

CONDICIONES PARA EL DESARROLLO DE UN MERCADO DE TITULARIZACIÓN DE CARTERA PYME EN COLOMBIA

RESUMEN EJECUTIVO Versión para comentarios Marzo 25 de 2005

ANIF
Selfinver

I. MOTIVACIÓN Y OBJETIVOS

Importancia de las Pymes para la economía

Tal como lo demuestra un estudio del Banco Mundial¹ cada día se hace más evidente el hecho de que las Pymes, lejos de estar asociadas con el atraso, se asocian con el mayor desarrollo de los países. Se argumenta que el mayor desarrollo de las Pymes se da en países en los cuales hay un alto nivel de educación, bajas tasas de inflación y los intermediarios financieros están más desarrollados. Además, los países con mayores ingresos tienen una mayor participación de pequeñas y medianas empresas en el PIB y en la generación de empleo. (**gráficos 1 y 2**)

Según cálculos reportados en un estudio del BID, en América Latina existen más de 8.4 millones de empresas formales, de las cuales cerca de 93% son microempresas, 6.8% pequeñas y medianas empresas y sólo 0.2% grandes empresas. Sólo las micro, pequeñas y medianas empresas explican entre 30% y 60% de la producción y entre 60% y 80% del empleo.² En Colombia existen hoy en día cerca de un millón de mipymes. De estas, las pequeñas y medianas participan con 38,7% del PIB y con 67,2% en el empleo (**gráficos 3 y 4**). No obstante la importancia de las pymes en la economía colombiana, es importante anotar que países con economías comparables y de menor desarrollo como Perú, Panamá y El Salvador, muestran mayor participación de este sector en sus economías.

La importancia de la pymes en la producción y el empleo nacional, su valor en las políticas de desarrollo y su relativo atraso frente a economías comparables, justifican la voluntad del Gobierno Nacional y de organismos multilaterales como el BID de apoyar el desarrollo de este sector.

¹ Banco Mundial (2004). Doing Business in 2005: eliminando obstáculos para el crecimiento. (<http://rru.worldbank.org/doingbusiness>).

² BID (2002), “Guía operativa para programas de competitividad para la pequeña y la mediana empresa.” Serie de buenas prácticas del Departamento de Desarrollo Sostenible.

Dificultad de acceso al crédito

A pesar de su papel trascendental en el crecimiento económico y la generación de empleo, las pymes en Colombia, como en la mayoría de países desarrollados y en desarrollo, enfrentan dificultades que limitan su capacidad de competir y crecer. Tal vez una de las dificultades más frecuentes que enfrentan las empresas de menor tamaño es la del acceso al financiamiento. Se argumenta que estas empresas no tienen acceso a recursos de largo plazo, que por lo general los créditos que obtienen son muy costosos y que les es difícil ser sujetos de crédito debido a la falta de colaterales o garantías. Así, mientras las pymes participan con más de 60% del empleo generado en el país, obtienen menos del 20% del crédito otorgado por el sector financiero (**gráfico 5**). La dificultad de acceso al crédito es mayor para las empresas pequeñas, sector cuya información contable y financiera presenta grandes deficiencias, lo que implica riesgos adicionales para el sector financiero. Todo esto hace que las pymes en Colombia deban acudir de manera recurrente a los recursos propios, al financiamiento de proveedores y a los recursos otorgados por fuentes de financiamiento informal para la normal operación de la empresa.

Generalmente las pymes no están en capacidad de utilizar el mercado de capitales, a través de la emisión de acciones o bonos, como una alternativa de financiación. Se ha llegado a afirmar que el difícil acceso a los recursos financieros es una de las causas por las cuales a estas empresas les queda difícil emprender proyectos de expansión y alcanzar una escala de operación o tamaño de firma óptimo. Así mismo, la falta de suficiente acceso crediticio les limita su capacidad de inversión e innovación tecnológica, restándoles potenciales incrementos en su productividad. De hecho, al observar la participación de las pymes en el crédito, vemos que estas empresas no sólo cuentan con un menor porcentaje de acceso frente a las grandes empresas, sino que en períodos de crisis financiera son las que más se ven restringidas, tanto así que hoy en día su participación dentro del crédito no ha alcanzado los niveles registrados antes de la crisis. En efecto, según se observa en el **gráfico 6**, en promedio, durante el período 1995-2002 el crédito a las pymes ha representado 20% del crédito total de los establecimientos de crédito, mientras que las grandes empresas participaron en promedio con 75% del crédito total de los establecimientos. Así mismo, con anterioridad a la crisis financiera, en 1995 las pymes participaban con 25% del total de crédito otorgado; luego este porcentaje fue disminuyendo gradualmente en el período de crisis y apretón crediticio hasta 16% en el año 2000. Posteriormente, la recuperación gradual desde ese año ha llevado a una participación de 20%, cifra inferior a la participación de inicios del período.

Igualmente, el crédito a las pymes es mucho más costoso que el crédito otorgado a las empresas de mayor tamaño. Tomando como referencia los créditos otorgados por los intermediarios a través de Bancoldex³, vemos que el crédito que se otorga a las pequeñas o medianas empresas se hace más caro a medida que disminuye el tamaño y aumentan los plazos. En efecto, para un crédito a una pequeña empresa de plazo mayor a 3 años el costo

³ Banco oficial de segundo piso.

se ubica en DTF+9,31, mientras que para una grande el costo es de DTF+4,26. Algo similar sucede con las empresas medianas (**Cuadro 1**).

Motivaciones y ventajas de titularizar cartera bancaria

Si bien en Colombia se han hecho esfuerzos para dinamizar el crédito a las pymes a través de la banca de segundo piso, creando líneas de crédito especiales a través de Bancoldex, fortaleciendo el sistema de garantías del Fondo Nacional de Garantías (FNG), soportando un mayor número y monto de créditos y adelantando convenios especiales entre el gobierno y las entidades financieras, quedan aún muchos esfuerzos por hacer. Dado que en otros países la titularización de créditos pyme parece haber dado buenos resultados, se podría pensar en este mecanismo como una de las alternativas hoy existentes para irrigar un mayor monto de recursos financieros hacia las pymes.

La titularización es básicamente un proceso de transformación de plazos, tasas y riesgos, mediante el cual el originador que decide entrar en un proceso de titularización obtiene una serie de beneficios que antes no percibía.

i) La titularización permite a la entidad bancaria ampliar su negocio de intermediación sin que para ello tenga que aportar más patrimonio. La cartera es uno de los activos que más ponderan por riesgo a la hora de calcular la relación de solvencia. En el proceso de titularización la cartera sale del balance, lo cual libera capital que puede ser utilizado para ampliar sus operaciones activas, mientras la entidad recibe de todas maneras parte del margen financiero original. Así con la titularización se puede lograr una utilización más eficiente del patrimonio del intermediario.

Lo anterior se debe a que los porcentajes por los cuales ponderan por riesgo los títulos derivados de procesos de titularización para el cálculo de la relación de solvencia tienden a ser menores a los de la cartera. Como se desprende del **cuadro 2**, para efectos del cálculo de la relación de solvencia, medida como la relación de patrimonio técnico a activos ponderados por riesgo, la cartera cuenta con una ponderación de 100%.

De esta manera, en el proceso de titularización, por el solo hecho de salir la cartera del balance de la entidad, la relación de solvencia se verá incrementada de manera que el intermediario, sin haber aumentado su capital, puede lograr un mayor volumen de créditos. Este efecto resulta interesante especialmente en los períodos de estrés financiero, como el ocurrido en Colombia en el período de crisis, cuando la relación de solvencia alcanzó niveles bajos, cercanos al límite legal de 9%.

Ahora bien, como ha sucedido con los procesos de titularización de cartera hipotecaria, las entidades bancarias pueden adquirir una parte de los valores resultantes del proceso de titularización. En este caso sigue dándose un efecto contable positivo pues los títulos derivados de procesos de titularización, que en general han tenido calificaciones AAA (para la franja de menor riesgo), por lo menos en el caso de cartera hipotecaria, ponderan solamente 20%. Si la calificación es BBB+, BBB, o BBB-, este porcentaje es de 50%.

ii) La titularización de cartera consiste en hacer un *pool* de créditos que tienen por lo general características de riesgos diferentes. Ello, unido al *enhancement* que puede lograrse con la estructuración del mecanismo, como en el caso de la titularización hipotecaria en Colombia a través de las garantías del IFC y del Fondo Nacional de Garantías, permitiría la colocación de títulos con un riesgo menor al de los créditos individuales. Si los intermediarios, como ha sucedido en el caso de la titularización de cartera hipotecaria, compran parte de los títulos derivados de ésta, tanto el capital como las provisiones que exige la inversión son inferiores a los que se requerirían en caso de mantener la cartera en su balance. Así, el proceso de titularización no solamente permite liberar capital sino que implica también menores costos para las entidades financieras en la medida en que se traduce en una reversión de provisiones.

Efectivamente, la cartera de créditos obliga a los intermediarios a realizar una serie de provisiones. En primer lugar debe hacer una provisión general que corresponde como mínimo al 1% sobre el total de la cartera de créditos bruta. Además, la entidad debe realizar provisiones individuales las cuales se determinan de acuerdo con el modelo interno que haya desarrollado para tal efecto, o el de referencia, o cumpliendo las reglas establecidas en el Anexo de la circular 052 de 2004 de la Superintendencia Bancaria. De acuerdo con las reglas de dicho anexo, los créditos comerciales, de consumo y de microcrédito deben provisionar según la calificación de éste siguiendo los porcentajes del **cuadro 3**.

Al entrar en el proceso de titularización, la cartera sale del activo de la entidad financiera y, por lo tanto, puede reversar las provisiones que hayan tenido lugar sobre los créditos vendidos y empaquetados.

Cuando las entidades bancarias pueden adquirir una parte de los títulos resultantes del proceso de titularización, como en el caso de la hipotecaria, sigue dándose un efecto contable positivo, pues los títulos derivados de procesos de titularización de este tipo de cartera, que en general han tenido calificaciones AAA⁴, no tienen requerimiento de provisión. Además, existe el efecto de la excensión tributaria para los tenedores de estos títulos, que en el caso de las titularizadoras puede llegar a tener un doble beneficio en la medida en que algunas entidades financieras también son accionistas de las titularizadoras.

iii) La titularización permite corregir los descalces de plazos. Si la estructura de plazos del activo no coincide con la del pasivo es posible que el intermediario se encuentre en situaciones en las cuales el costo de su financiamiento no coincide con el ingreso de sus pasivos y, por lo tanto, se vea en dificultades para cumplir con estos últimos. Un proceso de titularización diseñado para que sea más compatible con las características del activo permite reducir este descalce intertemporal.

En el caso de la cartera hipotecaria, la corrección del descalce entre activos y pasivos ha sido uno de los grandes atractivos de la titularización, pues las entidades especializadas en

⁴ Por lo menos en el caso de la cartera hipotecaria

crédito hipotecario otorgan créditos a largo plazo y en UVR pero captan a corto plazo depósitos referidos en general a la DTF. La titularización les permite obtener una financiación de largo plazo y referida a la UVR, lo cual está más acorde con la estructura del activo. En el caso de la titularización de cartera hipotecaria existen dos ventajas adicionales: generalmente se trata de cartera homologada y ésta es de largo plazo (10 a 15 años).

