



Reporte Final

**DESARROLLO
DEL MERCADO DE TITULARIZACIÓN DE CARTERA
DE PEQUEÑAS Y MEDIANAS EMPRESAS
COLOMBIA**

BID/FOMIN – CO- T1028

Bogotá, D.C., Julio de 2007

Tabla de Contenido

1. Introducción.....	2
2. Entrevistas a Potenciales Participantes Adicionales	3
2.1. Demandantes.....	3
2.2. Gobierno	3
2.3. Estructuradores.....	3
2.4. Ejecutores	4
3. Actualización de las Condiciones de Mercado	4
4. Conclusiones.....	9

1. Introducción

En el reporte anterior, Anif documentó las visitas realizadas a diferentes agentes que podrían llegar a estar involucrados en el proyecto de titularización de cartera Pyme. A través de estas reuniones se pudo verificar el gran interés que existe en una potencial titularización de este tipo de cartera, tanto por parte de los potenciales oferentes como por parte de los potenciales demandantes, especialmente los administradores de carteras colectivas como Fondos de Pensiones y fiduciarias.

El reporte incluyó un análisis del sistema financiero colombiano con énfasis en el segmento Pyme. De allí se concluyó que, a pesar de los avances en la penetración de la cartera Pyme es buena, existe todavía un universo importante por atender. Para esto, sin embargo, hay que superar una serie de inconvenientes. El principal obstáculo surge de la falta de una adecuada formalización de las Pymes, en especial las falencias en su contabilidad.

Por otra parte, se estableció que en el corto plazo el sistema financiero posiblemente no tenía los incentivos para apoyar un proyecto de titularización de cartera Pyme debido a su buena situación de liquidez, solvencia y provisiones. Como se advertía en dicho reporte, esta situación no durará mucho tiempo. El presente informe ahonda en este tema.

Por el lado de la demanda, se encontró que los agentes del mercado de capitales están ansiosos por nuevos instrumentos de inversión, dada la poca posibilidad de diversificación que tiene el mercado colombiano. Lo anterior se refleja claramente en los fondos de pensiones obligatorias, quienes a final de 2006 tenían el 46.9% de su portafolio en deuda pública. Como se explicará a continuación, a medida que la situación del mercado de capitales se endurezca a raíz del cambio en la postura de la política monetaria, para los agentes será aún más atractivo contar con alternativas de inversión a la deuda pública.

Esta entrega tiene dos propósitos: resumir las entrevistas realizadas a agentes adicionales, y establecer cuáles serán los principales factores en la economía nacional que incentivarán a los bancos a titularizar su cartera Pyme y al mercado de capitales a demandar estos papeles.

2. Entrevistas a Potenciales Participantes Adicionales

En la última fase del proyecto se realizaron reuniones con diferentes actores del mercado financiero. En primer lugar, se programaron reuniones con los fondos de pensiones Skandia y Santander, como potenciales compradores de los títulos resultantes de este proyecto. Adicionalmente, con la Fiduciaria de Occidente, para evaluar potenciales ejecutores y administradores de la titularización. Se programaron reuniones con Corficolombiana y Asesorías Financieras El Nogal, quienes han tenido experiencia como estructuradores de otros productos, entre ellos, titularizaciones privadas de diferentes tipos de activos. Finalmente, también hubo un nuevo encuentro con la Superintendencia Financiera de Colombia.

2.1. Demandantes

Los potenciales demandantes de títulos hicieron explícito su interés en demandar este tipo de títulos, ante la falta de alternativas de inversión privada, anotando que la homogeneidad en los títulos permite una mayor liquidez. Se notó cierto consenso sobre unos requisitos mínimos de la emisión, tales como:

- El activo subyacente debe ser cartera calificada
- Debe tener una estructura que genere liquidez a la titularización a través de un esquema sencillo de *revolving*
- Debe tener esquemas de aseguramiento igual a otras titularizaciones ya realizadas.
- Además de tramos AAA también estarían interesados en tramos calificados como AA e incluso AA+
- Mínimo de \$150.000 millones

Por otra parte, los diferentes participantes potenciales mostraron diferentes apetitos respecto al plazo, aunque consideraron un mínimo de tres años. Algunos opinaron que el plazo debería ser superior a 10 años.

