sup>40</sup>. Al respecto, Cárdenas (2013) explica:

A tal efecto el Gobierno expidió el Decreto 1038 de 2009, el cual dispone en su artículo 12 que para efectos de lo dispuesto en el parágrafo del artículo 55° de la Ley 1116 de 2006, serán excluidos de la masa de la liquidación los bienes que para obtener financiación el deudor hubiere transferido a título de fiducia mercantil con fines de garantía, siempre y cuando el respectivo contrato se encuentre inscrito en el registro mercantil de la cámara de comercio con jurisdicción en el domicilio del fideicomitente o en el registro que, de acuerdo con la clase de acto o con la naturaleza de los bienes, se hubiere hecho conforme a la ley. Lo anterior, sin perjuicio de los acuerdos que puedan celebrarse entre el vocero del patrimonio autónomo con fines de garantía y el liquidador, cuando los bienes fideicomitados hagan parte de la unidad de explotación económica del fideicomitente y ésta pueda venderse en los términos del parágrafo del artículo 81 de la Ley 1116 de 2006. (p. 74)

Teniendo claros estos beneficios para dar continuidad a la elección del VPE (SPVC) que más se ha adapte al *Project Finance*, se ha de hacer un análisis comparativo entre las sociedades mercantiles y la fiducia mercantil sobre algunos aspectos que permiten diferenciar los beneficios de cada figura jurídica, así como su desarrollo y gestión, con el fin de exponer los elementos principales de cada tipo de negocio.

---

39 Así mismo, la Asociación de Fiduciarias de Colombia (2015), haciendo referencia a la ejecución de la garantía, reconoce que "El fiduciario iniciará el proceso de ejecución de la garantía cuando el fideicomitente incumpla una o varias de las obligaciones garantizadas, de conformidad con las instrucciones previstas en el contrato" (p. 279).

40 Para el efecto véanse los artículos 12 del Decreto 1038 de 2009 y 55 de la Ley 1116 de 2006.

## 2.2. Análisis comparativo entre la fiducia mercantil y las sociedades mercantiles como VPE (SPVC)

En la práctica, la elección del VPE (SPVC) que se encargue del desarrollo, ejecución, administración y operación del proyecto se ve limitada a dos opciones: una, la creación de una sociedad comercial que sirva como tal y la otra es la constitución de una fiducia mercantil que adelante dichas funciones. Por ello, en el momento de establecer por cuál de las figuras se opta, se debe tener en cuenta lo que se quiere con el VPE (SPVC) para el proyecto y los intereses de las partes que se ven involucradas. De esta forma se han de comparar cada una de las opciones con el fin de escoger la que más se adecúe al modelo de negocio que se va a seguir.

Uno de los primeros puntos para analizar es la capacidad de cada figura “para contrarrestar el riesgo de celebrar contratos afectados en su validez” (Arias, 2012, pp. 211-212) y su margen de acción; por un lado, en relación con las sociedades mercantiles se entiende que su capacidad se encuentra enmarcada por su objeto social: “se encuadra el campo de acción en el que la sociedad y, por ende, sus administradores pueden actuar” (Peña, 2011, p. 113) y debe ser previsto para ejecutar la actividad económica que se pretende realizar —en el caso de las SAS se puede establecer un objeto indeterminado para realizar cualquier actividad civil o comercial, lícita<sup>41</sup>—, por otro lado, en cuanto a la fiducia mercantil, su margen de acción se ve limitado a las instrucciones que se otorgan a la fiduciaria en virtud del contrato celebrado, por lo que hay que ser muy cuidadosos para definir el margen de acción que permita lograr los fines para los que fue constituido el patrimonio autónomo. Sobre esto, la Corte Suprema de Justicia ha dicho:

a la fiduciaria le está restringido darle a esa masa de bienes entregada una destinación diferente a las instrucciones impartidas para el momento de su celebración; a partir de este momento, la empresa que acepta el encargo se vuelve vocera de aquel y, respecto de terceros, el fideicomitente y el beneficiario, es la llamada a responder por los bienes. A su turno, el fiduciante, por expresa prohibición del artículo 1236 del C. de Co., no puede gravarlos o comprometerlos por razón de obligaciones diferentes a la finalidad consagrada en la convención. (Corte Suprema de Justicia, Sala de Casación Civil, 2014)