Es importante anotar que en el caso de la cartera pyme no sucede lo mismo. En general, es de pensar que los créditos a las pymes tienden a tener comportamientos muy diferentes, es decir no se trata de créditos homologados. Adicionalmente son créditos de corto plazo (aproximadamente 1 a 3 años). Si la emisión de los títulos se hiciera al mismo plazo de los créditos los costos fijos de la titularización serían excesivamente elevados y esto le restaría interés al mecanismo. Esto obliga a utilizar mecanismos como la compra de nuevos créditos por parte del patrimonio de la titularización, a medida que se recaudan los iniciales, de manera que la titularización opere como un fondo.

iv) La titularización permite ampliar la liquidez de la entidad bancaria, lo cual a su vez posibilita una mayor irrigación de crédito hacia la economía. Lo anterior hace que este mecanismo sea sumamente interesante para las entidades financieras en los períodos de apretada liquidez como el vivido durante la crisis financiera de 1998-1999. Es probable que el período actual no sea uno de los más atractivos, desde el punto de vista de la liquidez, para llevar a cabo un proceso de titularización de cartera pyme dadas las bajas tasas de interés interbancarias que se han mantenido en los últimos meses (alrededor de 6,4% nominal durante 2005). Sin embargo, es sabido que la actual situación de liquidez no puede mantenerse permanentemente y en algún momento veremos una política monetaria menos expansionista.

v) La titularización permite aislar cierto grupo de activos (sean estos créditos, muebles, inmuebles, flujos futuros u otros) del riesgo general del originador, es decir del riesgo propio de su actividad. En efecto, en el proceso de titularización estos activos dejan de ser de propiedad de la entidad y se trasladan a patrimonios autónomos, a fondos de valores, o se constituye con ellos universalidades independientes del patrimonio del originador o emisor. En consecuencia, en caso de quiebra de la entidad originadora o del simple deterioro de su situación financiera no se afecta el pago de las obligaciones con los inversionistas que compraron los títulos. De esta manera, la calidad de un título proveniente de un proceso de titularización resulta, en términos de riesgo, más fácil de evaluar que cualquier otra operación de endeudamiento, pues se concreta al análisis de riesgo de los activos titularizados sin que incidan otros factores.

Así, los positivos efectos sobre liquidez, utilización eficiente del capital y la disminución de riesgos de descalce no sólo permiten una ampliación del negocio de intermediación, sino que también pueden en principio traducirse en menores tasas de interés y menores márgenes. Además, un mecanismo de esta naturaleza aseguraría a los intermediarios la compra de cartera por parte de la entidad titularizadora. Esta seguridad le permitiría a su vez a las entidades bancarias prestar más y probablemente a plazos más largos al sector de

las pequeñas y medianas empresas, probablemente uno de los objetivos más buscados cuando se habla de irrigar recursos hacia este segmento empresarial. Por último, el desarrollo de las titularizaciones también permite ampliar las posibilidades de inversión de los inversionistas institucionales en Colombia. Ello, a su vez, posibilita la profundización del mercado de capitales colombiano, el cual se caracteriza por ser de tamaño reducido y tener un bajo nivel de desarrollo, factores comunes a casi toda la región.

Existen entonces al menos dos claras motivaciones para explorar más a fondo las posibilidades de extender el esquema de las titularizaciones más allá del mercado hipotecario. La primera tiene que ver con la necesidad de dirigir un mayor monto de recursos financieros hacia el segmento de las empresas de menor tamaño. La segunda motivación se refiere a los beneficios que trae la titularización para las entidades de crédito que se embarcan en estos procesos y la satisfactoria experiencia que Colombia ha registrado en materia de titularización de cartera hipotecaria.

En el estudio con base en el cual se hace este documento se exploraron las razones y mecanismos a través de los cuales cabría implementar la titularización de cartera pyme en Colombia. Para ello se evaluaron las características del mercado financiero local, las condiciones de demanda para este tipo de instrumentos y las posibilidades de contar con un conjunto de pymes cuyos negocios y gestión de proyectos de mercado les permitieran diseñar e instrumentar esquemas de titularización de su cartera crediticia.

El propósito de este resumen ejecutivo es exponer los principales resultados del estudio, así como las opiniones y recomendaciones de los diferentes agentes que intervendrían en el proceso de titularización y aquellas que surgieron en el taller llevado a cabo por el BID el 3 de marzo de 2005. En la primera parte de este documento se hará un recuento de las experiencias en titularización en Colombia, con énfasis en las relativas a la titularización hipotecaria, resaltando el modo de estructuración de los títulos, así como las condiciones que permitieron el exitoso desarrollo del mismo. En la segunda parte se busca establecer las condiciones actuales de oferta y demanda de títulos respaldados por cartera pyme, teniendo en cuenta las diversas opiniones y recomendaciones de los agentes que posiblemente intervendrían en el proceso. En la tercera sección se exponen las principales conclusiones y se propone un esquema de titularización basado en las posibles soluciones que plantean los originadores, en este caso las entidades bancarias.

II. LA TITULARIZACIÓN EN COLOMBIA: HISTORIAL DE LA CARTERA HIPOTECARIA

Colombia cuenta con un completo marco regulatorio para los procesos de titularización. La resolución 400 de 1995 de la Superintendencia de Valores define con precisión las normas a que deben someterse los originadores, los vehículos especiales utilizables, la manera de evaluar los riesgos y los mecanismos de cobertura, los procedimientos para realizar las emisiones y demás aspectos necesarios para el desarrollo de estos procesos. Adicionalmente, a raíz de la crisis financiera y en especial por el deterioro que experimentó

la banca especializada en créditos hipotecarios, se expidió la Ley 546 de 1999 que creó un marco regulatorio propio para la realización de titularizaciones hipotecarias e introdujo una serie de incentivos y facilidades para impulsar el desarrollo de esta herramienta como mecanismo de financiación del negocio hipotecario. Los resultados han sido favorables. En 2002, Colombia ocupó el primer lugar en titularización en América Latina en lo referente a emisiones realizadas. Con ello se incrementó su participación en el negocio de titularizaciones a nivel regional a 34%, inclusive por encima de México (25%) y Chile (25%). Concretamente, en materia de titularización hipotecaria, en el año 2003 Colombia alcanzó un porcentaje cercano al 49% de las titularizaciones realizadas en América Latina.

En efecto, la Ley 546 de 1999 contempló la creación de sociedades titularizadoras especializadas en el sector hipotecario y facultó a éstas y a otras entidades para emitir títulos respaldados con cartera hipotecaria. Para ello, estableció la posibilidad de efectuar emisiones directas por parte de los propios originadores (bancos y otros sujetos o entidades autorizados para otorgar crédito de vivienda) o indirectas a través de las sociedades titularizadoras y la sociedades fiduciarias.

Contempló así mismo en esta norma la creación de universalidades de activos, integradas por créditos hipotecarios y sus garantías, para efectos de adelantar procesos de titularización hipotecaria. Tales universalidades quedan afectas exclusivamente a la ejecución del proceso de titularización respectivo, están aisladas del patrimonio del emisor y los bienes que la integran no serán restituidos al mismo, ni siquiera en eventos de liquidación del emisor o del originador.

Por otra parte, debe mencionarse que el esquema de titularización regulado en la Ley 546 de 1999 previó un beneficio tributario temporal, consistente en la exención del impuesto de renta y complementarios para los rendimientos financieros causados durante la vigencia de los títulos emitidos, aplicable en el período comprendido entre los años 1999 y 2005. También otorgó garantías para los títulos emitidos en relación con cartera VIS subsidiable por parte de Fogafin.

No obstante, si bien el auge de los procesos de titularización hipotecaria está directamente relacionado con la expedición de la Ley 546 de 1999 y la necesidad de encontrar vías para dar solución a la crisis a la que se vio enfrentado el sistema financiero en los años 1998 – 1999, debe anotarse que la experiencia colombiana en esta materia se remonta a varios años atrás, momento en el que algunas Corporaciones de Ahorro y Vivienda adelantaron procesos de titularización de su cartera hipotecaria.

Ejemplos de estructuraciones de titularización hipotecaria

Ahora bien, dado que la experiencia de la titularización hipotecaria puede ser un buen punto de partida para estructurar una titularización de cartera pyme, a continuación se describe la estructura fundamental de los últimos procesos de titularización de cartera hipotecaria adelantados por la Sociedad Titularizadora Colombia S.A.,

Títulos TIPS E-6 de fecha 21 de diciembre (Gráfico 7)

Esta operación consistió en la titularización de dos tipos de cartera hipotecaria denominada en UVR, a saber: 1) cartera dirigida a la adquisición de vivienda por personas naturales de estratos bajos subsidiables (cartera VIS), y 2) cartera dirigida a la adquisición de vivienda por personas naturales de otros estratos (cartera no VIS).

El proceso se efectuó en dos etapas: se inició por la realización de titularizaciones independientes para cada uno de los tipos de cartera mencionados y, posteriormente, se efectuó una retitularización de los valores emitidos en dichos procesos iniciales, para colocar en el mercado una emisión de títulos cuyas características combinaran las de las dos emisiones iniciales.

- Estructuración de la emisión y las garantías

La emisión contó con los mecanismos de seguridad internos y los mecanismos de seguridad externos que se explican a continuación.

Mecanismos de seguridad internos

Los flujos de caja proyectados fueron divididos en tres segmentos básicos, con base en los cuales se emitieron cuatro series de títulos, siendo las series B, MZ y C, subordinadas a la serie A:

- a.) El segmento más seguro, el cual no se vería afectado aun cuando los flujos fueran sometidos a supuestos más fuertes que los históricos, fue utilizado como fuente de pago de los títulos denominados Títulos A.
- b.) Un segmento intermedio, constituido por la diferencia entre el anterior segmento y el flujo esperado, construido utilizando los índices históricos de morosidad y siniestralidad de la cartera, fue utilizado como fuente de pago de los títulos denominados Títulos B.
- c.) Un tercer segmento, constituido por la diferencia entre los dos segmentos anteriores y el flujo teórico, construido tomando como base que los créditos garantizados por los pagarés fueran pagados en la forma acordada, es decir, sin que se presentara mora ni siniestros de cartera, fue utilizado como fuente de pago de los títulos denominados Títulos MZ y Títulos C.

Mecanismos de seguridad externos

Como mecanismos de seguridad externos se establecieron dos cupos de crédito rotatorios destinados a cubrir eventuales de caja para atender los pagos de los títulos A, en caso de resultar insuficiente el mecanismo de subordinación antes descrito: el primero, otorgado por la Nación a través del Fogafin, con el objeto de cubrir faltantes de caja originados en los

créditos VIS, equivalente al valor del capital y los intereses de los Títulos A; el segundo, otorgado por la Corporación Financiera Internacional, equivalente al uno por ciento (1%) del saldo de capital de los Títulos A, para el que se tomó como base la cartera no VIS, sin exceder 32.767.120 UVR (\$4.777.475.586 al momento de la emisión).

Teniendo en cuenta estas características, los títulos fueron calificados por las sociedades calificadoras de valores así:

<u>CLASE</u>	<u>DUFF&PHELPS</u>	<u>BRC</u>
TIPS A	AAA	AAA
TIPS B	AA+	AA
TIPS MZ	A	A
TIPS C	CCC	CC

Títulos TECH E–2 de fecha 1 de septiembre de 2004 (Gráfico 8)

Esta operación consistió en la titularización de cartera hipotecaria en **proceso de cobro judicial** de los Bancos Colmena, Colpatria y Granahorrar, la cual fue realizada en dos etapas. Inicialmente cada uno de los bancos efectuó una titularización de su propia cartera, emitiendo tres clases de títulos con diferente calidad crediticia. Los de mejor calificación (AA+), fueron retitularizados de manera que se ofreció a los inversionistas una emisión unificada.

