

PROPUESTA DE FINANCIACIÓN A TRAVÉS DEL MERCADO DE CAPITALES
PARA CULTIVOS DE PALMA DE ACEITE

LORENA FERNANDA VILLEGAS ALZATE

Gabriel Eduardo Escobar Arias MBA.

UNIVERSIDAD NACIONAL DE COLOMBIA

SEDE MANIZALES

MAESTRÍA EN ADMINISTRACIÓN

MANIZALES

2010

PROPUESTA DE FINANCIACIÓN A TRAVÉS DEL MERCADO DE CAPITAL
PARA CULTIVOS DE PALMA DE ACEITE

LORENA FERNANDA VILLEGAS ALZATE

Informe final presentado como requisito para optar al título de Magíster en
Administración

Gabriel Eduardo Escobar Arias MBA.

UNIVERSIDAD NACIONAL DE COLOMBIA

SEDE MANIZALES

MAESTRÍA EN ADMINISTRACIÓN

MANIZALES

2010

Nota de aceptación:

Firma del jurado

Firma del jurado

Manizales, 30 de abril de 2010

A mi padre y verdadero Director *ad – honorem*

A mi madre por su apoyo y colaboración

A mi hermano por sus esporádicos buenos consejos

En el desarrollo del proyecto participaron personas a quienes debo agradecer su apoyo.

A mi padre y asesor de cabecera le agradezco la paciencia, el tiempo invertido, los esfuerzos, el apoyo y podrían ser más... ¡Gracias! por que la mayor parte de mi aprendizaje se la debo a él.

A mi madre que aunque nunca se lo diga, ha sido nuestra mejor “co-equipera”.

Al líder de planeación económica sectorial de FEDEPALMA, Armando Corredor, pues contribuyó con la idea inicial y posteriormente me brindó apoyo en la ejecución; a las asociaciones de pequeños palmicultores del Magdalena Medio que amablemente brindaron soporte en la recolección de la información; así mismo a aquellas personas que sin ningún interés respondieron la encuesta.

Adicionalmente debo agradecer la participación del señor Jairo Cendales de INDUPALMA, a Luis Fernando Jaramillo de PROPALMA y Andrea Jara de COMIAGRO, quienes aceptaron ser entrevistados en diferentes oportunidades, durante la elaboración del proyecto.

Finalmente, a Mauricio Arango Uribe quien aportó su conocimiento técnico y agronómico al desarrollo del proyecto.

CONTENIDO

INTRODUCCIÓN	13
1. PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA	14
2. ESTADO DE ARTE.....	19
3. OBJETIVOS.....	27
4. JUSTIFICACIÓN.....	28
5. MARCO TEÓRICO	31
5.1. COSTO DE CAPITAL Y ESTRUCTURA FINANCIERA	31
5.2. ESTRUCTURACIÓN DE LA DEUDA CORPORATIVA	33
5.3. MERCADO BANCARIO Y MERCADO DE CAPITALES COMO FUENTES DE FINANCIACIÓN EXTERNA.....	34
5.4. INSTRUMENTOS DE FINANCIACIÓN QUE SE NEGOCIAN EN EL MERCADO DE CAPITALES COLOMBIANO	38
5.5. TITULARIZACIONES Y TITULARIZACIÓN PALMERA	42
5.6. SECTOR PALMICULTOR, UN DEMANDANTE POTENCIAL DEL MERCADO DE DEUDA PRIVADA.....	50
6. RUTA METODOLÓGICA.....	55
6.1. SUPUESTOS	55
6.2. LÍMITES Y ALCANCES.....	55
6.3. MOMENTO 1.....	55
6.3.1. Variables consideradas	56
6.4. MOMENTO 2.....	57
6.4.1. Variables consideradas	57
6.5. MOMENTO 3.....	57
6.5.1. Variables consideradas	58
6.6. MOMENTO 4.....	58
7. HALLAZGOS Y ANÁLISIS DE RESULTADOS.....	59
8. TRAYECTORIA DE FINANCIACIÓN: EL CASO DE NUEVE EMPRESAS ...	60
8.1. GLOSAS METODOLÓGICAS.....	60
8.2. ACTIVIDADES DEL SECTOR COMO DETERMINANTES DE FINANCIACIÓN.....	62
8.3. EXPERIENCIA FINANCIERA.....	63