---

41 Véase el numeral 5° del artículo 5° de la Ley 1258 de 2008.

Otro de los aspectos es la expresión de cada figura frente a terceros. En las sociedades mercantiles está claro que tienen órganos sociales de expresión frente a terceros, contrario a la fiducia mercantil que no los tiene, independientemente que pueda tener órganos de consulta. Para Cárdenas (2013):

Si bien el patrimonio autónomo y la persona jurídica son ambos mecanismos para desarrollar actividades afectando unos bienes y limitando la responsabilidad de las personas que las realizan, se distinguen en que la persona jurídica tiene órganos propios de expresión frente a terceros. Los patrimonios autónomos si bien pueden tener comités o juntas internos, carecen de dichos órganos independientes de expresión frente a terceros. (p. 21)

En cuanto al patrimonio, en ambas figuras hay una separación patrimonial de los socios o fideicomitentes ya sea con la realización de aportes a la sociedad o con la transferencia de los bienes al patrimonio autónomo. Para el caso de las sociedades comerciales, Reyes (2006) afirma que:

[...] La limitación del riesgo de los accionistas, sumada a su relativa separación de la gestión de los negocios sociales, justifica la existencia de una infraestructura normativa compleja [...] El rasgo principal de la sociedad anónima es que la responsabilidad de los accionistas está restringida al monto de sus aportes en el ámbito laboral. Sin embargo, hay ocasiones en que este principio no rige y genera unas pocas excepciones que conviene señalar. Tal es el caso de la acción de desestimación de la personalidad jurídica consagrada en el parágrafo del artículo 148 de la ley 222 de 1995 [...]. [...] las acciones que surgen de lo previsto en el artículo 207 de la misma ley, [...] (pp. 78-79)

Tratándose de la representación y la vocería, mientras la sociedad mercantil obra por medio de un representante legal que asume su vocería y la representa judicial y extrajudicialmente (Peña, 2011), en la fiducia mercantil, en razón del encargo, el fiduciario es quien asume tal vocería, independientemente de tratarse de un patrimonio autónomo distinto al suyo (Asociación de Fiduciarias de Colombia, 2015).

En relación con el panorama tributario, el encargado de asumir tal obligación en las sociedades comerciales es la persona jurídica, la cual debe cumplir con



el pago de las obligaciones tributarias a que haya lugar<sup>42</sup> de acuerdo con la actividad que realice. En la fiducia mercantil la obligación tributaria que surja de su actividad le corresponde al patrimonio autónomo pero la fiduciaria, en cumplimiento de sus deberes formales, debe declarar y realizar el pago con cargo al mismo (SAAD, 2009).

## Conclusiones

En desarrollo de *Project Finance* es necesario constituir un VPE (SPVC) para que tome la forma del proyecto de acuerdo con los intereses de los socios y sus financiadores. Así mismo, independientemente del instrumento jurídico que se escoja, este será el encargado de desarrollar, ejecutar, operar y administrar el proyecto con el fin de generar el flujo de caja con el que se va a pagar el crédito y garantizará el pago de esta obligación con sus bienes.

En el momento de hacer una correcta elección del VPE (SPVC) debe enfrentarse la regulación legal —ya sea de las sociedades mercantiles como de la fiducia mercantil— con los intereses que se ven involucrados en la ejecución del proyecto que se va a financiar, teniendo en cuenta tanto la ejecución de la actividad económica como la garantía de pago del crédito que lo financia.