Mecanismos de seguridad internos

Los flujos de caja proyectados fueron divididos en tres segmentos básicos:

- a.) El segmento más seguro, resultante de estresar los parámetros de proyección de la siguiente manera: (i) incremento del tiempo de duración del proceso de cobro judicial en un veinticinco por ciento (25%); (ii) incremento del tiempo de venta de los bienes recibidos en pago en un veinticinco por ciento (25%); (iii) severidad de la pérdida de un 34%.
- b.) Un segmento intermedio, constituido por la diferencia entre el anterior segmento y el flujo esperado construido utilizando los parámetros históricos.
- c.) Un tercer segmento, constituido por la diferencia entre un flujo con pérdidas menores a las históricas y los flujos anteriores.

En la titularización de cartera de cada banco se emitieron títulos de tres clases, de las cuales las series B y C fueron subordinadas de la serie A :

- Títulos A, los cuales fueron emitidos tomando como base el flujo esperado, pero cubriendo la diferencia entre éste y el flujo estresado con un fondo especial de reserva constituido por el respectivo banco, el cual se describirá más adelante.
- Títulos B, los cuales fueron emitidos tomando como base la diferencia entre el flujo esperado y el flujo estresado
- Títulos C, los cuales fueron emitidos tomando como base el flujo teórico con menores pérdidas y los flujos anteriores.
- Cada banco originador constituyó un fondo de reserva para cubrir los defectos del flujo de caja de su cartera con recursos en efectivo y TES, el cual representó, frente a los Títulos A, un porcentaje equivalente al cincuenta por ciento (50%) en el caso del Banco Colmena y al cuarenta por ciento (40%) en los casos de los Bancos Colpatria y Granahorrar.

Mecanismo de seguridad externo

Como mecanismo de seguridad externo se estableció un cupo de crédito rotatorio otorgado por la Corporación Financiera Internacional, equivalente al cinco por ciento (5%) del saldo de capital de los títulos TECH, con un monto máximo, en todo caso, de 59.352.000 UVR.

Teniendo en cuenta estas características los títulos fueron calificados por las sociedades calificadoras de valores así:

<u>CLASE</u>	<u>DUFF&PHELPS</u>	<u>BRC</u>
TECH 2009	AAA	AAA
TECH 2011	AAA	AAA

III. CONDICIONES ACTUALES DE OFERTA Y DEMANDA DE TÍTULOS RESPALDADOS POR CARTERA PYME

Después de revisar la experiencia de la titularización hipotecaria, en este capítulo se analizarán cuatro aspectos en particular: i) una aproximación a la magnitud de la cartera pyme con el fin de conocer el monto posible de cartera que podría ser objeto de titularización, así como sus principales características; ii) algunas aproximaciones a la demanda por titularizaciones para lo cual se cuantificó la inversión de los fondos de pensiones obligatorias, fondos de cesantías y bancos en titularizaciones y se comparó con los montos que la regulación permite; iii) la situación del sistema financiero actual con el fin de determinar si existen las condiciones propicias para que los originadores estén incentivados a llevar a cabo un proceso de titularización; iv) la percepción de los diferentes agentes frente a la viabilidad de titularizar esta cartera.

III. 1. Oferta de cartera titularizable

III.1.1 Monto de cartera titularizable

Por medio de la información de la Superintendencia Bancaria es posible aproximarse de manera relativamente satisfactoria a la oferta de crédito para las pequeñas y medianas empresas y analizar su comportamiento. Esta información también nos dará una idea de las características de estos créditos en términos del riesgo de la cartera.

Para tal fin, se utiliza la información de operaciones activas de crédito (endeudamiento) de las mipymes con los establecimientos de crédito que procesa la Superintendencia Bancaria. Para efectos del presente trabajo el período analizado será 1995-2002, ya que la información requerida para el análisis detallado sólo se encuentra disponible para este período. La información contenida en la base de la Superintendencia Bancaria se agrupa por sectores económicos y por calidad de los créditos y sólo se refiere al capital adeudado por las empresas, es decir, excluye los intereses adeudados. Adicionalmente la información corresponde en su gran mayoría a créditos comerciales. Según la calidad de las Operaciones Activas de Crédito (OAC), éstas se agrupan en las categorías A, B, C, D y E⁵.

La Superintendencia cruza su información con la del Dane, la cual permite conocer el tamaño de la empresa. De este cruce se logró obtener información crediticia para 12.040 empresas de las cuales 7.402 son pequeñas y medianas.

Si bien la información de la Superintendencia Bancaria reporta sólo el capital adeudado (más de 90% del endeudamiento total), el importante número de pequeñas y medianas empresas nos permite hacer una aproximación satisfactoria y representativa de las operaciones activas de crédito comercial del segmento de empresas de menor tamaño.

Una estimación de la cantidad de recursos que recibe la totalidad del universo de las pymes por parte del sector financiero puede llevarse a cabo suponiendo que éste se comporta en forma similar a como lo hace la muestra de empresas analizada. En el **gráfico 9** se presenta la evolución del monto estimado de créditos a las pequeñas y medianas empresas. Se tiene que para 2002, de los \$31 billones que alcanzó el monto de cartera, cerca de \$6 billones se dirigieron al segmento de las pymes.

III.1.2 Características de la cartera pyme

Los datos de la Superintendencia Bancaria permiten ver que la calidad del crédito, más exactamente de la cartera en riesgo⁶, por tamaño de empresa registró un deterioro entre

⁵ La categoría A corresponde a los créditos a los que se les ha asignado una calificación de riesgo normal, B corresponde a un riesgo aceptable, C corresponde a un riesgo apreciable, D se relaciona con un riesgo significativo y E corresponde a un riesgo de incobrabilidad.

⁶ La calidad de la cartera se mide como la proporción de cartera calificada C, D y E en la cartera total, es el indicador de calidad de cartera por calificación. Este indicador refleja el porcentaje de cartera que está en riesgo de no pago.

1997 y 1999 y tuvo una fase de recuperación posterior hasta 2002 (**gráfico 10**). El deterioro de la cartera de las pymes fue mayor que el del total de las empresas. Efectivamente, mientras el porcentaje de cartera comercial en riesgo del total de las empresas respecto al total de la cartera pasó de 3.5% a 12.2% entre 1997 y 1999, en el caso del crédito a pymes el porcentaje de cartera comercial en riesgo respecto al total de cartera pymes pasó de 6.2% a 15.4% durante el mismo período. Durante 2002 estos porcentajes estaban en un nivel más bajo, 7.1% y 6.2% respectivamente, aunque en ambos casos seguían siendo más elevados en relación con el nivel que mantenían antes de la crisis financiera. Esto indica que la cartera pyme se resintió más que la del resto de la economía durante la crisis.

Otra alternativa para acercarse a las principales características de la cartera Pyme es a través de Datacrédito. Dicha información permite establecer no sólo montos, sino también condiciones de plazo y el comportamiento crediticio de los deudores.

El segundo ejercicio realizado consistió en cruzar los NITs de las empresas que reportan información de sus estados financieros a la Superintendencia de Sociedades con la información contenida en la base de Datacrédito para diciembre de 2004. Así, fue posible determinar el tamaño de las empresas con base en los criterios de la Ley Mypime. De este cruce se obtuvo información para 5.220 empresas que correspondieron a 51.614 créditos. En el **cuadro 4** se resumen los principales resultados obtenidos.

A partir de ésta información se desprende que el monto promedio de los créditos otorgados a las grandes empresas es de \$133 billones, mientras que para las pymes es de \$71 billones. Estos créditos son otorgados en promedio a 2.6 años para las grandes y medianas empresas. Para las pequeñas empresas es de 3.1 años.

En cuanto al comportamiento de esta cartera, 97% de los créditos a las grandes empresas y 92% de los créditos a las pymes están al día. Lo anterior se refleja en que la proporción de créditos totales que han presentado alguna mora entre diciembre de 2002 y diciembre de 2004 es reducida.

Por último, del total de los 51.614 créditos, sólo 12.786 créditos debieron ser calificados por reglamentación de la Superintendencia Bancaria⁷. Éstos deben ser calificados por los intermediarios de acuerdo con el estado que presentan, al día o en mora, con la capacidad de pago del deudor y con el flujo de caja del proyecto al cual se destinan los recursos. Esta calificaciones corresponden a las calificaciones definidas en el pie de página número 5. El **cuadro 5** muestra que para las grandes empresas 89.6% de estos créditos tiene una calificación de A, mientras que sólo 2.4% están calificados como E. Para las empresas medianas 90.6% de esta cartera tiene una calificación de A y sólo 3.2% tiene una

⁷ Según la Superintendencia Bancaria, las entidades deben reportar la calificación de los créditos comerciales superiores a 100 salarios mínimos mensuales legales, los créditos para vivienda y consumo superiores a 50 salarios mínimos mensuales legales, los créditos para microempresa superiores a 10 salarios mínimos mensuales legales, o el total de créditos de cualquier tipo que sume más de 100 salarios mínimos mensuales legales.

calificación de E. Las pequeñas empresas cuentan con 88.2% de cartera calificada A y 4.8% calificada E.

Sólo un porcentaje pequeño cuenta con lo que la legislación denomina garantías admisibles⁸. En efecto, sólo 20% y 25% de los créditos a las grandes empresas y a las pymes, respectivamente, cuentan con este tipo de garantías.

III.2 Demanda potencial por titularizaciones de cartera pyme

El propósito de esta sección es analizar la evolución de las inversiones de los fondos de pensiones, cesantías y entidades bancarias, a partir de las cifras de la Superintendencia Bancaria, con el fin de determinar cuánto han invertido y cuánto podrían invertir estos agentes en títulos derivados de un proceso de titularización de cartera pyme. Dado que existe una regulación que rige las inversiones de los fondos de pensiones y cesantías en títulos derivados de procesos de titularización, se busca establecer cuál sería el monto demandable por parte de estas entidades. De igual manera se pretende determinar cuánto podrían invertir los bancos en dichos títulos.

A noviembre de 2004 las entidades que podrían estar interesadas en adquirir títulos derivados de procesos de titularización de cartera pyme, tenían invertidos \$2.6 billones en títulos derivados de procesos de titularización. De éstos, 72.5% fueron títulos derivados de titularización de cartera hipotecaria. A continuación se presenta cuanto podrían invertir a futuro en otro tipo de titularizaciones.

El monto aproximado de cartera pyme que las entidades estarían interesadas en adquirir se calcula de acuerdo a los límites de inversión establecidos para fondos de pensiones y cesantías y la proporción de inversión de los bancos respecto a los activos. Si se considera que los fondos de pensiones han invertido 2.19% de su portafolio en titularizaciones diferentes de cartera hipotecaria, y el límite de inversión establecido para este tipo de títulos es 20% del portafolio, estos podrían invertir 17.8% de su portafolio en títulos derivados de titularización de cartera pyme. Esto daría un potencial de \$4.5 billones. En este mismo orden de ideas, y considerando que el límite para los fondos de cesantías también es 20%, éstos podrían invertir 16.19% de su portafolio, es decir sólo \$494.261 millones adicionales. Para el caso de los bancos, suponiendo que siguen destinando la proporción de sus activos registrada en noviembre de 2004 a la compra de títulos procedentes de procesos de titularización (0.05%), el monto de títulos derivados de procesos de titularización de cartera pyme que podrían adquirir es \$48.999 millones adicionales. En total, el monto aproximado de la cartera pyme titularizada demandable sería entonces cercano a \$5 billones **cuadro 6**.