2.2. Gobierno

En la segunda aproximación a la *Superintendencia Financiera de Colombia*, quedó confirmado, por parte del director de Investigación y Desarrollo de dicha institución, que la titularización de cartera Pyme no tendría ningún problema normativo. Añadió que la titularización hipotecaria despejó el camino para los demás tipos de titularización. Además, mostró el interés que tiene el gobierno en impulsar la creación de alternativas para el mercado de capitales. Quedó claro que el supervisor financiero no objetaría una estructuración como la propuesta. Anotó que la estructura diseñada debería estar planteada sobre una venta de cartera en firme por parte del originador.

2.3. Estructuradores

No parece haber un consenso en los diferentes potenciales estructuradores sobre las características más importantes del título emitido. Algunos

consideraron que era importante que tuviera la mejor calificación posible para asegurar el mercado, mientras otros consideraron que era necesario tener una amplia gama de calificaciones.

Por otra parte, algunos resaltaron la necesidad de crear emisiones con diferentes plazos (específicamente 3, 5 y 7 años) y calificaciones varias. Comentando sobre la experiencia en la aprobación de emisiones, anotaron que ellos tenían un permiso por dos años para una emisión que no se dio, pero que si las circunstancias lo ameritaban, la podrían realizar.

Hubo consenso en que la calidad de la calificación es un tema muy importante, al considerar que, en la actualidad, está distorsionada y no tiene credibilidad, anotando que diferentes títulos con la misma calificación tienen rentabilidades que difieren sustancialmente entre ellas. También coincidieron en que se podría mejorar el título sin encarecer el papel a través de un aval externo.

2.4. Ejecutores

En Colombia, la experiencia y el desarrollo de las fiduciarias, permite que éstas puedan ejecutar el proyecto de titularización de cartera Pyme. Dentro de su experiencia, gestionan patrimonios subyacentes y administran recursos para terceros. Así, podrían crear un patrimonio autónomo para el manejo de la cartera titularizada. Se haría necesaria una transferencia de la cartera a titularizar hacia un patrimonio autónomo. Además, podrían encargarse del manejo de cartera para cobranza. Vale la pena anotar que, según la legislación vigente, quien entrega su activo tiene derechos de fideicomiso.

Respecto a las diferencias con la Titularizadora Colombia, anotó que ésta no maneja un patrimonio autónomo, sino “universalidades”. Esto hace que, cualquier activo dentro de éste no entre a ningún proceso concursal, y de ahí, esté “blindado”, al ser no-embargable. Lo anterior permite una mayor agilidad en un proceso de liquidación, al no tener que pasar por un proceso concursal. Por el contrario, un patrimonio autónomo es embargable por un tercero.

3. Actualización de las Condiciones de Mercado

Las condiciones de la economía en general y del sistema financiero en particular, están dadas para el desarrollo de un programa de titularización de cartera Pyme. Sin embargo, la amplia liquidez y solvencia que goza el sistema financiero en la actualidad, no les genera los incentivos necesarios para adelantar una titularización de su cartera Pyme. Todos los agentes entrevistados en esta última fase corroboran el interés que existe en el proyecto tanto de parte del gobierno como de parte de sistema financiero.

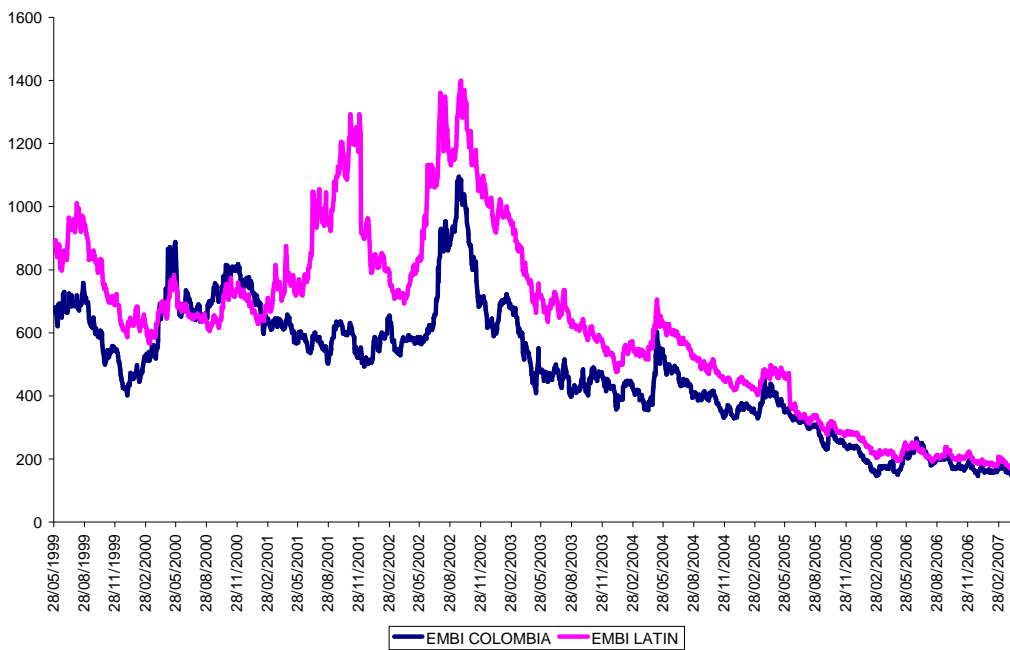
El mercado de capitales colombiano ha pasado durante los últimos años por una coyuntura excepcional que ha propiciado su profundización. El gobierno ha estado a tono con la situación y ha facilitado el surgimiento de nuevos instrumentos financieros de acuerdo a las demandas del mercado. Sin embargo, el mercado de capitales colombiano aún es inmaduro y los diferentes tipos de inversionistas están ávidos de nuevas opciones de inversión en el