8.3.1. CRÉDITOS ASOCIATIVOS.....	63
8.3.2. Créditos y subsidios como fuentes de financiación	68
8.3.3. Generalidades crediticias: Destino, plazos, tasas de interés, pagos	70
8.3.4. Restricciones a superar por los tomadores de crédito	74
8.4. PALMICULTORES: LIGERA PROSPECTIVA.....	78
8.4.1. Preferencias institucionales reveladas	78
8.4.2. Generalidades de una futura financiación:	81
8.4.3. Condiciones crediticias: Proyecciones desde el palmicultor.....	83
8.5. A MANERA DE CONCLUSIÓN: CARACTERÍSTICAS QUE DEBE TENER EL NUEVO PRODUCTO DE FINANCIACIÓN	85
9. ESTADO ACTUAL DE LA OFERTA DE INSTRUMENTOS DE FINANCIACIÓN EN EL SISTEMA FINANCIERO Y REVISIÓN DE LA OFERTA POTENCIAL	89
9.1. MERCADO BANCARIO	89
9.2. MERCADO DE VALORES	115
10. LA TITULARIZACIÓN PALMERA	132
10.1. DISEÑO DE LA ESTRUCTURACIÓN	132
10.2. CONDICIONES PARA PARTICIPAR EN LA TITULARIZACIÓN	137
10.3. LOGROS OBTENIDOS	141
10.4. PRINCIPALES DIFICULTADES ENCONTRADAS EN EL PROCESO ...	142
10.5. MOTIVOS SUSPENSIÓN DE LAS EMISIONES APROBADAS.....	150
11. PROPUESTA DEL INSTRUMENTO FINANCIERO QUE MEJOR SE AJUSTA A LOS REQUERIMIENTOS DE LOS CULTIVOS DE PALMA Y SU ESTRUCTURACIÓN FINANCIERA.....	152
11.1. LOS RIESGOS DEL SECTOR PALMICULTOR.....	152
11.2. FLUJO DE CAJA PARA EL ESTABLECIMIENTO DE UNA HECTÁREA DE PALMA DE ACEITE	164
11.3. ESTRUCTURA FINANCIERA DE UN TÍTULO VALOR O CONTRATO ESTANDARIZADO PARA FONDEAR LA INVERSIÓN EN CULTIVOS DE PALMA.....	168
11.4. FONDOS DE CAPITAL DE PRIVADO	171
11.5. CONTRATOS ESTANDARIZADOS A TÉRMINO	178
12. NOTAS AL CIERRE	185
BIBLIOGRAFÍA.....	191
ANEXOS.....	198

LISTA DE TABLAS

Tabla 1. Empresas palmicultoras encuestadas en la Zona Central y Oriental en el año 2010.....	61
Tabla 2. Actividad principal de las empresas encuestadas – entrevistadas en la Zona Central y Oriental en el año 2010	62
Tabla 3. Características de los créditos asociativos de cinco organizaciones de la Zona Central en el año 2010.....	65
Tabla 4. Relación ventas/crédito y ventas/subsidio para nueve empresas de las Zonas Central y Oriental, en el año 2010	68
Tabla 5. Tiempo de gracia y plazo para pago de la deuda otorgado por las instituciones bancarias a empresas cultivadoras de palma de la Zona Central y Oriental en el año 2010.....	71
Tabla 6. Esquema de amortización y pago de cuotas pactado con las entidades bancarias por los cultivadores de palma en la Zona Central y Oriental en el año 2010.....	73
Tabla 7. Porcentajes aprobados para crédito para 9 empresas de las Zonas Central y Oriental en el 2010	74
Tabla 8. Testimonios de los encuestados acerca de las limitaciones para acceder al crédito	77
Tabla 9. Instituciones a recurrir por parte de nueve cultivadores de la Zona Central y Oriental para cubrir necesidades financieras.....	79
Tabla 10. Escala de prioridad para seleccionar una institución de financiación por nueve empresas de las zonas Central y Oriental en el 2010.....	80
Tabla 11. Instrumentos a utilizar, monto total requerido y destino de financiación futura de nueve empresas de la zona Central y Oriental, 2010	82
Tabla 12. Tiempo de gracia requerido por los cultivadores de palma de la Zonas Central y Oriental, 2010	83
Tabla 13. Plazos requeridos según destino, de acuerdo a nueve empresa de las zonas Central y Oriental, 2010.....	84