⁸ La garantías admisibles son las que cumplen con las condiciones del Artículo 30 y 40 del Decreto 2360 de 1993. Estas condiciones son: i) que las garantías constituidas tengan un valor establecido con base en criterios técnicos y objetivos que sean suficientes para cubrir el monto de la obligación, ii) que las garantías ofrezcan un respaldo jurídicamente eficaz al pago de la obligación (por ejemplo: hipoteca, pignoración o letras).

III.3 Situación del sistema financiero actual

Como se mencionó anteriormente, la titularización permite ampliar la liquidez de la entidad bancaria, lo cual a su vez posibilita una mayor irrigación de crédito hacia la economía. Esto hace que este mecanismo pueda resultar interesante para las entidades financieras en los períodos de apretada liquidez, como el vivido durante la crisis financiera de 1998-1999. Es probable que el período actual no sea uno de los más atractivos, desde el punto de vista de la liquidez, para llevar a cabo un proceso de titularización de cartera pyme dadas las bajas tasas de interés interbancarias que se han mantenido en los últimos meses (**gráfico 11**).

En el mismo sentido puede observarse que si bien la titularización resultaría útil para los bancos en cuanto les permitiría liberar patrimonio y mejorar así sus índices de solvencia, en la actualidad los márgenes de solvencia son amplios, lo cual también podría disminuir el interés para adelantar procesos de titularización (**gráfico 12**).

Igualmente, desde el punto de vista de la rentabilidad financiera de corto plazo, los bancos podrían preferir mantener el rendimiento que les provee su cartera pyme bajo las actuales condiciones de alta liquidez y baja mora.

III.4. Opinión de agentes que intervienen en el proceso

La opinión general sobre la viabilidad de llevar a cabo un proceso de titularización de cartera pyme, derivada de las entrevistas a los diferentes agentes y de la discusión entre los participantes en el taller realizado por el BID en la ciudad de Bogotá el 3 de marzo de 2005, es que en Colombia no solamente existe una demanda potencial por estos títulos sino que existe un marco regulatorio propicio que permite llevar a cabo la titularización. Además, existen las instituciones que conocen el proceso y que tendrían el *know how* y experiencia para ayudar a estructurarlo o para servir de modelo para el mismo. Sin embargo, el problema para implementar el proceso está en la originación, pues no existen actualmente los incentivos para que los bancos ortorguen más créditos a las pymes y quieran llevar cabo un proceso de titularización. A continuación presentamos entonces las principales opiniones y puntos claves que permitirán, en la siguiente sección, plantear soluciones, recomendaciones y una posible estructuración para la titularización de cartera pyme.

III.4.1 Fondos de pensiones

Como se mencionó anteriormente, en la actualidad los fondos de pensiones y de cesantía tienen una capacidad considerable de inversión y, de hecho, han manifestado el interés que tendrían en invertir en títulos producto de una titularización de cartera pyme. La opinión general recogida al interior del sector es que existe apetito por estos títulos, no solamente porque los fondos buscan diversificar su cartera, sino porque, dada la liquidez existente en el mercado, los inversionistas tienen interés por nuevos papeles.

En términos de montos, los fondos de pensiones consideran que son preferibles las emisiones de más de \$50.000 millones, pues esto garantiza que haya más compradores, incluyendo los comisionistas de bolsa y otros inversionistas. De esta manera, las transacciones en el mercado no afectarían a los tenedores de títulos. Además, sería más fácil valorar el título al momento de transarlo. En términos de plazos, los fondos de pensiones no tienen ninguna preferencia marcada (pueden ser títulos cuyos plazos sean 3, 5 o 7 años).

El monto de cartera titularizable permitiría llevar a cabo emisiones de un tamaño que se ajustaría a la demanda. Además, la normatividad que establece el régimen de inversiones en la actualidad otorgaría a los fondos de pensiones un amplio margen para invertir en estos títulos. Así, con una estructuración que cubra el riesgo de los títulos, se contaría con un mercado inversionista muy importante y dispuesto a adquirir este tipo de valores.

Cabe anotar, sin embargo, que dado que en la actualidad las AFPs cuentan con una exención tributaria, los posibles apoyos gubernamentales a un proceso de titularización de cartera pyme a través de incentivos tributarios no resultarían benéficos para estas entidades. Así, la demanda por estos títulos por parte de los fondos de pensiones sería limitada. En parte esto explica que mientras duró la exención para los títulos hipotecarios (entre enero de 2000 y el 31 de diciembre de 2004), el mercado secundario fuera poco atractivo para las AFPs ya que estas ya contaban con dicho alivio tributario.

III.4.2 Bancos

Existen varias razones por las cuales la coyuntura actual no es la más propicia para que las entidades bancarias, principales originadoras de la titularización de cartera pyme, estén incentivadas a llevar a cabo este proceso. Por una parte, la situación financiera actual no permitiría a las entidades beneficiarse de las ventajas que trae una titularización. Por otra parte, existe un problema de originación en cuanto el crédito otorgado a este segmento empresarial no sólo es reducido por los riesgos que trae implícito, sino que una vez otorgado, las características de la cartera no son las propicias para que ésta sea sujeto de una titularización.

En efecto, el escenario actual para los bancos es uno en el cual hay una alta liquidez en el mercado y las entidades no están enfrentadas a problemas de solvencia, por lo que el crecimiento de su negocio no encuentra grandes obstáculos. Es por esta razón que, más que estar interesadas en entrar en procesos de titularización, las entidades están buscando incrementar su cartera de créditos, especialmente hacia este segmento empresarial en donde los márgenes son atractivos. De hecho, las tasas de interés a las que se otorgan estos créditos oscilan entre DTF + 7% y DTF + 10% a unos plazos de tres años en promedio (**gráfico 13**). En cambio, la titularización los dejaría con títulos rentando a DTF+3% o DTF+4%, donde los beneficios de abrir cupos de solvencia no alcanzarían a compensar la operación.

Además, no solamente en la actualidad ya hay un auge de papeles que no tienen una rentabilidad tan favorable como la de los créditos, sino que en el largo plazo las titularizaciones podrían constituirse en una amenaza para las entidades al desplazar el crédito. En efecto, una vez entren los títulos de cartera pyme al mercado, éstos resultarían en un instrumento financiero muy atractivo para los inversionistas dadas las altas tasas de interés que podrían tener, lo cual conduciría no solamente a la valorización de la cartera sino al aumento de la oferta de la misma a menores tasas de interés.

En cuanto al problema de originación, lo que se observa es que los bancos no están en disposición para otorgar suficiente crédito a las pequeñas y medianas empresas por los riesgos a los que éste tipo de crédito está asociado y por la baja capacidad de masificación con la que cuentan las entidades. En efecto, existe dificultad para evaluar y medir el riesgo de crédito de este segmento empresarial por falta de información sobre los estados financieros de las empresas⁹ y por falta de tecnología adecuada. Por otra parte, los bancos no cuentan con la infraestructura y capacidad comercial pertinente para acceder a todas las empresas del segmento.

Lo anterior se traduce en que la cartera pyme es en general una cartera pequeña, costosa, indexada a la DTF y de corto plazo, razón por la cual se hace necesario establecer créditos de más largo plazo. Esto permitiría generar las garantías adecuadas que permitan resolver el problema de originación. En la siguiente sección se propondrán algunas soluciones a este respecto, que podrían llevar a que el mecanismo de la titularización sea un mecanismo efectivo.

IV. CONCLUSIONES, POSIBLES SOLUCIONES Y PROPUESTA DE UN ESQUEMA DE TITULARIZACIÓN

En esta sección se busca recoger las principales propuestas concretas de soluciones a los diferentes problemas que surgen al momento de evaluar las condiciones para el desarrollo de un esquema de titularización en Colombia. Para tal fin, se recogen las recomendaciones de los agentes que intervienen en el proceso, que surgieron tanto de las entrevistas realizadas como del taller conducido por el BID. Una vez identificadas las principales soluciones, se lleva a cabo una propuesta de esquema de estructuración de cartera pyme que tiene en cuenta los anteriores planteamientos.

Bancos

Tal como se mencionó anteriormente, en la actualidad existe la ingeniería legal y financiera para llevar a cabo el proceso, lo cual hace que en este sentido la titularización sea viable y resulte atractiva para algunos inversionistas si los títulos cuentan con las garantías adecuadas. Sin embargo, los problemas de originación existentes deben solucionarse de tal manera que la titularización se constituya en un mecanismo adecuado para contribuir a

⁹ Estas empresas prefieren en muchas ocasiones mantenerse en la informalidad para evadir las tasas impositivas.

mejorar el problema de financiamiento de la pequeña y mediana empresa en Colombia. Es decir, que ésta se constituya en un mecanismo que se retroalimente permanentemente al garantizar que los recursos que genere la titularización sean de nuevo colocados para créditos a las pymes. En especial, porque iniciar el proceso es costoso, ya que no hay estándares y es necesario reconstruir la información para las empresas.

Para resolver el problema de originación, las entidades bancarias proponen establecer ciertos mecanismos que faciliten el acceso al crédito. Dado que en la actualidad el ambiente financiero es de alta liquidez, la solución no está en reducir las tasa de interés que se cobran por estos créditos, ni en lograr aumentos en la financiación a través del redescuento, sino que deben instaurarse mecanismos alternativos a través de los cuales se aminore el riesgo de crédito asociado a este segmento empresarial.

Sugieren los bancos que, como primera medida, es importante hacer una segmentación entre los diferentes tamaños de empresa, en este caso, hacer una distinción entre la pequeña¹⁰ y la mediana¹¹ pues cada tamaño constituye un escenario diferente para las entidades bancarias. En efecto, las empresas medianas no enfrentan las dificultades de acceso al crédito que enfrenta una pequeña empresa. Para las medianas, aunque existe una percepción de riesgo, lo determinante a la hora de otorgar un crédito es el balance de cada compañía y en general no se detectan problemas de acceso institucional. Los bancos, de hecho, tienen gran interés y se están volcando agresivamente hacia este segmento. Además, por lo general, la cartera de la mediana empresa tiene las características y condiciones que permiten calificarla y homologarla y así poder llevar a cabo una titularización.

La pequeña empresa por su parte tiene mayores dificultades de acceso. Esto se debe, por una parte, a que evaluar el riesgo crediticio de una pequeña empresa es más difícil y por ende más costoso, ya que en general son empresas familiares o unipersonales o sociedades limitadas cuyas cifras financieras son complicadas de evaluar y, en ocasiones, poco transparentes. Además, los créditos para proyectos de expansión llevan asociado un riesgo muy alto que dificulta el análisis de los préstamos. Para solucionarlo se requiere que se dé apoyo a estas empresas¹² para que puedan llevar a cabo proyectos de inversión viables y de largo plazo. Con ellos, esas empresas podrían acceder a créditos más adecuados y que se ajusten a las necesidades reales de cada una de ellas. De hecho, la experiencia italiana en la cual se crearon estructuras dedicadas a preparar proyectos y crear vehículos que pueden ayudar a corregir las debilidades de la pequeña empresa (tal es el papel jugado por el CONFIDI¹³) facilitan la obtención de crédito para este segmento.

Igualmente, la segmentación por sector también ayudaría a enfocar la titularización de mejor manera puesto que hay planes que no incumben a todos los sectores. Se podría

¹⁰ Una empresa pequeña es una empresa cuyas ventas oscilan entre \$8.000 millones y \$10.000 millones

¹¹ Una mediana empresa es una empresa cuyas ventas oscilan entre \$10.000 millones y \$50.000 millones.

