

NOTAS DEL MERCADO DE CAPITALES

No. 16
Noviembre de 2007

LAS TITULARIZACIONES DE ACTIVOS AGROPECUARIOS: UNA ALTERNATIVA DE FINANCIAMIENTO A LA MEDIDA.

Introducción

La industrialización y tecnificación del campo, la producción de nuevos bienes a partir de productos agrícolas que implican grandes inversiones de capital (por ejemplo los Bio Combustibles) y la necesidad de enfrentar los retos provenientes de los Tratados de Libre Comercio y de la competencia internacional hacen necesario replantear el esquema de financiación de las empresas y demás agentes involucrados en la actividad agropecuaria; más aún en un país como Colombia con un potencial significativo de recursos naturales.

El presente documento busca presentar las titularizaciones agropecuarias como una alternativa de financiamiento para el sector agropecuario, así como analizar los principales riesgos a los que éstas se encuentran expuestas y los mecanismos de mitigación de los mismos a partir de la experiencia de las titularizaciones calificadas por BRC Investor Services S.A (en adelante BRC).

Para que un proceso de titularización agropecuaria sea exitoso y sus títulos sean demandados por los inversionistas es necesario la incorporación de todos los elementos que fortalezcan su calidad crediticia y esto implica en general equilibrar tres factores claves: calidad del activo subyacente y los flujos de caja asociados junto con los mecanismos de cobertura; la calidad crediticia del originador/administrador; y la estructura legal inherente a los procesos de titularización.

Antecedentes y Definición

Las titularizaciones en general pueden ser definidas como el proceso de emisión de títulos en el mercado de capitales a partir de la transferencia a un vehículo de propósito especial (usualmente un patrimonio autónomo) de uno o varios activos subyacentes que generan un flujo de caja suficiente para el pago de las obligaciones financieras (capital e intereses) derivadas de los títulos emitidos. En el caso de las titularizaciones agropecuarias, los activos subyacentes son precisamente productos agropecuarios,

con lo que se pueden cubrir una gama de derechos económicos sobre cosechas, contratos forward de negociación de cultivos, porcentaje de ingresos operacionales, entre otros.

En Colombia, las titularizaciones agropecuarias nacen con la resolución 822-1 de 1999, la cual modificó la resolución 400 de 1995 de la Superintendencia de Valores (hoy Superintendencia Financiera de Colombia) en el artículo 1.3.1.4 del título tercero, capítulo primero, según el cual "Podrán estructurarse procesos de titularización a partir de los siguientes activos o bienes: títulos de deuda pública, títulos inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios, cartera de crédito, documentos de crédito, activos inmobiliarios, **productos agropecuarios, productos agroindustriales**, y rentas y flujos de caja determinables con base en estadísticas de los últimos tres años o en proyecciones de por lo menos tres años continuos."

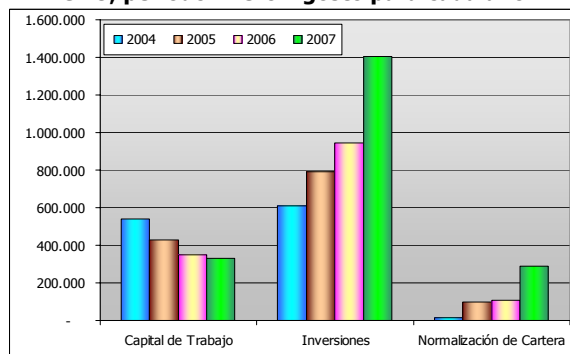
De acuerdo con la información pública con la que cuenta BRC, las primeras titularizaciones agropecuarias se realizaron durante los años 2002-2005, particularmente en el sector azucarero.

Estas emisiones han sido adquiridas por Fondos de Pensiones, Compañías de Seguros, Sociedades Fiduciarias, otras empresas del sector financiero y en menor medida por algunas empresas del sector real y personas naturales. Su liquidez secundaria es limitada, al igual que la mayoría de los títulos de deuda corporativa.

Las titularizaciones agropecuarias en comparación con otras alternativas de financiamiento.

En Colombia, el sector agropecuario puede acceder a recursos a través de créditos otorgados directamente por los establecimientos bancarios, de préstamos de redescuento otorgados por el Fondo para el financiamiento del sector agropecuario – FINAGRO-, de los productos ofrecidos por la Bolsa Nacional Agropecuaria (BNA) como los contratos avícolas, porcícolas y ganaderos, y las operaciones Repo sobre Certificados de Depósito de Mercancías (CDM) y facturas. De las anteriores opciones, Finagro constituye la más representativa con colocaciones por \$2,02 billones para el periodo Enero – Agosto de 2007:

Gráfico 1 – Créditos otorgados por línea por FINAGRO, periodo Enero-Agosto para cada año



Fuente: Finagro. Gráficos BRC.