Tabla 14. Esquema de amortización y pago de cuotas requerido por nueve empresas de la zona Central y Oriental, 2010	85
Tabla 15. Líneas de redescuento FINAGRO para crédito destinado a palma de aceite	100
Tabla 16. Clasificación de valores emitidos en el mercado de capitales según forma de determinar sus rendimientos, según derecho que incorporan y según la forma en que se transfieren	118
Tabla 17. Características de los valores que se negocian en bolsa visto desde los demandantes de financiación	120
Tabla 18. Clasificación de valores de acuerdo a la bolsa de valores en la que se transan.....	126
Tabla 19. Matriz de contrastación de requerimientos palmicultores y oferta de instrumentos en el mercado de valores	128
Tabla 20. Prospecto de colocación títulos de contenido crediticio Tip Palmero .	135
Tabla 21. Criterios para la selección de cultivos de palma de aceite	137
Tabla 22. Criterios para la selección de plantas extractoras	140
Tabla 23. Calificaciones emitidas por BRC Investor Service al Tip Palmero	145
Tabla 24. Descripción lotes emitidos de Tip Palmero.....	150
Tabla 25. Algunas estrategias para manejar los riesgos susceptibles de gestionar en el sector palmicultor	160
Tabla 26. Principales resultados de la proyección del flujo de caja.....	167
Tabla 27. Tabla de amortización para el pago de las obligaciones contraídas ..	169
Tabla 28. Comercialización del “papel” en el mercado secundario	170
Tabla 29. Contratos estandarizados a términos que se transan a través de la BNA	180

LISTA DE FIGURAS

Figura 1. Descripción del mercado bancario Colombiano.....	91
Figura 2. Descripción del mercado de valores Colombiano	117
Figura 3. Estructura contractual de la titularización palmera.....	134
Figura 4. Flujo de caja de una hectárea de palma de aceite en una línea de tiempo de 25 años	165
Figura 5. Participación de fondos de capital privado según la etapa de desarrollo de la empresa	171
Figura 6. Proceso de financiación a través de fondos de capital privado.....	174
Figura 7. Participantes en la elaboración de contratos estandarizados a término y obligaciones de cada participante.....	181
Figura 8. Proceso para celebrar operaciones de contratos estandarizados a término.....	182

LISTA DE ENCASILLADOS

Encasillado 1. Instituciones bancarias que ofrecen servicios al agro y productos que aplicarían para inversión en cultivos de palma de aceite, 201093

Encasillado 2. Productos que no aplicarían para la inversión en cultivos ofrecidos por algunas instituciones bancarias, 2010.....207

LISTA DE ANEXOS

ANEXO A: FORMATO DE ENCUESTA DIRIGIDA AL ÁREA FINANCIERA DEL SECTOR PALMICULTOR	198
ANEXO B: PRESUPUESTOS Y FLUJO DE CAJA DEL ESTABLECIMIENTO DE UNA HECTÁREA DE PALMA DE ACEITE	201
ANEXO C: FLUJO DE CAJA DEL INVERSIONISTA	206
ANEXO D: PRODUCTOS QUE NO APLICARÍAN PARA LA INVERSIÓN EN CULTIVOS OFRECIDOS POR ALGUNAS INSTITUCIONES BANCARIAS, 2010	207
ANEXO E: TABLA DE AMORTIZACIONES PARA UN CRÉDITO LÍNEA DE FINAGRO	212
ANEXO F: ESTRUCTURACIÓN FINANCIERA DE TÍTULO VALOR PARA LA FINANCIACIÓN DE CULTIVOS DE PALMA DE ACEITE	213
ANEXO G: FLUJO DE CAJA DEL INVERSIONISTA CON LA NUEVA ESTRUCTURA DE FINANCIACIÓN.....	214

INTRODUCCIÓN

El sector palmicultor ha tenido un notable crecimiento de la áreas sembradas no sólo a nivel nacional sino también a nivel mundial, según el Anuario estadístico de Fedepalma, Colombia pasó de 18.000 hectáreas en 1960 a tener en el 2007, 316.402 hectáreas, lo que lo ha llevado a ser el sexto productor de palma aceitera en el mundo y el cuarto lugar en rendimiento después de Malasia, Nueva Guinea e Indonesia. Este crecimiento ha sido sustentando a la también progresiva demanda mundial por los derivados del aceite de palma en las industrias alimenticia, farmacéutica, química, cosmética y más recientemente la energética.