En cuanto al uso de la fiducia mercantil como VPE (SPVC), el fideicomiso garantiza el pago del crédito, desarrolla, administra y ejecuta el proyecto, gestiona su operación para obtener el flujo de caja destinado a pagar sus obligaciones y es el eje fundamental sobre el que gira el negocio de financiación y ejecución del proyecto; su naturaleza permite anticipar la forma en la que actuará el patrimonio autónomo delimitando su margen de acción a las instrucciones que se otorgan en virtud del contrato de fiducia para ejecutar la actividad económica, acompañado de un deber de previsión de riesgos de la fiduciaria que ayuda a prever el modelo de negocio que más se ajuste a las necesidades de las partes e informa los riesgos que se evidencian. Así mismo, al prever la forma en la que se operará el proyecto una vez entre en funcionamiento se hace una mejor asignación de riesgos para el estudio que hace la fiduciaria en su calidad de profesional.

---

42 En el caso de las SAS, se debe tener en cuenta "la asimilación al régimen de la sociedad anónima, que para efectos fiscales se efectúa en el artículo 2° de la Ley 1.258 de 2008. La norma señala de manera explícita que 'para efectos tributarios, la sociedad por acciones simplificadas se regirá por las reglas aplicables a las sociedades anónimas'. [...]" (Reyes, 2013, p. 125).

Además de ello, en relación con la representación y administración del VPE, a diferencia de las sociedades mercantiles —donde se le asigna al representante legal y sus órganos sociales, que pueden estar compuestos por los socios del proyecto— en la fiducia mercantil estas funciones se le asignan a un tercero (fiduciaria) que cumple las instrucciones otorgadas en virtud del contrato de fiducia, lo que resulta más atractivo para los acreedores del crédito de financiación como una mejor opción para garantizar el cumplimiento de la obligación.

En este sentido, en caso de incumplimiento del pago del crédito, la realización de la garantía resulta más sencilla en la fiducia mercantil —que se hace en cumplimiento de las instrucciones del contrato de fiducia— que en las sociedades mercantiles. Así mismo, tratándose de la insolvencia económica del deudor de la obligación, al ser la fiducia en garantía, se goza de especial protección para los acreedores del crédito garantizado.

Es por ello que, en un solo contrato —fiducia mercantil— se encuentra garantía del crédito y desarrollo, ejecución, administración, y operación del proyecto, lo que beneficia tanto a socios del proyecto como a sus financiadores. Estos pueden analizar si otorgan o no el crédito dependiendo de las instrucciones que se le dé a la fiduciaria en relación con la garantía del pago de esta obligación y también —dependiendo de las negociaciones— intervenir en las estipulaciones relacionadas con el pago del crédito.

Lo anterior no implica demeritar el uso de las sociedades mercantiles como VPE sino identificar los beneficios que trae utilizar un patrimonio autónomo para que haga sus veces. Prever el margen de acción de la fiducia para dar las instrucciones que se le otorgan a un profesional —fiduciario— permite una ejecución más precisa de la actividad económica del proyecto, un manejo más adecuado de sus bienes y recursos, una mejor distribución del flujo de caja entre el pago de la financiación y los beneficios de los socios del proyecto, constituir una garantía más clara y segura para el pago del crédito y establecer una alternativa más adecuada para el desarrollo, ejecución, administración y operación del proyecto<sup>43</sup>.

---

43 En el caso mexicano, en relación con la fiducia en proyectos de infraestructura, Acosta & Almazán (1997) de una forma similar concluyeron que: "La experiencia nos demuestra que el fideicomiso resulta ser la mejor alternativa en este tipo de proyectos de infraestructura, por su agilidad, seguridad y transparencia en el manejo de los recursos obtenidos de financiamiento, así como la recuperación de la inversión, el pago de dicho financiamiento y gastos y la distribución de los beneficios entre los participantes del proyecto" (p. 391).

Tanto en la práctica como en la teoría, se ha preferido utilizar un patrimonio autónomo para que tome la forma de los proyectos que se van a adelantar, ahora bien, será trabajo de las partes y de sus financiadores escoger el VPE (SPVC) que más se adecúe a sus intereses. ■