Como se puede apreciar en la anterior gráfica, la mayor destinación de los créditos de FINAGRO ha correspondido a inversiones, las cuales incluyen entre otras, compra de animales, siembras, infraestructura y comercialización. Así mismo, se puede observar un crecimiento en el rubro de normalización de cartera, lo que indica la recomposición de los pasivos financieros, probablemente hacia menores tasas de interés y mayores maduraciones.

Las operaciones de financiamiento de corto plazo ofrecidas por parte de la BNA han mostrado crecimientos importantes durante los últimos años, siendo especialmente notable la consecución de recursos a través de las operaciones repo sobre CDMs, las cuales entre enero y agosto de 2007 alcanzaron una cifra cercana a los \$115.000 millones.

Las titularizaciones agropecuarias tienen varias particularidades que las diferencian de las alternativas de financiamiento tradicionales mencionadas anteriormente. En primer lugar, la titularización agropecuaria es diseñada en cuanto su monto, plazo, amortización y pago de intereses de acuerdo con las necesidades específicas de cada emisor, lo que constituye una ventaja en comparación con los créditos (que usualmente tienen amortizaciones y pagos de capital predeterminados) y los instrumentos de financiamiento de la BNA los cuales son de corto plazo (usualmente máximo a un año). Hoy en día, existen titularizaciones agropecuarias con plazos que van de 5 a 10 años, con amortizaciones adecuadas a cada emisión y con pagos de intereses trimestre o semestre vencido.

Los créditos de redescuento otorgados por parte de FINAGRO tienen usualmente un menor costo, ya que en línea con el propósito de la entidad pública de promover el sector agropecuario colombiano, existen límites máximos en las tasas que son cobradas por la banca comercial que redescuenta los préstamos (DTF + hasta 8% para medianos y grandes productores). De otro lado, las operaciones de la BNA tienen un costo financiero igual o ligeramente superior que el de los créditos (oscila entre el 11% y el 15% E.A.); sin embargo, éstas responden

principalmente a financiamientos de corto plazo para capital de trabajo.

En el caso de las titularizaciones, la tasa de interés se encuentra habitualmente atada a algún indicador de referencia, como la DTF o el IPC, más un *spread* determinado en el momento de la estructuración. De esta manera, los títulos agropecuarios que circulan en el mercado de capitales colombiano presentan tasas de DTF+3% o 4%, o de IPC+7% o 8%, las cuales se asimilan a las de un crédito comercial. Es importante tener en cuenta que la estructuración de esta clase de financiamientos conlleva otros gastos que no tienen los préstamos bancarios o las operaciones de la BNA como son gastos del agente estructurador, del agente de manejo (que por lo general es una compañía fiduciaria), del registro en la Bolsa de Valores y de la calificadoradora, entre otros. La incorporación de estos gastos aumenta el costo financiero de la operación. Sin embargo, estos gastos se contabilizan a lo largo de la vida de la emisión ya que son financiamientos de largo plazo.

Otro de los elementos diferenciadores de las titularizaciones radica en el aislamiento del activo subyacente a través de un vehículo de propósito especial. El objetivo es respaldar las obligaciones adquiridas con la emisión de los títulos a través del traslado de la propiedad del activo o los activos subyacentes al patrimonio autónomo, para de esta manera separar la suerte del o los originadores del pago del capital e intereses de los títulos. En este sentido, la emisión estructurada tiene la fuente de pago garantizada por uno o varios activos específicos, lo que la aísla de las demás obligaciones del o los originadores, aún bajo un proceso de reestructuración o reorganización empresarial. Este aspecto le brinda a la titularización una mayor fortaleza crediticia que puede facilitar la consecución de los recursos con los inversionistas.

A su vez, las titularizaciones agropecuarias permiten la asociación de varias empresas, o incluso personas naturales para la estructuración de un financiamiento, lo que facilita el acceso a montos significativos de recursos a menores tasas de las que hubieran contratado de manera individual.

Finalmente, al igual que en la mayoría de emisiones del mercado de capitales, las titularizaciones agropecuarias deben cumplir a cabalidad con toda la regulación vigente y futura. Resulta de especial importancia que el originador y cualquier agente que interactúe en el proceso de la titularización cuente con buenas prácticas de Gobierno Corporativo y divulgación de información. El anterior hecho, más que ser una dificultad (al permitir el pleno acceso a la información de las compañías por parte de entidades externas, como la Superintendencia Financiera o la Calificadoradora), es un hecho bien ponderado por los inversionistas y por el mercado en general, toda vez que

demuestra transparencia, responsabilidad social y corporativa y una adecuada administración.