Para lograr un crecimiento de 35% en promedio anual durante estos 47 años, ha sido necesario recurrir a diferentes fuentes de financiación, básicamente al crédito agropecuario que trae consigo limitaciones en términos de disponibilidad, acceso, costo, condiciones de amortización, entre otros. Esta situación ha llevado al sector a la búsqueda de nuevos instrumentos para la financiación de sus nuevas siembras, y otras inversiones de capital como renovación de cultivos, construcción de plantas extractoras y plantas para la producción de biodiesel.

Dentro de estos nuevos instrumentos del mercado de capitales se implementó un esquema de titularización promovida por algunos palmicultores en mayo de 2005. Sin embargo, algunos errores y omisiones en el diseño y ejecución de la misma contribuyeron probablemente a temprana suspensión de nuevas emisiones de títulos de similares características.

En atención a lo anterior, a lo largo del proyecto se realizó un diagnóstico sobre los requerimientos de financiación a partir de nueve empresas cultivadoras de palma, se estudió la oferta existente de financiación para el sector, los problemas que afectaron dicha titularización partiendo de su diseño estructural, para finalmente proponer dos instrumentos de financiación a través del mercado de capitales.

1. PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA

Las empresas en general requieren estructurar la financiación de sus gastos de capital, ya sea para generación de caja, pago de compromisos de dividendos, nuevas inversiones o nuevos proyectos; para ello cuentan con diversas fuentes de financiación como lo son sus fondos internos, emisión de acciones ordinarias, emisión de deuda a corto o largo plazo que puede hacer de manera pública o privada, puede buscar entre otras alternativas como ofertar los bonos ordinarios en el mercado de capitales o adicionalmente recurrir a las instituciones de crédito. Hacer uso de uno u otro mecanismo de financiación, depende de los requerimientos del sector, del tipo de empresa, el modelo de negocio particular de la empresa, de la situación actual del mercado, de los costos, de las limitaciones que imparten los agentes crediticios al uso de los recursos de la empresa, de las garantías, de los riesgos, y obviamente de los flujos de caja futuros que la empresa compromete para la amortización y pago de intereses del instrumento financiero.

El sector palmicultor no ha sido ajeno a esta situación, para lograr su expansión, como lo reseñó Pardo (2000), desde finales de los años 50 se ha tenido evidencia de créditos para capital de trabajo con plazo de 10 años, 5 años de gracia y tasas preferenciales de interés. Sin embargo, los montos de financiación eran realmente bajos y los costos se fueron incrementando a medida que se aumentaban las tasas de inflación, lo cual trajo consigo la utilización de recursos propios de los agricultores y recursos internos que generaban las mismas explotaciones, es decir que, cada vez se ha ido disminuyendo el uso del crédito bancario como instrumento de financiación debido a que las condiciones ofrecidas no se ajustan a las demandas del sector.

Desde hace un par de años, el sector cuenta con diferentes entes estatales y privados encargados de fondear los requerimientos de capital de trabajo e inversión a través del crédito agropecuario, con el Fondo para el Financiamiento del Sector Agropecuario (FINAGRO) a la cabeza como principal proveedor de recursos, garantías e incentivos, dentro de los cuales se encuentra el Incentivo a la Capitalización Rural (ICR), el Fondo Agropecuario de Garantías (FAG), la banca privada y la Bolsa Nacional Agropecuaria (BNA), entre otros; sin embargo se siguen experimentando problemas en el acceso al crédito en razón a la aversión que se tiene para financiar inversiones en el sector agropecuario debido a la múltiple exposición a riesgos, como por ejemplo, las temporadas de sequía o de lluvias y las enfermedades fitosanitarias, la dificultad de constituir garantías para los bancos, los costos de los créditos en cuanto a las tasas de interés, los plazos no se encuentran acordes a los cultivos de tardío crecimiento como lo es la palma de aceite y lo más complicado, que no se tienen en cuenta la capacidad de cada emprendimiento para generar flujos de caja futuros.