¹² Puede ser vía transmisión de conocimiento de grandes empresas a pequeñas empresas, o a través del apoyo de los gremios y asociaciones, ya que estas son entidades que por lo general tienen un conocimiento más profundo de las necesidades de estas empresas.

¹³ Fornassari (2005).

pensar entonces en una unificación de los 5 a 6 sectores principales con mayor impacto en el empleo.

Con todos los elementos anteriores se podría encontrar una masa homogénea de créditos que no solamente sea calificable, sino que logre puntajes aceptables, y a partir de la cual se podría llevar a cabo un proceso de titularización.

Es importante recordar además que, si el mecanismo funciona de manera adecuada, tal como en el caso de la titularización de cartera hipotecaria, se generarían nuevos créditos que a su vez serían cada vez más apropiados para ser titularizados. De hecho, el caso de la titularización de cartera de las pymes en España así lo demuestra¹⁴.

Una vez se tomen en consideración los anteriores parámetros, los bancos consideran que la titularización es un buen instrumento que podría ser instaurado e implementado para los momentos de baja liquidez que se puedan presentar a futuro. Lo importante es que la titularización se presente como un instrumento para transformar el riesgo de plazos más allá que como un instrumento para aumentar la liquidez o aumentar la relación de solvencia. El proceso propuesto es entonces el siguiente:

i) Tomar como primera experiencia una cartera de \$50.000 millones, que equivale a una titularización viable. Ello más o menos corresponde al total de la cartera de 100 pymes.

ii) A través del SARC los bancos pueden calcular la probabilidad de incumplimiento (PI) tanto para cada una de las empresas como para el *pool* de créditos que conformen el paquete a titularizar (ponderando por la PI de cada una de las empresas)¹⁵. Una vez se calcule la PI, si una entidad multilateral o nacional pueden dar un aval sobre PI de los títulos en un 20% a 30% esto incentivaría a los inversionistas a comprar los títulos.

iii) Una vez se emiten los títulos, los bancos pueden venderlos a los fondos de pensiones o bancos sin red. El papel de los bancos sería entonces el de vendedores de los títulos. El beneficio radicaría en que los títulos serían vendidos a una tasa menor a la de la cartera, con lo cual los bancos podrían utilizar esta diferencia de tasas como un elemento de cobertura y como la forma de obtener un margen de ganancia (la comisión propuesta es de alrededor del 4%). A este respecto es importante anotar que se debe revisar la viabilidad de que los fondos de pensiones puedan comprar estos títulos a través de los patrimonios autónomos establecidos por el banco.

Calificadoras de riesgo

Una vez se solucione el problema de la originación de crédito, es necesario garantizar que los títulos tengan grado de inversión con el fin de que sean atractivos para los fondos de

¹⁴ Beato (2005).

¹⁵ Esta probabilidad de incumplimiento (PI) se calcula con base en información de los deudores para los últimos 5 años.

pensiones y cesantías y demás fondos de inversión e inversionistas que pudieran estar interesados. Por tanto, en esta sección se plantean algunas recomendaciones pertinentes a la hora crear el *pool* de créditos que respaldaría la titularización.

Es importante mencionar que para la calificación de un título se tienen en cuenta factores tanto cuantitativos como cualitativos, ya que ésta está ligada principalmente al comportamiento de los activos subyacentes, la estructura del título, el comportamiento del administrador del título y el entorno de los créditos.

El procedimiento general para otorgar una calificación es determinar la calidad del portafolio de los créditos que respaldan los títulos, así como la probabilidad de no pago. Posteriormente se revisa la estructura de los títulos y el impacto de ésta sobre el flujo de caja del emisor. Es decir, dado que hay un descalce entre los activos y los pasivos que respaldan estos títulos, se busca establecer si la estructura de los mismos (en términos del plazo, provisiones o fondos establecidos previamente) es la adecuada con el fin de que el emisor pueda cumplir con sus obligaciones frente a los inversionistas. Además, el flujo de caja proyectado es sometido a diversos escenarios de tensión (posibilidades de incumplimiento en el pago de los títulos por parte del emisor) con el fin de determinar si la subordinación y/o mecanismos de apoyo crediticio de los títulos son adecuados y suficientes. La idea es que en un escenario adverso, la subordinación y/o mecanismos de apoyo crediticio sean suficientes y se asegure el pago del título privilegiado.

Por tanto existen varias características que facilitan el análisis del activo subyacente o de los créditos y que deben entonces tenerse en cuenta:

- i) Es importante que la masa de créditos pueda ser clasificada, ordenada y homogeneizada. Por homogeneidad se entiende que sea posible establecer un patrón en la manera como fueron otorgados los créditos por parte de las diferentes entidades financieras, los montos, los plazos y las garantías de los mismos.
- ii) Para que la muestra de créditos sea representativa es importante que los créditos otorgados estén diversificados, es decir que los créditos otorgados a un mismo agente no representen más de 3% de la totalidad.¹⁶
- iii) Es preferible que los créditos estén diversificados sectorial y geográficamente dado que éstos pueden estar concentrados en sectores o zonas geográficas en las que se registran patrones negativos de comportamiento de los agentes frente a su crédito.
- iv) La calificación de los bancos que otorgan los créditos que respaldan los títulos, pues esto da una idea de la “rigurosidad” con la que fueron otorgados.

¹⁶ Éste es el porcentaje estándar, sin embargo puede variar según los casos.

En suma, es importante que la masa de créditos pueda ser analizada con el fin de tener una idea de su historia, del comportamiento de la cartera y de la información financiera clave para poder establecer una calificación.

Dado que en algunas oportunidades la información crediticia para el caso específico de la cartera de la pequeña y mediana empresa es heterogénea, pues no existe un criterio definido para otorgar estos créditos, la construcción de un indicador que permita comparar los créditos otorgados por todos los bancos facilitaría el análisis y calificación de la misma. Esto también puede hacerse utilizando algún sistema que defina las características por medio de las cuales una entidad debe estar otorgando sus créditos, como el sistema de riesgos (SARC) mencionado anteriormente y que ya utilizan algunos bancos.

En cuanto a la estructura de los títulos, las garantías que los respaldan son determinantes a la hora de otorgar una calificación. Estas garantías pueden provenir de organismos multilaterales o estatales. En el caso de la titularización hipotecaria estos organismos son la Corporación Financiera Internacional (IFC) y el Fogafín.

Fondo Nacional de Garantías

Es importante que una entidad estatal otorgue garantías a los títulos resultantes de titularización de cartera pyme, con el fin de que el riesgo asociado a dichos créditos sea compartido y el proceso de titularización permita generar nuevos créditos. Es posible que el Fondo Nacional de Garantías (FNG), por sus funciones y competencias, otorgue un aval para dicho propósito. Por tanto se acudió a esta entidad con el fin de establecer su posición al respecto.

El FNG es una empresa que busca contribuir con el desarrollo sostenible del país, otorgando garantías que permitan a la mipyme de todos los sectores económicos el acceso al crédito ante los intermediarios financieros, para proyectos viables y que requieran financiación y no cuenten con garantías suficientes.

Cuando el empresario necesita un crédito para financiar capital de trabajo, inversión fija y/o capitalización empresarial u otro tipo de recursos, debe acudir a un intermediario financiero y éste le indica el tipo de garantía que se acomode a las características del proyecto de financiación. Existen dos tipos de garantías:

- i) Garantías automáticas: se solicitan a través de los intermediarios financieros con los cuales el FNG ha firmado convenio de garantía global o que acceden a los recursos de redescuento Bancóldex. Bajo este tipo de garantía, el intermediario selecciona el tipo de garantía que se adapte a las necesidades del cliente y ésta no requiere ser evaluada por el FNG. Estas garantías se aplican para créditos menores a \$250 millones y cubren hasta un 125% del crédito.
- ii) Garantías individuales: el empresario solicita la garantía en el FNG o directamente en la entidad financiera de su interés, el intermediario selecciona el tipo de garantía que se adapte

a las necesidades del cliente y ésta requiere ser evaluada por el FNG. Estas se aplican para los créditos superiores a \$250 millones y cubre aproximadamente 70% del crédito.

Al otorgar garantías para los títulos de cartera pyme se estaría estimulando el correcto funcionamiento del proceso de titularización pues los bancos estarían compartiendo el riesgo asociado a dichos títulos y finalmente podrían generar nuevos créditos. Con esto, el FNG estaría en línea con sus funciones, contribuyendo a generar acceso primario al crédito.

Dado que el Fondo Nacional de Garantías tiene actualmente una restricción de patrimonio técnico¹⁷, este debe hacer una utilización productiva del mismo. En caso de usar su patrimonio para garantizar algunos de los títulos, el FNG podría estar garantizando créditos que ya habían sido garantizados previamente por esta entidad. Por tanto, el FNG estaría dispuesto a dar las garantías para dichos títulos, en la medida en que los recursos con los que otorga el aval sean recursos adicionales del presupuesto del gobierno.

Titularizadora Colombiana S.A

Como se mencionó anteriormente, la titularización hipotecaria es el principal mecanismo de titularización en Colombia. Dado que la Titularizadora Colombiana S.A es la primera entidad especializada en la titularización de cartera hipotecaria en Colombia se acudió a ésta con el fin de conocer las experiencias y opiniones acerca del proceso, la viabilidad de una titularización de cartera pyme y establecer algunos puntos clave a tener en cuenta en el momento de desarrollar el proceso.

Si bien en la actualidad la titularización de cartera hipotecaria es un mecanismo común y eficaz, su surgimiento y desarrollo fueron posibles gracias a varios factores tanto regulatorios como de estructuración misma del proceso. En primer lugar, fue la Ley 546 de 1999 la que abrió camino para estos procesos. A partir de esta Ley se dictaron las disposiciones para que los bancos crearan universalidades¹⁸ en lugar de patrimonios autónomos, y se autorizara la creación de sociedades titularizadoras que tienen como objeto social la titularización de activos, en este caso de cartera hipotecaria. Posteriormente, con base en lo estipulado en la Ley 546 de 1999, la Resolución 775 de 2001 de la Superintendencia de Valores señala los requisitos y condiciones para la emisión y colocación de títulos hipotecarios para la financiación de vivienda derivados de procesos de titularización de activos hipotecarios.

Por otra parte, estos títulos cuentan con una estructura de garantías que les permite tener una calificación que los hace atractivos para el inversionista. Estas garantías están otorgadas por el Gobierno Nacional a través de Fogafín¹⁹ y por la Corporación Financiera Internacional (IFC).²⁰ Además, los créditos hipotecarios que respaldan los títulos tienen como garantía los bienes inmuebles. Para el caso de los títulos respaldados por cartera

¹⁷ En la actualidad el Fondo Nacional de garantías cuenta con un patrimonio de \$775.000 millones.

¹⁸ En estas universalidades se encuentran tanto los créditos como los derechos y garantías sobre los mismos.

¹⁹ Esta entidad cubre 100% de los créditos VIS en caso de *default*.

²⁰ Esta entidad cubre 1% del saldo vigente de la cartera no VIS.

improductiva, los bancos deben constituir un fondo de reserva tanto en dinero líquido como en TES ley 546.

Es importante resaltar el papel que ha jugado la IFC en la consolidación de la Titularizadora Colombiana gracias al *know how* aportado a partir de las experiencias en otros países del continente, así como la experiencia de titularizadoras americanas como Fannie Mae o Freddie Mac.