mercado local, que les permita diversificar sus portafolios y evitar la excesiva concentración en títulos del gobierno (TES).

A nivel global, los mercados financieros también han pasado por una excelente situación en los últimos años, explicado en muy buena parte por la expansión de la liquidez mundial y unas bajas tasas de interés. Colombia no fue ajena a la situación y los buenos resultados locales también se explican por el mismo factor. El buen momento se ha visto reflejado en la evolución del EMBI Colombia que ha alcanzado mínimos históricos (Gráfico 3.1). Igualmente los flujos de capital de portafolio han mostrado un gran dinamismo (Gráfico 3.2)

Gráfico 3.1 Evolución del EMBI

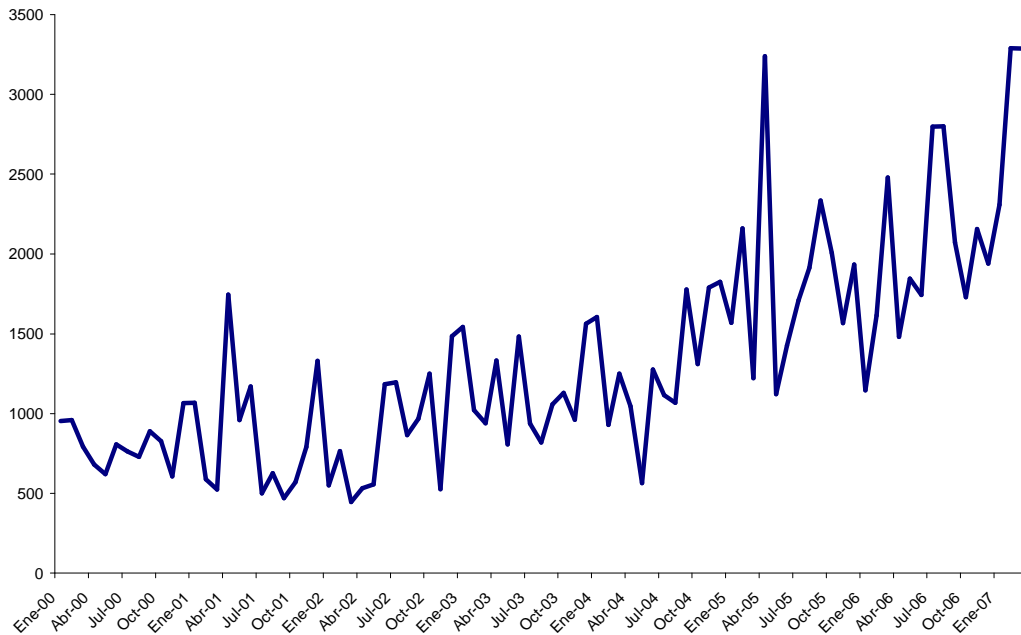
EVOLUCION EMBI COLOMBIA - EMBI LATIN



Fuente: Bloomberg. Cálculos Anif.