A las anteriores dificultades, Cendales (2001) agrega que la Caja Agraria –hoy Banco Agrario– como principal intermediador entre el agricultor y Finagro, presenta problemas de “...delegación de facultades para la aprobación y el desembolso de los créditos en el ámbito regional, la diversidad de criterios para el análisis técnico de los proyectos y los créditos sindicados sobre determinados montos...”; así mismo la Revista Palmas¹ argumenta que “el crédito agropecuario se ha concentrado en usuarios y actividades con necesidades de financiación de capital de trabajo antes que de inversión, y mucho menos si esta última corresponde a proyectos de largo plazo, como la siembra y el procesamiento del cultivo de la palma de aceite” esta situación ha llevado a que el sector demande un ajuste en las políticas de los instrumentos de crédito y así mismo al desarrollo de nuevos mecanismos para la financiación.

Una posible forma de diversificar las fuentes de financiación se encuentra en el mercado de capitales, Clavijo, et al., (2006) lo definen como “conjunto de instrumentos y mecanismos financieros a través de los cuales se logra poner a disposición del sector productivo recursos de inversión de mediano y largo plazo”. Estos mercados mejoran las condiciones para obtener recursos, son llamadas fuentes de financiamiento transparentes debido a que incentiva la competencia, elimina intermediarios lo que se traduce en mayores rentabilidades para los ahorristas, y adicionalmente en ellos es posible obtener fondos a un costo menor que en el sistema bancario, aunque existen coyunturas económicas –como las experimentadas en los dos últimos años– en las cuales el mercado de capitales puede ser igual o un poco más costoso que el sector bancario; dentro de sus funciones se encuentra la transformación de plazos financieros, distribución de riesgos y finalmente propenden por el crecimiento económico de largo plazo en tanto apalanca la economía.

Hasta el momento, el mercado bancario en Europa y Asia por ejemplo, aún sigue siendo de tamaño superior al mercado de capitales, nuestro país no es ajeno a esta situación. Según la Fundación para la Educación Superior y el Desarrollo (FEDESARROLLO) en su seminario “La competitividad de la empresa y su estructura de capital” para el año 2002, el financiamiento de las empresas estaba a cargo del crédito en un 42,2%, mientras que el mercado de capitales sólo financiaba el 4,9% de los requerimientos. Sin embargo, la tendencia ha ido cambiando en los últimos años, entre 1997 y el 2007 según datos de Superfinanciera, BVC, y Banco de la República citado en Clavijo, et al., (2006), los activos financieros susceptibles de ser negociables pasaron a ser del 49,2% del PIB al 85,6%. Así mismo la demanda por instrumentos del mercado de

¹ Revistas Palmas. Bogotá. 2005, vol. 26, no. 3

capitales pasó del 39,7% del PIB al 59,6%, durante estos mismos años, lo cual da cuenta del crecimiento que ha tenido dicho mercado e igualmente su potencialidad en tanto éste ha estado concentrado en títulos de deuda pública, lo cual "...requiere un mayor dinamismo por parte de las emisiones del sector privado..." (Clavijo, *et al.*, 2006). Este dinamismo ya se puede percibir pues según Bancolombia², durante el 2009 las emisiones de deuda privada crecieron en un 61,12% para el sector financiero y en un 401,84% para el sector real, y se encuentran pendientes por emitir 21 billones de pesos de los 27 billones autorizados por la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC).

El mercado de capitales se presenta de múltiples formas, en acciones, bonos, derivados, renta fija, divisas, titularizaciones, carteras colectivas, fondos de capital privado, entre otros; y a su vez cada una de ellas ofrece múltiples opciones en condiciones, plazos, costos, riesgos, garantías, entre otras variables.

La titularización consiste en la conversión de activos ilíquidos o de baja rotación en papeles negociables, básicamente intenta inyectar liquidez a un sector que por sus condiciones propias no se convierte fácilmente en efectivo. En un concepto más técnico expresado por Blanco (2004) mediante una titularización "una entidad originadora transfiere y aísla en un vehículo especial activos de su propiedad que tienen características de iliquidez o baja rotación, o simplemente flujos de caja futuros predecibles, con el objeto de iniciar nuevas operaciones activas o de desarrollar proyectos"; es decir, las empresas o proyectos involucrados en el sector palmicultor, por su lento rendimiento y alta inversión requieren la utilización de instrumentos como la titularización, que ayuden a fondear sus inversiones iniciales para preparación de terrenos, compra de material de siembra, siembra y mantenimiento de lotes, asistencia técnica, entre otros, durante los tres primeros años del ciclo de vida de las palmas en donde no hay producción de fruto.