Por último, en línea con el propósito del gobierno de promover la titularización hipotecaria como un mecanismo para desarrollar el sistema de crédito hipotecario en Colombia, el Gobierno estableció ciertos beneficios tributarios que hacen atractiva la inversión en títulos derivados de titularización de cartera hipotecaria.

A partir de esta experiencia es posible identificar los temas que deberán tenerse en cuenta a la hora de desarrollar un proceso de titularización de cartera pyme.

Primero, si bien las principales condiciones legales están dadas, dado que en el caso de la titularización hipotecaria dio resultado la creación de un marco regulatorio propicio para el desarrollo del proceso, al momento de realizar la estructuración de los títulos en cuestión resulta pertinente cuestionarse sobre la necesidad de crear un marco regulatorio estrictamente diseñado para el caso de la titularización de cartera pyme.

Segundo, es preciso encontrar una manera de estructurar los créditos con el fin de que tengan las garantías adecuadas. Debe explorarse la posibilidad de utilizar mecanismos gubernamentales para garantizar estos títulos por medio de entidades como el Fondo Nacional de Garantías.

Tercero, dado que las exenciones e incentivos tributarios jugaron un papel importante a la hora de promover la titularización y la compra de títulos por parte de los inversionistas en el caso hipotecario, al momento de estructurar los títulos es importante evaluar la necesidad de establecer un beneficio tributario similar que incremente el atractivo de los títulos. A este respecto, es preciso anotar que, tal como se expuso anteriormente, los fondos de pensiones se verían desincentivados a comprar dichos títulos. Además, en medio de la política actual de restricción fiscal no hay espacio suficiente para pensar en distorsiones tributarias adicionales. Esto implica que se requiere una la estructuración adecuada que contemple otro tipo de motivaciones.

En términos de *know how* es posible que la ayuda y experiencia de la Titularizadora Colombiana S.A sea útil para llevar a cabo la estructuración y titularización de cartera pyme. Sin embargo, es importante aclarar que si bien en la Titularizadora Colombiana se considera viable la titularización de cartera pyme, esta entidad no considera diversificar su negocio en el corto plazo hacia este tipo de titularización, entre otras razones, porque la propia Ley 546 de 1999 específicamente dispone que este tipo de sociedades tendrán como objeto social exclusivo la titularización de cartera hipotecaria.

Es importante mencionar que se ha observado que una de las implicaciones más importantes de la titularización hipotecaria, aparte de dinamizar el crédito para vivienda en Colombia, es el hecho de que a través de la compra de cartera hipotecaria la titularización ha forzado a los bancos a otorgar créditos de manera estandarizada. De este modo las entidades se aseguran de que los créditos que cumplen con las características específicas serán comprados y titularizados. Tal es el caso de la aplicación de sistemas como el sistema de riesgos SARC a partir del cual se establecen o definen criterios precisos bajo los cuales los bancos deberían otorgar los créditos con el fin de que éstos sean admisibles dentro de una universalidad.

Además, el beneficio grande de la titularización es que ésta se constituya en un mecanismo que se retroalimente permanentemente. Es decir, que sea un esquema que garantice la generación de nuevos créditos a través de los recursos que generen los títulos. Así, la titularización de cartera pyme permitiría mejorar la percepción de riesgo que se tiene de este sector y, por esta vía, canalizar el negocio de créditos pyme con claros beneficios, tanto para el sector real como el sector financiero en su conjunto.

Propuesta de una estructura de titularización de cartera pyme

Dadas las actuales condiciones del mercado financiero (alta liquidez y amplitud en la relación de patrimonio a activos de riesgo de los bancos), la titularización de cartera pyme sólo resulta factible si los bancos reciben estímulos especiales que hagan atractivo la utilización del mecanismo. El éxito de una política estatal al respecto depende no sólo de que se logre la titularización de cartera pyme, sino que simultáneamente se consiga aumentar el interés de los bancos en el sector, se amplíe de esta manera la oferta de crédito y se evite en futuras situaciones de estrés financiero que las pymes vuelvan a ser el sector más afectado por la restricción crediticia

En caso de que el Gobierno considere la posibilidad de ofrecer estímulos especiales, como lo hizo para el caso de las titularizaciones de cartera hipotecaria, se han analizado dos mecanismos diferentes y se han comparado las ventajas y desventajas de cada uno. Tales mecanismos son: (i) dar un incentivo tributario temporal a los inversionistas similar al empleado en la titularización hipotecaria y (ii) adquirir o avalar los títulos de mayor riesgo, como sistema para disminuir el riesgo de los créditos pyme y las provisiones resultantes que afectan a las instituciones financieras (sistema empleado por el Banco Central del Japón).

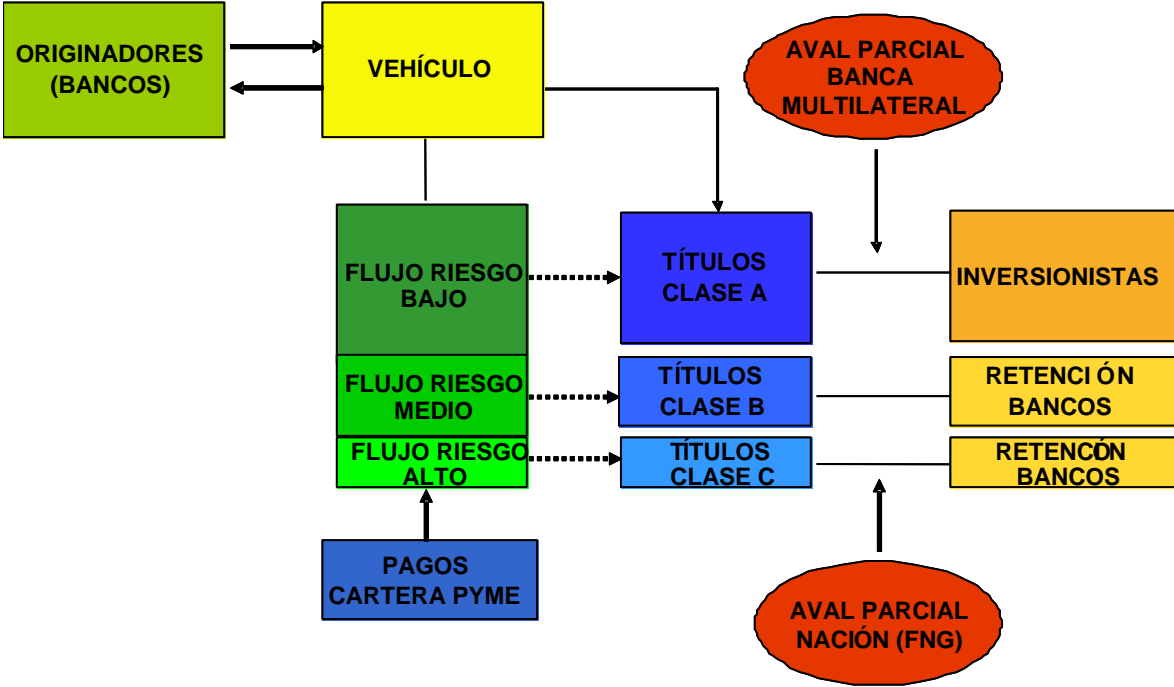
Sistema de estímulos	Efecto	Desventaja
Exención temporal de impuesto para los intereses recibidos por los inversionistas	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Reduce la tasa de interés o costo de fondeo de los títulos ▪ Mejora la rentabilidad para el originador y los inversionistas 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Afecta la estructura tributaria ▪ Requiere aprobación del Congreso de la República
Aval parcial a los títulos de mayor riesgo	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Apunta a la percepción de riesgo, la cual es una de las principales causas de restricción crediticia ▪ Aumenta la rentabilidad de los intermediarios ▪ Mejora la presentación de balances y evita provisiones ▪ Es efectivo para disminuir la ponderación de riesgo 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Requiere de una partida especial del presupuesto nacional para el Fondo Nacional de Garantías con el fin de evitar que las operaciones afecten su patrimonio. Este presupuesto puede estar otorgado por agencias multilaterales.

Dadas las ventajas y desventajas analizadas, se considera más efectivo el segundo sistema; o sea, otorgar garantías. El porcentaje de aval otorgado podría ser diferente según se trate de titularizaciones de cartera de empresas medianas o titularizaciones de cartera de pequeña empresa, ya que los estímulos que se requieren en los dos casos son diferentes.

Así las cosas, el esquema propuesto estaría conformado por los siguientes elementos:

- a.) Formación de universalidades de cartera pyme actual para ser titularizada y recompra de nueva cartera con los flujos de pago de dicha cartera, de manera que la titularización pueda tener plazos adecuados (posiblemente cinco años).
- b.) Aval parcial del Estado a través del Fondo Nacional de Garantías para los títulos de mayor riesgo, para lo cual el Fondo contaría con una partida especial del presupuesto nacional, de manera que los pagos a que haya lugar no afecten su patrimonio.
- c.) Aval parcial por parte de una institución multilateral, posiblemente el BID, para los títulos de menor riesgo para conseguir calificaciones triple A (AAA), de manera que se garantice su demanda por los inversionistas institucionales, especialmente por los Fondos de Pensiones y Cesantías.

Diagrama de la estructura propuesta

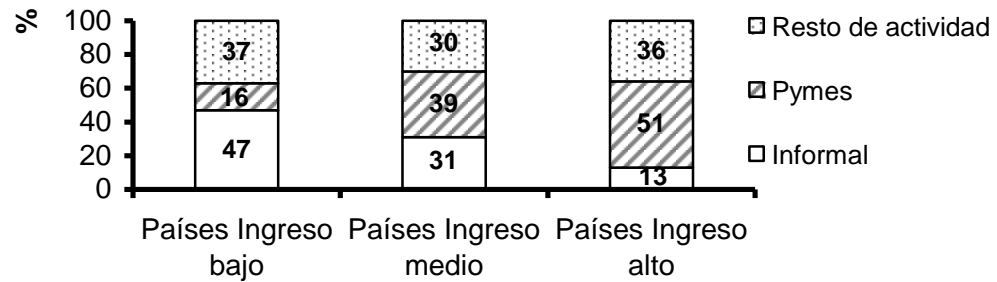


REFERENCIAS

- Ayyagari, M., T. Beck, y A. Demirgüç-Kunt.(2003) “Small and Medium Enterprises across the Globe: A New Database”. World Bank Policy Research Working Paper. # 3127.
- Banco Mundial (2004). “Doing Bussines in 2005: eliminando obstáculos para el crecimiento” (<http://rru.worldbank.org/doingbusiness>).
- BID (2002), “Guía operativa para programas de competitividad para la pequeña y la mediana empresa.” Serie de buenas prácticas del Departamento de Desarrollo Sostenible.
- Fornasari, F. (2005). “The Bond di distretto: la experiencia en titularización de cartera de pymes en Italia”. Presentación en el taller realizado por el BID en marzo de 2005.
- Beato, P. (2005). Presentación: “Fondos de titulización pymes en España”. División de infraestructura y Mercados Financieros. BID. Presentación en el taller realizado por el BID en marzo de 2005.