Gráfico 3.2 Ingresos de Capital

INGRESOS DE CAPITAL (MILLONES DE DOLARES)

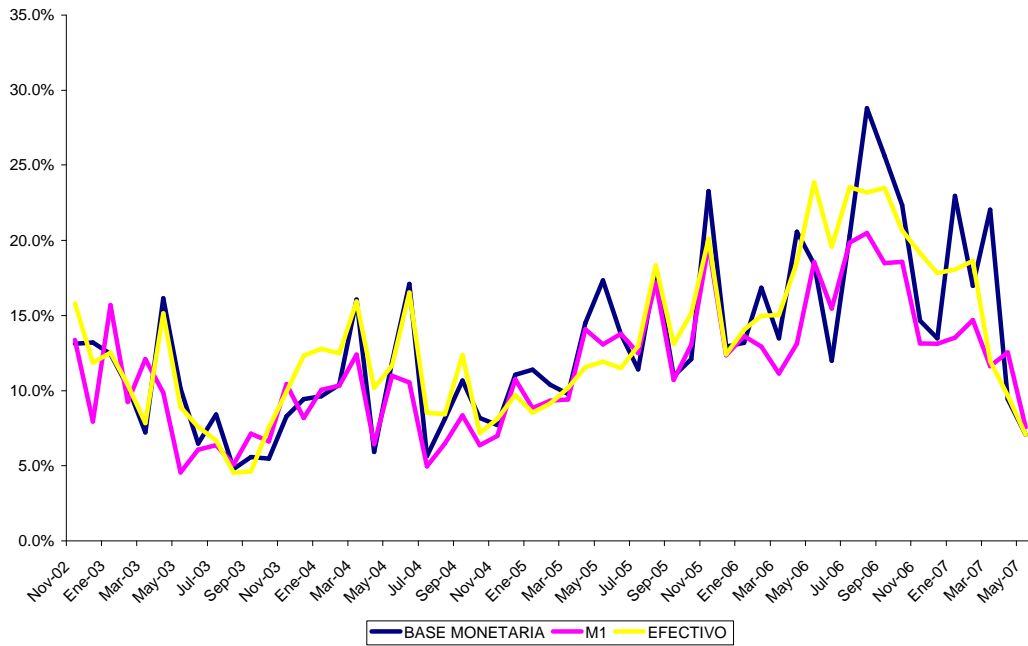


Fuente: Banco de la República. Cálculos Anif.

A nivel local, la enorme liquidez se ha reflejado en los agregados monetarios. Como se puede observar en el gráfico 3.3, éstos han crecido a tasas reales importantes. De la misma manera, se puede apreciar el descenso que tuvo la DTF desde 2002, alcanzando un mínimo de 5.97% efectiva anual en mayo de 2006, tal como se observa en el gráfico 3.4.