Las Titularizaciones agropecuarias desde la óptica del análisis de riesgos.

El proceso de estructuración es realizado habitualmente por una Banca de Inversión o (en contados procesos) por una firma comisionista de bolsa de la Bolsa Nacional Agropecuaria, la cual debe contar con la suficiente experiencia y conocimiento del mercado de capitales y del mercado del activo subyacente para desarrollar una emisión con las garantías necesarias para que aumenten las probabilidades de los títulos de ser exitosamente demandados por parte de los inversionistas.

Las titularizaciones agropecuarias se encuentran expuestas a los mismos riesgos que los demás financiamientos estructurados, dentro de los que se encuentran la fortaleza y solidez de la estructura, la estabilidad, sostenibilidad y capacidad de generación de caja del activo subyacente, los riesgos legales y regulatorios y los riesgos operacionales, entre otros. Sin embargo, en el caso del sector agropecuario existen particularidades que implican matices diferentes de los mencionados riesgos que suponen mecanismos adicionales de mitigación.

Riesgos Asociados a la estructuración

La estructuración de una titularización se inicia con la identificación de necesidades específicas de recursos para un fin en particular (generalmente para capital de trabajo, inversiones de capital o recomposición de pasivos), lo cual surge de la iniciativa de los originadores que pueden ser empresas del sector (productores de azúcar, palma, banano, carne, pollo, cerdo, etc.) o a los gremios (Federaciones o Asociaciones) que se encargan de consolidar, organizar, asesorar y representar un número de pequeños o medianos cultivadores, procesadores o fabricantes de un determinado producto agropecuario.

Desde la óptica de una calificadora de riesgos, la participación de los gremios, así como de empresas con experiencias exitosas previas en procesos de emisión de deuda es ponderada positivamente en la evaluación de riesgo.

A pesar de que la mayoría de los bienes agropecuarios son susceptibles de ser titularizados, son preferibles aquellos productos que cuentan con información histórica (mínimo 3 años) de cotizaciones de precios en mercados locales y externos; con informes sectoriales (que incluyan entre otros tamaño y comportamiento de la oferta y la demanda, tendencia de los precios, análisis de expertos y prospectiva) y con presencia en las bolsas internacionales de *commodities*. Lo anterior es importante porque permite entender la volatilidad de los precios, las estacionalidades (las cosechas de determinados cultivos se llevan a cabo únicamente en determinados meses del año) y el riesgo

específico de mercado asociado a cada producto. Así mismo, es necesario analizar y determinar si los bienes cuentan con múltiples usos que los hagan menos dependientes a una sola industria; por ejemplo, en el caso del aceite de palma, éste es utilizado en el segmento alimenticio, cosmético y recientemente como biocombustible, ampliando las posibilidades de ser demandado en varios mercados. Esto conlleva mayores probabilidades de generar los recursos que respaldan el pago de capital e intereses de los títulos emitidos en la titularización, aspecto que será analizado posteriormente con mayor detenimiento.

Con base en el análisis y entendimiento del mercado, el agente estructurador debe desarrollar el modelo de proyección financiera, el cual debe tener en cuenta todos los elementos inherentes al riesgo de mercado del producto (en especial la volatilidad y tendencia de los precios) y a su vez tener un adecuado nivel de colateralización¹, el cual aún bajo escenarios de tensión y de diversos ambientes de proyección financiera (por ejemplo utilizando precios mínimos históricos) debe mostrar coberturas suficientes.

En el caso de los productos agropecuarios que son exportados y comercializados en el exterior, es necesario también realizar un análisis de riesgo cambiario y su impacto sobre los ingresos en la moneda local, especialmente en un escenario revaluacionista como el que Colombia ha venido experimentando durante los últimos años. Los escenarios de tensión que utiliza una calificadora para determinar la capacidad de pago de capital e intereses de una titularización también involucra movimientos de la tasa de cambio en el caso de productos exportables.

Finalmente, la estructura de la titularización debe contar con mecanismos de sobrecolateralización, los cuales brindan una garantía adicional, en el evento atípico en que los recursos provenientes del activo subyacente sean insuficientes para honrar las obligaciones. Tales mecanismos pueden ser garantías de una tercera parte con una adecuada calidad crediticia (preferiblemente con calificaciones de la parte más alta de la escala), contar con fondos de reserva y liquidez, inclusión de un mayor número de cultivos o productos (o tierras cosechadas), garantías reales como terrenos y contratación de pólizas de seguros.