Gráfico 1

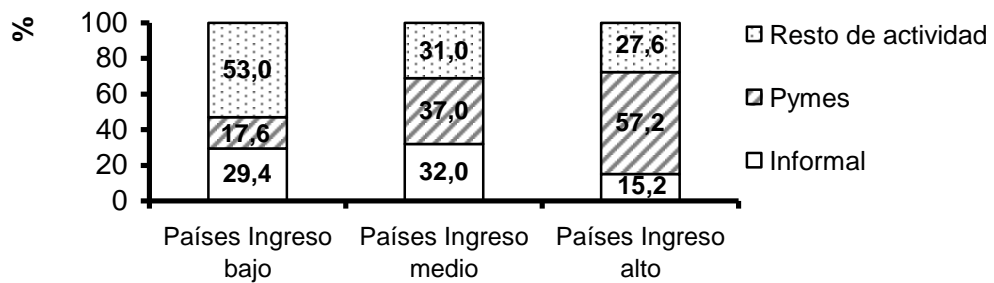
Tamaño de las empresas y participación en el PIB para los diferentes grupos de ingreso



Fuente: Ayyagari *et al.* 2003

Gráfico 2

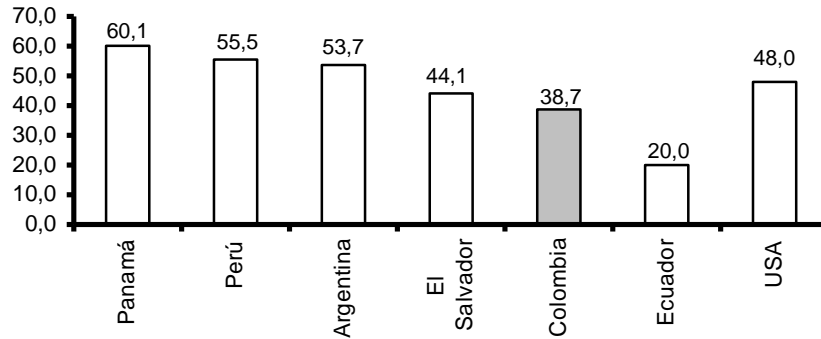
Tamaño de las empresas y generación de empleo para los diferentes grupos de ingreso



Fuente: Ayyagari *et al.* 2003

Gráfico 3

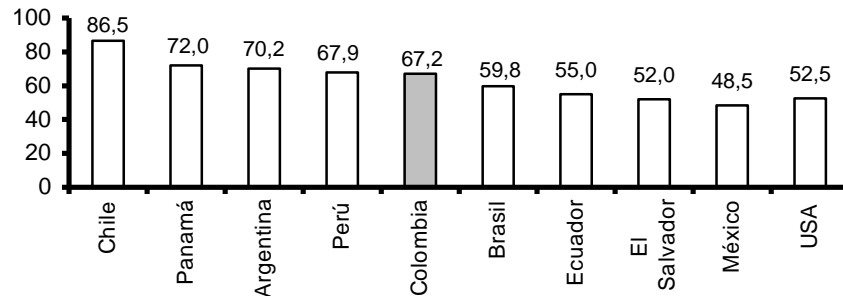
**Contribución de las Pymes en el PIB
(promedio 1990-1999)**



Fuente: Ayyagari *et al.* 2003

Gráfico 4

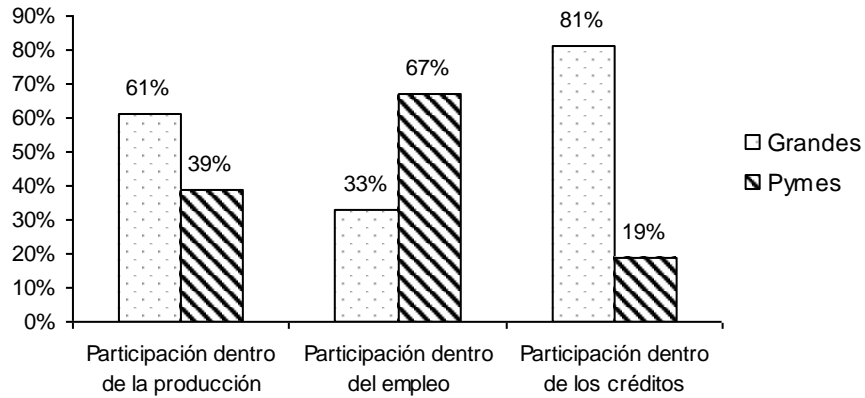
**Participación de empleo formal en el sector de las
Pymes
(promedio 1990-1999)**



Fuente: Ayyagari *et al.* 2003

Gráfico 5

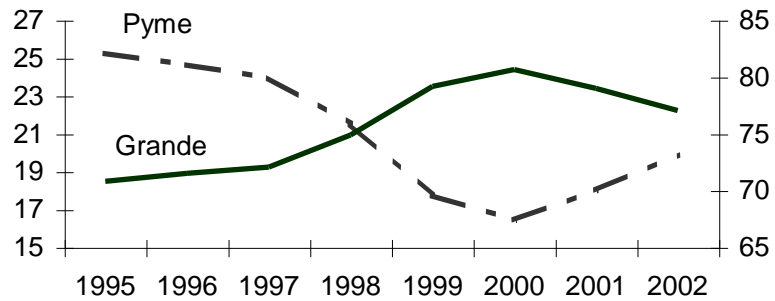
La realidad de las Pymes en Colombia



Fuente: Ayyagari et al. 2003

Gráfico 6

Participación de las grandes empresas y las pymes en las operaciones activas de crédito (%)



Fuente: Superintendencia Bancaria

Cuadro 1
Desembolsos redescuento 2003-2004
Margen de intermediación (*)

	Grande	Mediana	Pequeña	Microempresa
Hasta 1 año	3,42	4,31	6,13	8,98
Entre 1 y 3 Años	4,12	5,26	8,12	9,10
Mayor a 3 años	4,26	6,12	9,31	11,17

(*) Puntos adicionales (E.A.) al DTF (E.A.)

Fuente: Bancoldex

Cuadro 2
Ponderación de activos por nivel de riesgo crediticio

Ponderación de los activos por su nivel de riesgo crediticio para efectos del cálculo de la relación de solvencia
Tomado de la Circular Externa 037 de 2004

Código Formato 110	Concepto	Ponderación (%)
501	Inversiones efectuadas en títulos derivados de procesos de titularización calificación de largo plazo, efectuada por agencia calificadora autorizada sea ã: AAA, AA+, AA y AA-.	20
502	Inversiones efectuadas en títulos derivados de procesos de titularización calificación de largo plazo, efectuada por agencia calificadora autorizada sea ã: A+, A y A-.	50
503	Inversiones efectuadas en títulos derivados de procesos de titularización calificación de largo plazo, efectuada por agencia calificadora autorizada sea ã: BBB+, BBB, y BBB-	100
504	Inversiones efectuadas en títulos derivados de procesos de titularización calificación de largo plazo, efectuada por agencia calificadora autorizada sea ã: BB+, BB, y BB-	150
506	Inversiones efectuadas en títulos derivados de procesos de titularización calificación de largo plazo, efectuada por agencia calificadora autorizada sea ã: B+, B, y B-.	200
507	Inversiones efectuadas en títulos derivados de procesos de titularización calificación de largo plazo, efectuada por agencia calificadora autorizada sea ã: CCC.	300
511	Inversiones efectuadas en títulos derivados de procesos de titularización calificación de corto plazo, efectuada por agencia calificadora autorizada sea ã: 1+, 1, y 1-.	20
512	Inversiones efectuadas en títulos derivados de procesos de titularización calificación de corto plazo, efectuada por agencia calificadora autorizada sea ã: 2+, 2, y 2-.	50
513	Inversiones efectuadas en títulos derivados de procesos de titularización calificación de corto plazo, efectuada por agencia calificadora autorizada sea ã: 3.	100
514	Inversiones efectuadas en títulos derivados de procesos de titularización calificación de corto plazo, efectuada por agencia calificadora autorizada sea ã: 4.	300
517	Títulos procedentes de procesos de titularización que sean mantenidos de incondicional por el originador, correspondientes a categoría III que 50%.	50
518	Títulos procedentes de procesos de titularización que sean mantenidos de incondicional por el originador, correspondientes a categoría III que 75%.	75
519	Títulos procedentes de procesos de titularización que sean mantenidos de incondicional por el originador, correspondientes a categoría III que 100%.	100

Código PUC	Concepto	Ponderación
140000	Cartera de créditos	100

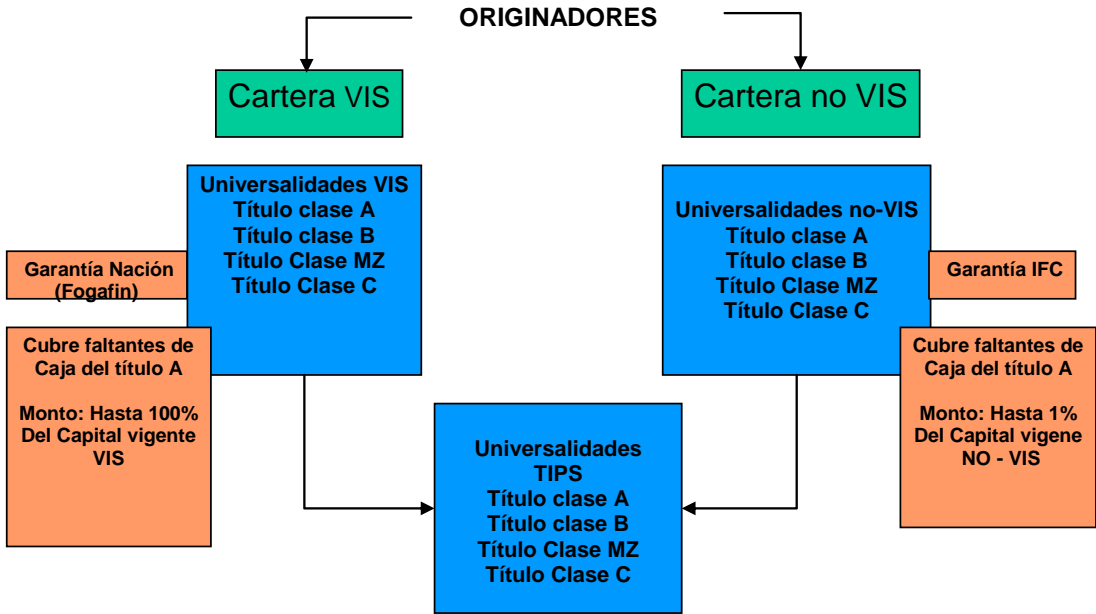
Cuadro 3

Provisiones para créditos comerciales, de consumo y microcréditos

Calificación del crédito	Porcentaje mínimo de provisión
B	1%
C	20%
D	50%
E	100%

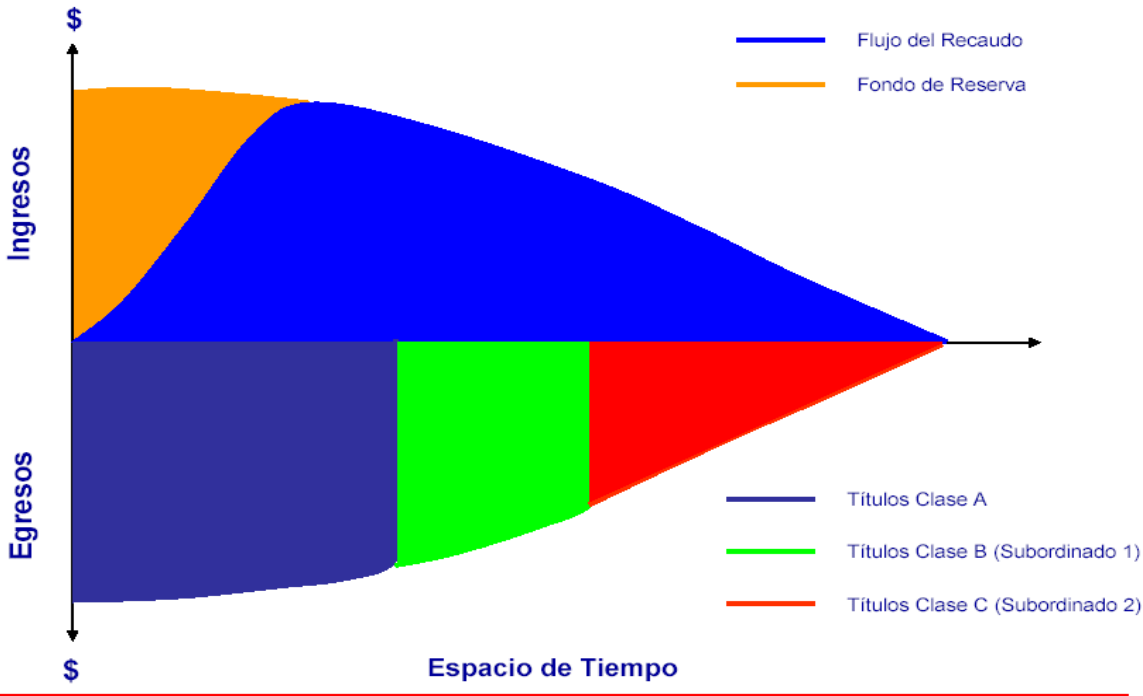
Fuente: Anexo Circular 052 de 2004 de la Superintendencia Bancaria