Gráfico 3.3 Agregados Monetarios

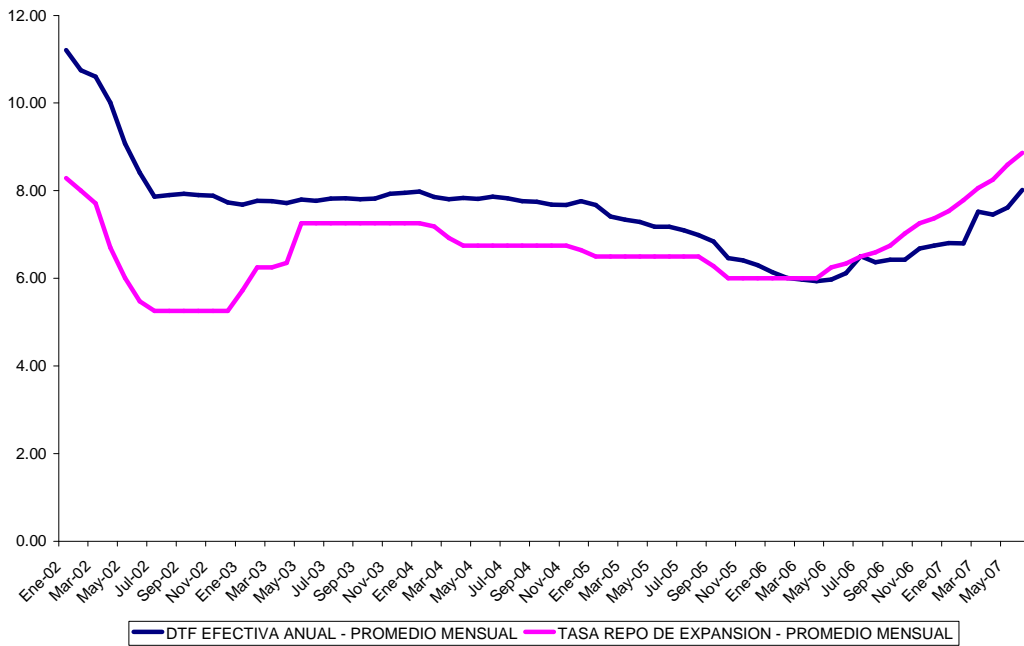
VARIACIONES ANUALES REALES AGREGADOS MONETARIOS



Fuente: Banco de la República. Cálculos Anif

Gráfico 3.4 Tasas de Interés

DTF VS TASA REPO DE EXPANSION



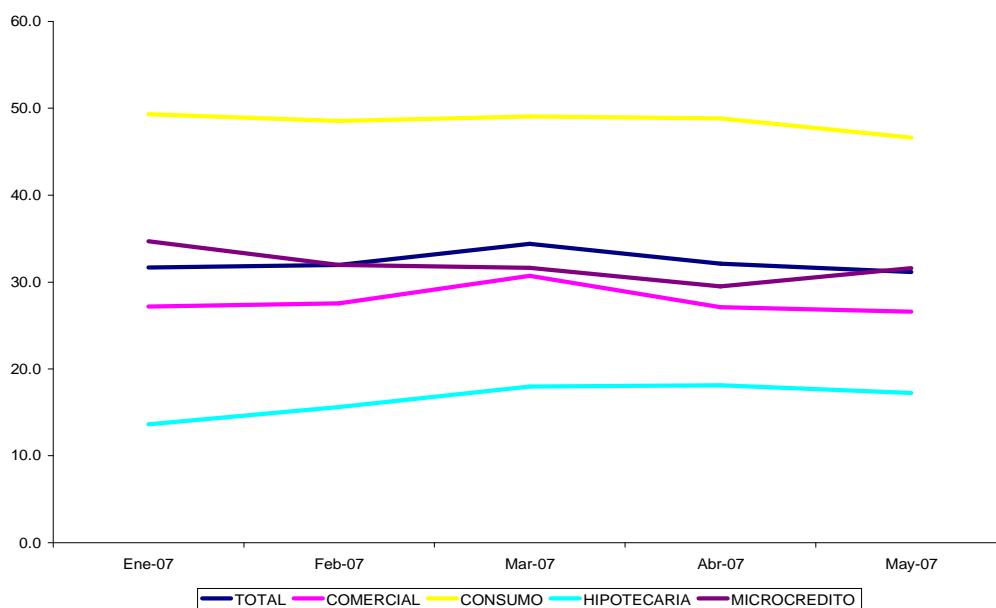
Fuente: Banco de la República. Cálculos Anif

A pesar de las extraordinarias condiciones de liquidez y tasas de interés que han permitido un dinamismo sin precedentes en los mercados de capitales mundiales y en el local, las condiciones están empezando a cambiar. En efecto, para el caso colombiano, el gráfico 3.3 muestra cómo los diferentes agregados monetarios han iniciado un descenso en sus tasas de crecimiento reales desde marzo – abril de 2007, mientras que las tasas de interés han empezado a subir a partir del segundo semestre de 2006.

Las condiciones actuales indican que esta tendencia continuará hacia el futuro. Ante las presiones inflacionarias que se han presentado en la economía, el Banco de la República ha adoptado una política monetaria restrictiva. En primer lugar ha aumentado su tasa repo de intervención en 300 puntos básicos, pasando de 6% en abril de 2006 a 9% en junio de 2007, y se espera que se ubique entre 9.25% y 9.50% a finalizar 2007. La persistencia de las presiones inflacionarias a pesar del aumento de la tasa de intervención, obligó al Banco de la República a aumentar el encaje exigido para las cuentas de ahorros a los bancos a 8.3% frente al 6% vigente, a partir de junio de 2007. Además, exigió un encaje marginal a las cuentas de ahorro y corrientes, consistente en que cuando se supere el saldo de captaciones en cuentas de ahorro y corrientes del día 7 de mayo, por cada peso adicional por encima de dicho saldo deberán congelarse 27 centavos.