En todo caso, la estructura debe contemplar el aprovisionamiento anticipado de los fondos necesarios para el pago de capital e intereses, de manera que éstos se encuentren disponibles con una antelación suficiente para cubrir cualquier eventualidad de tipo operativo o financiero.

¹ Se refiere al exceso de recursos generado por el activo subyacente para el pago adecuado y oportuno de las obligaciones financieras (principal e intereses) derivadas de la titularización.

Riesgos de Contraparte

Dado que hasta el momento la mayoría de titularizaciones agropecuarias en Colombia han sido estructuradas a través de la titularización de contratos forward o facturas comerciales, existe una contraparte de tales acuerdos que es quien compra los bienes y consecuentemente quien los paga, constituyendo de esta manera la fuente de pago primaria de las obligaciones de la titularización. De acuerdo con lo anterior, el análisis crediticio de tal contraparte es un factor indispensable para la calificación de riesgo de una titularización agropecuaria.

En los casos en que no existe una contraparte única, es decir, en aquellos casos en que los productos son vendidos al mercado en general, por ejemplo a través de Bolsa Nacional Agropecuaria, la calificadoradora pondera la participación de la Cámara de Compensación, quien se encarga de asumir directamente el mencionado riesgo, además de exigir garantías adicionales y pólizas de seguro para el cumplimiento de las operaciones que son realizadas a través de ella.

En las ventas de productos agropecuarios en donde no se cuenta con una contraparte directa, ni con el respaldo de la cámara de compensación, es necesario hacer un detallado análisis del comportamiento del mercado local y/o internacional del producto, en especial del tamaño, tendencia y sostenibilidad de la demanda, así como la facilidad para comercializar los bienes en un periodo corto sin incurrir en pérdidas, y la existencia de distintos mercados. Estos aspectos son importantes porque permiten evaluar la probabilidad de que los activos titularizados (productos agropecuarios) generen los fondos suficientes para repagar las obligaciones en los plazos previstos en la emisión.

Riesgos asociados al originador

Aunque el objetivo primordial de las titularizaciones es aislar el riesgo del originador al riesgo de la emisión (a través de la transferencia de la propiedad del activo subyacente al patrimonio autónomo), en Colombia una buena parte de las titularizaciones agropecuarias dependen del originador, si bien no financieramente, sí como administrador y gestor de los cultivos o los animales. Consecuentemente, ante un detrimento financiero del originador, podría darse que éste se encuentre en incapacidad de darle un manejo adecuado al cultivo o a la crianza de los animales, lo que podría generar detrimento de la productividad y de la producción perjudicando de manera directa el flujo de caja de la emisión.

Para mitigar los riesgos asociados al originador, es necesario realizar un análisis crediticio periódico del originador (preferiblemente de manera trimestral) que permita identificar anticipadamente cualquier deterioro en su salud financiera que limite sus responsabilidades en el

proceso. Ante un deterioro sostenido de la capacidad económica del originador, se plantea la posibilidad de un administrador alterno quien debe contar con toda la infraestructura, experiencia y recursos para relevar al originador en sus tareas de administración del activo subyacente. Si bien esta figura es válida y mitiga parcialmente el riesgo, es costosa en cuanto que implica gastos operacionales adicionales que pueden presionar el flujo de caja de la emisión. En este sentido, es conveniente considerar para la estructuración de una titularización agropecuaria un originador con una fortaleza financiera demostrada, preferiblemente mediante una calificación de riesgo crediticio.

Para las titularizaciones que contemplan múltiples originadores la diversificación y solidaridad entre originadores, es un factor importante de mitigación de riesgo, por cuanto el deterioro de uno de ellos puede ser contrarestado inmediatamente por los otros originadores. Sin importar el número de originadores, es necesario el análisis crediticio de los mismos y realizar seguimientos periódicos.

Riesgos asociados al producto

La exitosa comercialización de los productos, así como la ejecución de los contratos forward relacionados con el activo subyacente se encuentra supeditado al cumplimiento de las especificaciones técnicas exigidas, bien sea por el mercado en general o por un contrato en particular. En este sentido, la calidad de los productos determina si estos son vendidos adecuadamente y sin inconvenientes, garantizando la calidad del flujo de caja y la entrada de los recursos al patrimonio autónomo para pagar el servicio de la deuda y las demás obligaciones de la titularización.