Gráfico 7
TITULARIZACIÓN TIPS 6



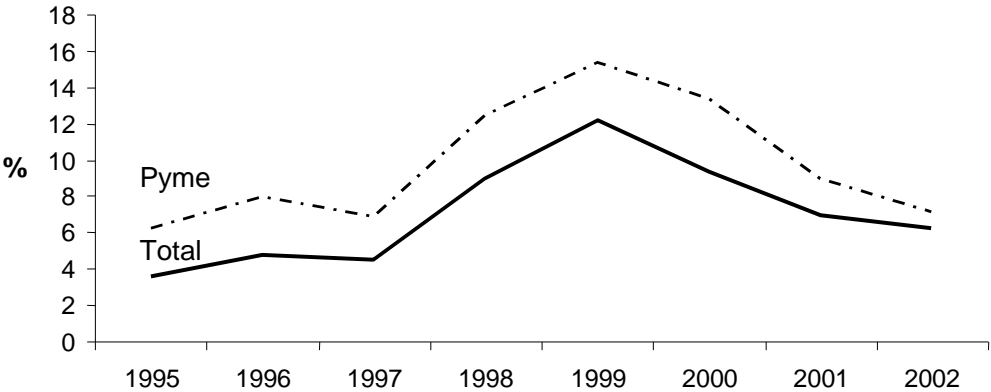
Fuente: Titularizadora Colombiana S.A.

Gráfico 8
ESTRUCTURACIÓN DE LOS FLUJOS DE CAJA DE LOS TÍTULOS TECH



Fuente: Titularizadora Colombiana S.A.

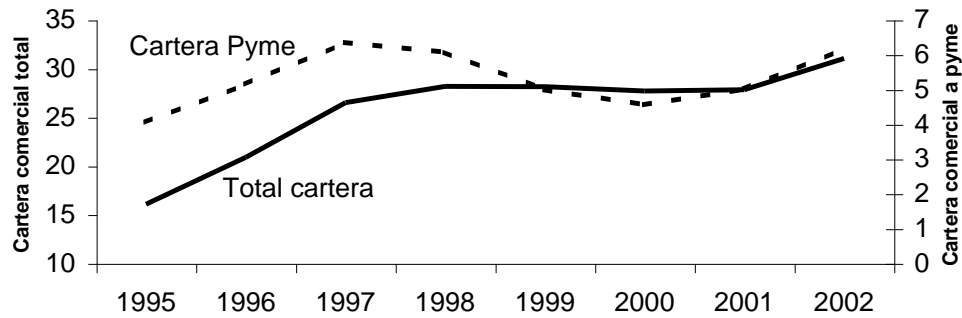
Gráfico 9
Calidad de cartera pyme 1995-2002
(Cartera C, D y E / Cartera total)



Fuente: Superintendencia Bancaria

Gráfico 10

**Cartera comercial: total y estimación de la orientada a las pyme
(billones de pesos)**



Fuente: Estimación Anif con base en Superbancaria

**Cuadro 4
Principales características de los créditos a las Pymes**

	Número de créditos	Número promedio de créditos por empresa	Monto promedio de los créditos (pesos)	Plazo promedio de los créditos (años)	% de créditos al día	% de créditos con garantías admisible
Grande	18.246	1,87	132.987.21	2,63	97%	20%
Mediana	25.406	1,82	93.632.24	2,64	95%	23%
Pequeña	4.814	1,74	49.050.22	3,09	89%	27%
Pyme	30.220	1,78	71.341.23	2,86	92%	25%
Micro	3.148	1,58	33.444.30	3,44	86%	23%
TOTAL	51.614					
PROMEDIO		1,78	99.715.50	2,73	92%	23%

Fuente: Datacrédito-Cálculos

Cuadro 5

Porcentaje de créditos según calificación por tamaño de empresa

Tamaño	Calificación				
	A	B	C	D	E
Grande	89,6%	4,9%	1,6%	1,5%	2,4%
Mediana	90,6%	3,5%	1,4%	1,3%	3,2%
Pequeña	85,8%	4,2%	2,0%	1,5%	6,4%
Pyme	88,2%	3,9%	1,7%	1,4%	4,8%
Micro	78,7%	6,3%	1,9%	1,0%	12,0%

Fuente: Datacrédito-Cálculos ANIF

Cuadro 6
Inversiones restantes admisible FPO, F. Cesantías y Bancos en
Millones de pesos, noviembre 2004

	Total	Titularización hipotecaria	% del portafolio 1/	Otras titularizaciones	% del portafolio 2/	% admisible restante 3/ 4/	Monto admisible restante
FPO	643.563	86.911	0,34	556.652	2,19	17,81	4.526.785
F. Cesantías	116.258	0	0	116.258	3,81	16,19	494.261
Bancos	1.872.234	1.823.749	1,89	48.444	0,05	0,05	48.999
Total	2.632.055	1.910.661		721.353			5.070.045

Fuente: Superintendencia Bancaria y cálculos Anif

1/ Para los bancos corresponde al la titularización sobre los activos

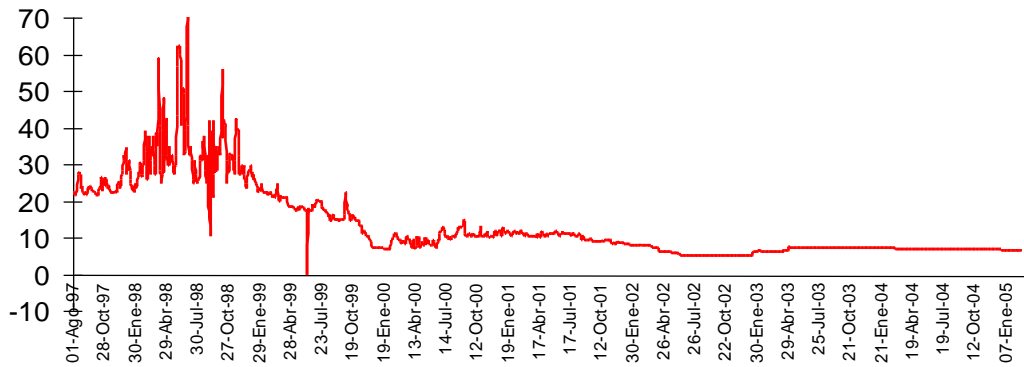
2/ Para los bancos corresponde al la titularización sobre los activos

3/ Según los regímenes de inversiones respectivos

4/ Para los bancos se considera que siguen manteniendo la misma proporción de inversion en títulos derivados de procesos de titularización diferentes cartera hipotecaria

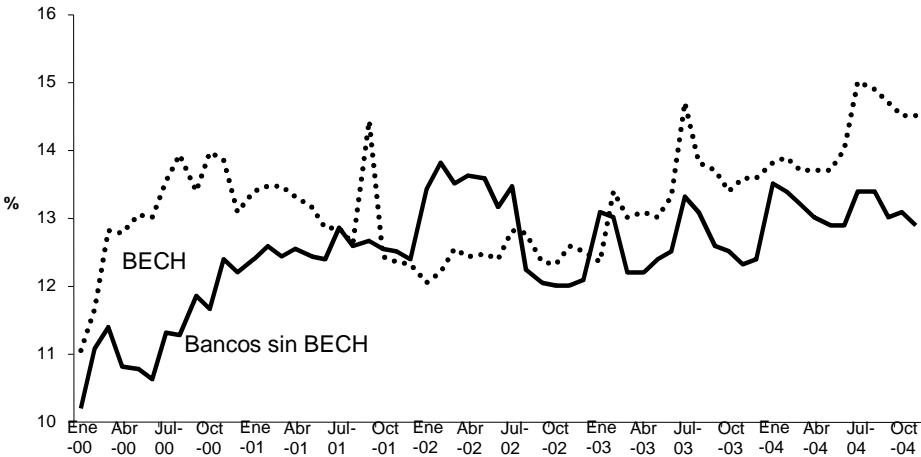
Gráfico 11

Tasas de interés interbancarias



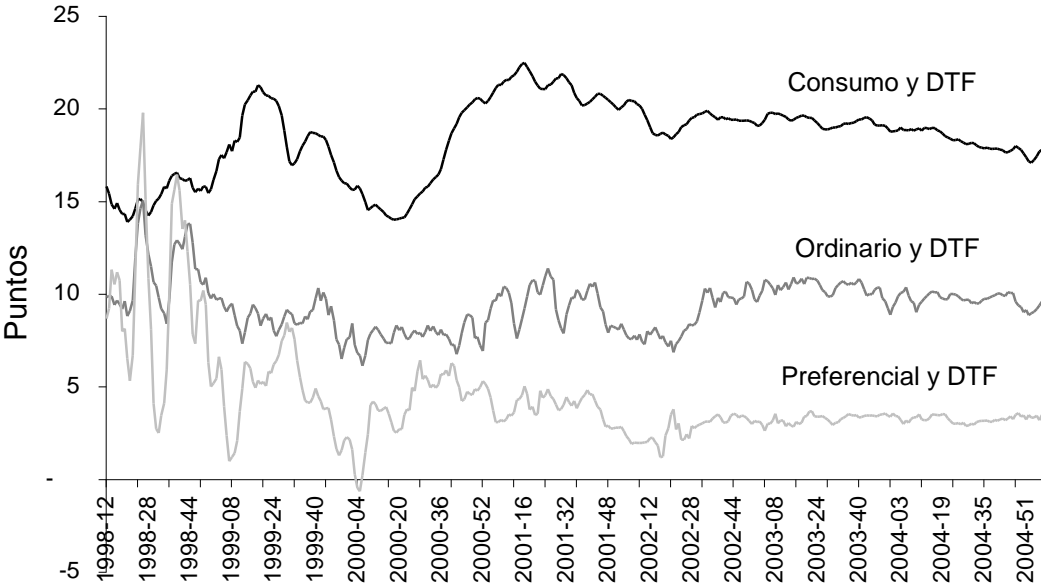
Fuente: Portafolio.com

Gráfico 12
Relación de solvencia (con riesgo de mercado)



Fuente: Superintendencia Bancaria

Gráfico 13
Diferencial diferentes tasas de crédito y DTF



Fuente: Banco de la República y cálculos Anif.