## Referencias

- Acosta, L., & Almazán, P. (1997). *Tratado teórico práctico de fideicomiso*. México: Editorial Porrúa.
- Agencia Nacional de Infraestructura. *Contrato de Concesión 003-2015* (2015). Recuperado de <https://www.contratos.gov.co/consultas/detalleProceso.do?numConstancia=13-19-1844585>
- Agencia Nacional de Infraestructura. *Contrato de Concesión 009-2015*. (2015). Recuperado de <https://www.contratos.gov.co/consultas/detalleProceso.do?numConstancia=14-19-3262626>
- Agencia Nacional de Infraestructura. *Contrato de Concesión 011-2015*. (2015). Recuperado de <https://www.contratos.gov.co/consultas/detalleProceso.do?numConstancia=13-19-1954473>
- Agencia Nacional de Infraestructura. *Contrato de Concesión 014-2015*. (2015). Recuperado de <https://www.contratos.gov.co/consultas/detalleProceso.do?numConstancia=13-19-2154140>
- Agencia Nacional de Infraestructura. *Contrato de Concesión 015-2015*. (2015). Recuperado de <https://www.contratos.gov.co/consultas/detalleProceso.do?numConstancia=13-19-1914070>
- Arias, L. (2012). Perspectiva legal de la financiación de proyectos "Project Finance" y el manejo del riesgo. *Revista de Derecho Privado*, (23), 199-231. Recuperado de <http://www.scielo.org.co/pdf/rdp/n23/n23a09.pdf>
- Asociación de Fiduciarias de Colombia. (2015). *Aspectos conceptuales del negocio fiduciario*. Bogotá: Legis Editores S.A.
- Barrios, J. (2014). La fiducia mercantil como vehículo de integración empresarial. *Revista de Derecho Privado*, (51), Recuperado de [https://derechoprivado.uniandes.edu.co/components/com\\_revista/archivos/derechoprivado/pri493.pdf](https://derechoprivado.uniandes.edu.co/components/com_revista/archivos/derechoprivado/pri493.pdf)
- Boquera, J., & Latorre, N. (2005). La configuración estatutaria de competencias en la sociedad anónima cerrada. En J. Embid, & D. Vítolo (Eds.), *Sociedades comerciales, los administradores y los socios: problemas societarios* (pp. 25 – 53). Buenos Aires: Rubinzal-Culzoni Editores.

- Cárdenas, J. (2013). *El contrato de fiducia y el patrimonio autónomo*. Bogotá D.C.: Universidad del Rosario.
- Colombia. Colombia Compra Eficiente. (2015). *Sistema Electrónico de Contratación Pública (Secop)*. Recuperado de <https://www.contratos.gov.co/consultas/inicioConsulta.do>
- Corte Suprema de Justicia, Sala de Casación Civil. (2005). Bogotá. Referencia: Expediente No. 1909. Magistrado Ponente: Silvio Fernando Trejos Bueno.
- Corte Suprema de Justicia, Sala de Casación Civil. (2014). Bogotá. Sentencia C-5438-2014. Magistrada Ponente: Margarita Cabello Blanco.
- Dewar, J., & Irwin, O. (2015). Why the world needs Project Finance (and Project Finance lawyers...). En J. Dewar, Milbank, Tweed, Hadley & McCloy (Eds.), *The International Comparative Legal Guide to: Project Finance 2015* (4ª ed., pp. 1-7). London: Global Legal Group. Retrieved from <http://www.milbank.com/images/content/2/0/20090/PF15-Chapter-1-Milbank.pdf>
- Durán, R. (2006). *Project Finance y emisión de títulos*. Bogotá: Universidad Santo Tomás.
- Ferro, S. (2005). Las sociedades y los tratamientos de protección de inversiones en materia tributaria y cambiaria. En J. Embid, & D. Vítolo (Eds.), *Sociedades Comerciales, los administradores y los socios: problemas societarios* (pp. 73-89). Buenos Aires: Rubinzal-Culzoni Editores.
- Giraldo, C. (2005). La fiducia en Colombia según la justicia arbitral. *Revista de Derecho Privado*, (35), 81-114. Recuperado de [https://derechoprivado.uniandes.edu.co/components/com\\_revista/archivos/derechoprivado/pri160.pdf](https://derechoprivado.uniandes.edu.co/components/com_revista/archivos/derechoprivado/pri160.pdf)
- González, J., Rojas, M., Arboleda, C., & Botero, S. (2014). Project Finance y asociaciones público-privadas para la provisión de servicios de infraestructura en Colombia. *Obras y Proyectos*, (16), 61-82. Recuperado de <http://www.scielo.cl/pdf/oyp/n16/art05.pdf>
- Gorton, G., & Souleles, N. (2007). Special Purpose Vehicles and Securitization. En M. Carey, & R. Stulz (Eds.), *The Risk of Financial Institutions* (pp. 549-602). Chicago: University of Chicago Press. Recuperado de <http://www.nber.org/chapters/c9619.pdf>
- Lascala, J. (2005). *Práctica del fideicomiso*. Buenos Aires: Editorial Astrea.
- León, É., & Córdoba, Á. (2011). La posibilidad de fraccionamiento del voto en las Sociedades por Acciones Simplificada. *Revista Facultad de Derecho y Ciencias Políticas*, 41(115), 287-308.
- Manrique, C. (2005). Actualidad Jurídica, Fiducia de Garantía. *Estudios Socio-Jurídicos*, 7(1), 266-276. Recuperado de <http://www.scielo.org.co/pdf/esju/v7n1/v7n1a07.pdf>