Otro concepto de titularización lo enuncia Fan *et al.* (2003) como una "manera creativa de recaudar fondos mediante la emisión de valores negociables respaldados por predecibles flujos de efectivo futuros de los ingresos que producen los bienes"; sin embargo es necesario recordar que el cultivo de palma así como todos los productos del agro presentan ciertos limitantes en el momento de proyectar los flujos de caja futuros en tanto se encuentran expuestos al ataque de enfermedades, a condiciones climáticas, a la fluctuación de los precios de venta, lo cual modifica sus ingresos y egresos y a su vez dificulta el compromiso de los ingresos netos futuros para el pago de las obligaciones adquiridas en una titularización.

² BANCOLOMBIA. Evolución mercado de deuda privada (IE&E). Febrero 3, 2010.

El sector palmero en su intento de diversificar sus fuentes de financiación, en el año 2005 estructuró una titularización a través de la empresa Propalma S.A., con lo cual buscaba apalancar sus nuevas siembras, la renovación de cultivos, construcción de plantas extractoras y plantas para la producción de biodiesel, con el uso de los propios activos del sector como garantía y entendiéndose la titularización no sólo como un “extraordinario complemento para el financiamiento de largo plazo”³, sino también como un instrumento de costo competitivo con respecto a las demás alternativas de financiación disponibles en el mercado. Sin embargo, para el año 2008 se detectaron algunos problemas debido a incumplimientos en las metas de producción de algunos de los palmeros titularizados, adicionalmente otro de los palmeros decidió “redimir anticipadamente sus obligaciones y salir de la titularización atribuyendo su salida a lo que denominó engorrosos trámites administrativos” (Propalma, 2008) y por último se endurecieron las condiciones para las empresas titularizadas –cultivos y plantas extractoras- con el fin de evitar los retrasos en los pagos; estos acontecimientos evidenciaron las fallas en dicha estructuración de la titularización palmera y por ende se suspendieron las emisiones faltantes, lo cual trajo consigo una repercusión financiera para Propalma en tanto sus activos estaban compuestos en gran volumen por los diferidos provenientes de los esfuerzos realizados para la titularización y para que ésta fuera calificada en grado de inversión.

La experiencia adquirida por el sector con esta titularización y los crecientes requerimientos de capital para financiación de inversiones en el sector palmero, sustentados no solo en los incrementos de la demanda, -se estima que para 2010 la demanda local asciende a 900 mil toneladas⁴ mientras que la producción total en el 2009 fue de 800 mil toneladas- sino también en las potencialidades de este producto con el desarrollo del mercado de biocombustibles –el año 2009 se finalizó con una mezcla del 5% de biodiesel y 95% en diesel fósil en todo el país y según el documento Conpes 3510 para enero 1 de 2010 se debía iniciar con una mezcla de 10/90-; la revista Palmas (2005) calcula que “en los próximos 20 años el país demandará recursos por cerca de \$125 millones de USD anuales” y por ende confirma la necesidad de encontrar alternativas financieras que permitan el desarrollo sectorial.

³ Palabras del presidente ejecutivo de Fedepalma, Jens Mesa Dishington, durante el lanzamiento oficial de la colocación de los títulos de contenido crediticio para inversión palmera, TIP palmero. Bogotá, 17 de mayo de 2005.

⁴ Declaraciones de Jens Mesa Dishington presidente de Fedepalma, al ingresar el sector palmicultor al programa de transformación productiva que impulsa el Ministerio de Comercio, Industria y Turismo.