Las características de calidad de los productos dependen de múltiples factores, que van desde la preparación de la tierra (en el caso de los cultivos), pasando por el cuidado de las cosechas y los animales (incluyendo control de plagas y enfermedades) hasta los procesos de transformación de los bienes primarios en productos manufacturados o cuando menos empacados y aptos para el consumo. En este sentido, el conocimiento técnico es un elemento central que garantiza el control a la calidad de los productos agropecuarios.

Debido a que los agentes financieros que participan en la titularización (agente estructurador, agente de manejo, sociedad calificadoradora de valores, entre otros) no cuentan con los conocimientos técnicos suficientes para garantizar la calidad de los productos, es importante la participación de un agente de seguimiento técnico² que certifique que las especificaciones de los productos están acordes con los estándares requeridos bien sea por contratos específicos

² Por ejemplo los centros de investigaciones de los gremios de cultivadores o productores.

(por ejemplo por los contratos forward) o por el mercado en general, incluyendo el cumplimiento de normas sanitarias y fitosanitarias, especialmente en aquellos productos que son objeto de exportación. Factores como certificaciones de calidad de los procesos de producción y de Buenas Prácticas Agrícolas (BPA) son elementos adicionales que mitigan los riesgos asociados al producto.

Todas las titularizaciones agropecuarias se encuentran expuestas a riesgos climáticos, de plagas y de enfermedades, los cuales pueden ser parcialmente mitigados mediante la adecuada colateralización y sobrecolateralización de la emisión y mediante la adopción de Buenas Prácticas Agropecuarias, así como por un buen conocimiento técnico de las características de estos productos.

Riesgos Operativos

El componente operativo es el principal factor diferenciador de las titularizaciones agropecuarias de otras titularizaciones, básicamente por los riesgos asociados a la manipulación, transporte y conservación de los productos, en especial los dedicados a la industria de comestibles. Si bien el Patrimonio Autónomo es el dueño de los recursos derivados del activo subyacente, los recursos únicamente ingresarán al fideicomiso cuando los productos sean correcta y oportunamente entregados al comprador. Esto implica en primer lugar que el originador debe delimitar los productos en las cantidades y especificaciones requeridas, para posteriormente ser transportados hasta el sitio de entrega, proceso en el cual los bienes se exponen a deteriorarse, a ser malintencionadamente alterados o a ser hurtados.

En consecuencia, para mitigar estos riesgos operativos se debe contar con un proceso de transporte y conservación perfectamente definido, identificando las posibles eventualidades y generando planes de contingencia para cualquier inconveniente. Adicionalmente, contar con pólizas de seguros que amparen los daños o el hurto dado durante el proceso de movilización de los productos le da solidez a una estructura de titularización agropecuaria.

Cabe anotar que la línea de actividades operativas en las titularizaciones agropecuarias es más extensa que en otro tipo de titularizaciones, ya que en éstas se requiere que los bienes sean debidamente acondicionados, transportados y entregados antes del pago final de la contraparte al fideicomiso y que se deben tener en cuenta en el momento de la estructuración para determinar posibles retrasos y establecer de la misma manera mecanismos de prevención, y en una última instancia, mecanismos contingentes como fondos de liquidez permanentes.

Riesgos Legales

Al igual que otras emisiones, los riesgos legales y regulatorios afectan el adecuado flujo de los recursos de la titularización. Un análisis legal que evalúe que todos los contratos que respaldan la titularización³ sean jurídicamente válidos, vinculantes y ejecutables le da fortaleza a la estructura y garantiza mediante vía legal el cumplimiento de las obligaciones de todas las partes.

Riesgos regulatorios como prohibiciones al consumo de ciertas sustancias y regulaciones particulares para los mercados relacionados con el activo subyacente deben ser también evaluados, si es el caso. Así mismo, es importante contemplar los posibles riesgos asociados al sistema jurídico legal y a modificaciones en la legislación vigente que pudieran afectar directamente a la titularización, a los productos o a cualquiera de las partes involucradas.

A manera de conclusión, es importante hacer hincapié que para que un proceso de titularización agropecuaria conlleve una demanda exitosa de los títulos por los inversionistas que operan en el mercado de capitales es indispensable construir estructuras que fortalezcan su calidad crediticia y esto implica considerar tres factores claves: calidad del activo subyacente; calidad crediticia del originador/administrador; y la estructura legal inherente a los procesos de titularización.

³ Prospecto de Emisión y Colocación, Contrato de Fiducia, contrato de usufructo (particularmente usado en las titularizaciones agropecuarias) y demás documentos legales.