Gráfico 3.5 Cartera Bruta

EVOLUCION CARTERA BRUTA POR TIPO DE CREDITO (VARIACION % ANUAL)



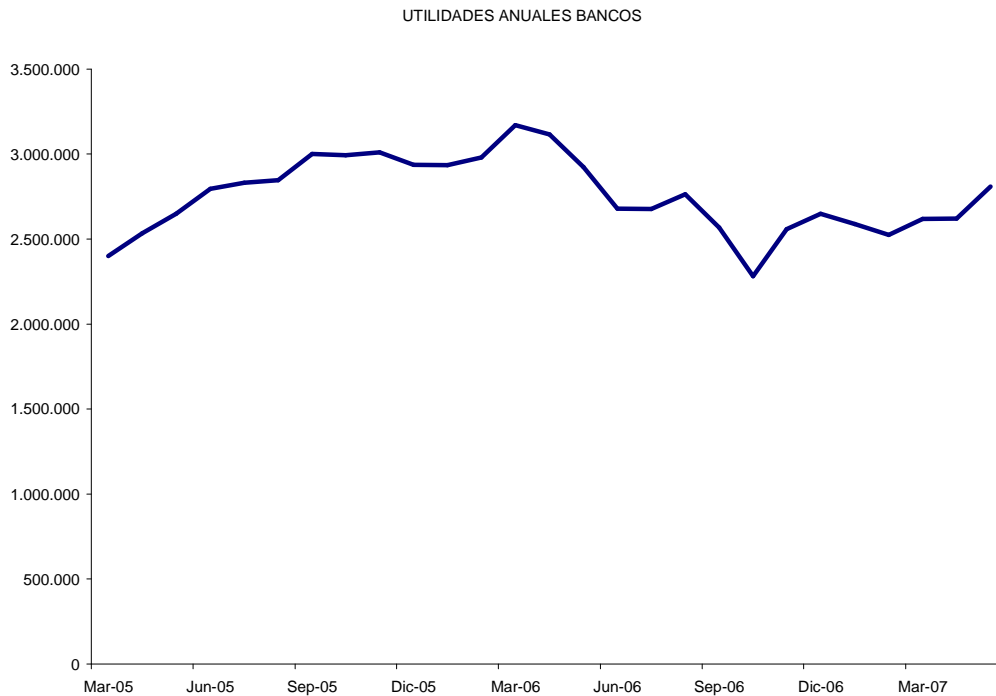
Fuente: Superintendencia Financiera. Cálculos Anif.

Estas medidas encaminadas a enfriar la economía y disminuir la presión sobre los precios, continuarán disminuyendo la cantidad de liquidez en la economía y continuarán presionando al alza las tasas de interés. La suma de estos dos factores endurecerá las condiciones en el mercado de crédito. Ya se empiezan a notar, aunque levemente, los efectos en la reducción de la expansión del crédito, a pesar de seguir contando con tasas muy elevadas.

Este cambio en las condiciones de los mercados de capitales favorecerá la emisión de la titularización de cartera Pyme al crearle a los bancos necesidades de fondeo alternativas.

A pesar del cambio en las condiciones que se avecinan, el sector financiero continúa pasando por un buen momento. El gráfico 3.6 muestra una recuperación de las utilidades anuales de la banca durante el primer semestre de 2007, luego de la disminución presentada en el primer semestre de 2006.

Gráfico 3.6 Utilidades de los bancos



Fuente: Superintendencia Financiera. Cálculos Anif.

La titularización de cartera Pyme en el país tiene todas las condiciones de oferta y de demanda para que se desarrolle con éxito. No parece ser necesario tipo de apoyo fiscal del gobierno. Además, las condiciones actuales, y las perspectivas fiscales del gobierno no generan buenos augurios. De allí que cualquier estructuración que se logre para llevar a cabo la titularización de cartera pyme no puede depender del apoyo fiscal del gobierno colombiano.

4. Conclusiones

A lo largo de la exploración de las condiciones existentes en el sistema financiero colombiano para llevar a cabo un proyecto de titularización de cartera Pyme, se han encontrado unas condiciones positivas para llevarlo a cabo.

En efecto, a lo largo de las entrevistas con todos los agentes involucrados, se encontró una actitud receptiva hacia el proyecto, tanto por parte de los potenciales oferentes, como de los potenciales demandantes. Igualmente

sucedió con el gobierno, a través del cual se pudo verificar que no existen obstáculos legales para llevar a cabo la operación.

Se llama la atención hacia futuro sobre la reducción en la liquidez de la economía colombiana, y en el alza en las tasas de interés, fruto de la política monetaria restrictiva adoptada por el Banco de la República desde abril de 2006. Esta situación es sin duda benéfica para la titularización de cartera Pyme propuesta, sin que se haga necesaria ningún tipo de ayuda fiscal por parte del gobierno.