Una primera revisión de los instrumentos de financiación disponibles para el sector agrícola en general y palmicultor en específico da cuenta que éstos siguen siendo insuficientes e inadecuados por lo tanto se evidencia de una manera muy insinuada la necesidad de construir una línea base que de fuente primaria recoja la problemática de los palmicultores para el acceso a la financiación de sus proyectos, y así mismo, se realice una lectura más sistemática de la situación en particular de manera que se ajusten a las condiciones actuales del sector y teniendo en cuenta los problemas de estructuración experimentados en la titularización palmera iniciada en el año 2005, se hace necesario conocer: La experiencia financiera de las empresas involucradas en el proceso productivo de la palma africana, estado actual de la oferta de financiación, así como los requerimientos futuros en la estructuración de deuda en cuanto a las fuentes de financiación apropiadas a las necesidades del sector palmero, constitución de garantías acorde a los flujos de caja futuros de cada modelo de negocio, plazos acordes a los exigencias de los cultivos de tardío crecimiento, diseño del esquema de amortización y pago de intereses, accesibilidad a las fuentes de financiación, tasas de interés y costos de financiación ajustados a los de los países competidores en palma de aceite como Malasia e Indonesia, y las posibles ventajas tributarias, que se podrían encontrar si se recurre al mercado de capitales como mecanismo alternativo de financiación al sistema de crédito.

Levantar esta línea base, sería condición para acumular criterios que ayuden a proponer a los palmicultores una alternativa adecuada a las necesidades de sus empresas y se convierta en facilitadora de la toma de decisiones relacionadas con la política de endeudamiento en condiciones de mayor confianza y proactividad, y así mismo, jugar un papel menos reactivo ante los oferentes de recursos financieros gracias a unos mejores niveles en la simetría de información entre las empresas del sector y los oferentes de financiación. Por ello, se propone construir escenarios de contraste para revisar los diferentes productos (oferta real disponible en el mercado bancario y de capitales) y adicionalmente extender ese contraste con una hipotética pero potencial oferta que, se sugiere, puede ser más acorde para las condiciones de las empresas del sector palmicultor.

Los anteriores interrogantes tendrían un carácter subsidiario para la pregunta central:

Evaluadas las alternativas de financiación existentes en los mercados bancarios y de capitales, así como también revisados los principales problemas acaecidos en la primera experiencia en titularización que tuvo el sector palmicultor, y finalmente, ampliadas las herramientas del mercado de capitales según una oferta potencial aún no desarrollada en nuestro país, ¿Cuál de las herramientas del mercado de capitales se ajusta más a los requerimientos de financiación de las empresas palmicultoras de Colombia?

2. ESTADO DE ARTE

En la revisión de investigaciones relacionadas con el desarrollo de productos financieros para el sector agricultor, realmente es escasa la información que se encuentra, pues al parecer la oferta de estos nuevos productos es reactiva y se conforma con base en el conocimiento “informal” del mercado y no responde a esfuerzos investigativos de las entidades financieras. En general las investigaciones que se encuentran son originadas por centros de investigaciones económicas, universidades, asociaciones de agricultores, y principalmente están encaminadas a detectar falencias de las políticas públicas y a proponer medidas necesarias en términos de política financiera; sin embargo no se hallan propuestas para la creación de nuevos productos que satisfagan las necesidades y expectativas de grupos específicos de interés.

Entre las investigaciones encontradas, la única que recoge las percepciones de los agricultores en temas financieros fue la realizada por Koo, Duncan y Taylor (1998) que en una traducción al español su título sería “Análisis del financiamiento de las granjas y administración del riesgo para agricultores estadounidenses”, este estudio fue realizado entre 897 suscriptores de una revista de agricultura de este país, llamada “Top Operator”; entre los objetivos del estudio se pretendió identificar los planes a futuro de los agricultores, examinar la estructura de sus negocios, los servicios financieros a los que acceden, así como conocer las estrategias para administrar los riesgos, y finalmente determinar de dónde provienen los préstamos y cuáles son las preferencias de los encuestados en la selección de entidades que ofrecen recursos de financiación.

Los datos se clasificaron en seis grupos a saber: Demográficos, transferencia intergeneracional, características de la deuda, relación con los oferentes de recursos, proyecciones de expansión del negocio y expectativas de los agricultores frente a los oferentes de recursos. Para facilitar el análisis y como el estudio comprendía productores de diferentes sectores como maíz, soya, algodón, leche, entre otros, estos fueron agrupados de acuerdo al tamaño de la finca o de las hectáreas, al tipo de propietarios (individuales, socios y empresas) y a la región, pues los 50 estados de ese país fueron clasificados en cinco regiones. Es importante resaltar que los resultados de los seis grupos de datos –los cuáles fueron descritos más arriba- fueron contrastados con las variables anteriormente mencionadas (tamaño, tipo de propietarios y región) para verificar si existía alguna diferencia relevante entre los grupos de respuestas.