- Moreno, N., & Monsalve, C. (2013). *Ventajas de la utilización del Project Finance para la conformación de proyectos de infraestructura de países en desarrollo: estudio de casos del sector energético en Colombia* (Tesis para maestría, Universidad Eafit, Medellín, Colombia). Recuperado de <https://repository.eafit.edu.co/bitstream/handle/10784/5309/ARTICULO%20VENTAJAS%20DEL%20PROJECT%20FINANCE.%20Nestor%20Moreno%20Meza%20y%20Carlos%20Humberto%20Monsalve%20L%C3%B3pez.pdf?sequence=3&isAllowed=y>
- Narváez, J. (1999). *Teoría General de las Sociedades* (8ª ed.). Bogotá D.C.: Legis Editores S.A.
- Nieto, N., & Isaza, E. (2012). Flexibilización societaria. Un acercamiento a la Sociedad por Acciones Simplificada a partir de la intervención de la Superintendencia de Sociedades. *Revista Facultad de Derecho y Ciencias Políticas*, 40(112), 43-79.
- Oviedo, J. (2011). Consideraciones sobre la naturaleza contractual y comercial de las sociedades en el derecho colombiano. *Revista de Derecho*, (36), 251-278. Recuperado de <http://www.scielo.org.co/pdf/dere/n36/n36a11.pdf>
- Peña, L. (2011). *De las sociedades comerciales* (6ª ed.). Bogotá: Editorial Temis S.A.
- Quinche, M., & Rodríguez, C. (2014). Colombia. En J. Dewar, Milbank, Tweed, Hadley & McCloy (Eds.), *The International Comparative Legal Guide to: Project Finance 2014* (3ª ed., pp. 73-80). London: Global Legal Group. Recuperado de <http://bu.com.co/docs/public/pf14-chapter-10-colombia.pdf>
- Reyes, F. (2006). *Derecho Societario* (2ª ed., Vol. 1). Bogotá D.C.: Editorial Temis S.A.
- Reyes, F. (2013). *SAS, la Sociedad por Acciones Simplificada* (3ª ed.). Bogotá D. C.: Legis Editores S.A.
- Saade, J. (2009). Aspectos de tributación en la fiducia mercantil. *Revista de Derecho Privado*, (42), 1-41. Recuperado de [https://derechoprivado.uniandes.edu.co/components/com\\_revista/archivos/derechoprivado/pri101.pdf](https://derechoprivado.uniandes.edu.co/components/com_revista/archivos/derechoprivado/pri101.pdf)
- Superintendencia Financiera. (2010). Bogotá. Concepto 2010023725-002.
- Superintendencia Financiera. (2011). Bogotá. Resolución No. 1129 de 2011.
- Villagordoa, J. (1982). *Doctrina general del fideicomiso* (2ª ed.). México: Editorial Porrúa S.A.
- Wynant, L. (1980). Essential Elements of Project Financing. *Harvard Business Review*, 58, 165-173.