Las conclusiones del estudio permiten a los oferentes de servicios financieros adecuar “la oferta” a los requerimientos y expectativas en tanto se resaltan percepciones de los encuestados como la importancia que le otorgan a la cobertura de riesgos financieros, así mismo, al hecho que los productores sienten

que tienen una deuda pequeña pero al tiempo, no creen necesitar una deuda adicional, esta contradicción puede representar un punto de partida para el diseño y forma de promocionar nuevos productos de crédito dando a conocer por ejemplo los beneficios tributarios de contraer deuda. Adicionalmente se evidencia la importancia que le otorgan los agricultores encuestados a las relaciones personales con los bancos; pues pareciera que para ellos es muy importante que el gerente del banco los conozca y atienda directamente, y así mismo prefieren recurrir a bancos locales –aunque tengan tasas de interés más altas- a realizar este tipo de negociaciones por internet o por teléfono.

Finalmente cabe resaltar la importancia que le otorgan los agricultores a los mecanismos para asegurar las tasas de interés y así mismo la receptividad por conocer nuevos productos financieros como asesorías en mercadeo, servicios para la inversión, y arrendamientos de equipos.

Dentro de la revisión de investigaciones relacionadas con financiación del sector agricultor, se encontraron estudios de países como Argentina, Zambia, Serbia, y algunos de Mesoamérica entre ellos Guatemala, El Salvador, Honduras, Nicaragua y México; el principal aporte de estos estudios es la detección de fallas y la proposición de soluciones para la aplicación de los mercados financieros rurales, así como la importancia encontrada en las microfinanzas para el crecimiento del sector agropecuario; sin embargo, como se dijo anteriormente, estas investigaciones no recogen de fuente primaria las percepciones de los agricultores.

En esta relación de antecedentes, vale hacer registro del estudio realizado en Argentina por la Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas (FIEL) (2001), que comparó las políticas agrarias de países como Canadá, Australia, Nueva Zelanda y Chile con las de Argentina, para posteriormente recomendar la medidas que podrían resultar más acertadas para asegurar la inversión en capital, la adopción de tecnologías y el aprovechamiento de oportunidades empresariales, lo cual propendería por el crecimiento del sector agropecuario en este país. De manera general la Fundación detecta problemas de infraestructura, de liberalización comercial, de costos de transporte, de costos laborales; y de manera específica en materia financiera aparece la banca pública como responsable del poco crecimiento de la banca privada y por ende la ausencia de oferentes del mercado de créditos y cobertura de riesgos; así mismo, detectan que las tasas de interés resultan demasiado altas para el agro en tanto se presume ser un mercado más riesgoso.

Entre otros problemas encontrados están: El mercado de garantías, falta de instrumentos para la estabilización de ingresos, lento desarrollo de los mercados financieros para el agro en el uso de instrumentos como warrants, leasing y fideicomiso, falta de flexibilidad en los préstamos en cuestión de plazos, ausencia de reglamentación clara para el mercado de futuros, entre otros. Para la

resolución de estos problemas se proponen políticas financieras y bancarias tomadas de la experiencia que han tenido los países comparables en el presente estudio; sin embargo, cabe anotar que dentro de las conclusiones de dicha investigación se entrega la totalidad de la responsabilidad al ente estatal para que diseñe en unos casos y mejore en otros, el marco regulatorio, quedando nuevamente por fuera de dichas políticas las opiniones y recomendaciones que podrían generarse si se tuviera en cuenta al agricultor y a los gremios, así como también a los potenciales oferentes de productos y servicios financieros.

En este mismo sentido se realizó una exploración en donde los autores Deug, Nusselder, Villalobos y Fiestas (2006) realizan un reconocimiento del estado actual de las políticas públicas en relación a los servicios financieros rurales de cinco países (México, Guatemala, Salvador, Honduras y Nicaragua); el desarrollo de la investigación inicia con una definición conceptual de políticas públicas⁵ y así mismo, se amplía el concepto de servicios financieros rurales a la inclusión de otros servicios diferentes al crédito; posterior a la revisión de la situación económica y del estado de las políticas sobre servicios rurales en cada uno de los cinco países, los autores realizan una serie de conclusiones y recomendaciones en la cual aunque predomina el trabajo asignado al Estado, en esta ocasión se incluyen medidas inherentes a la banca comercial.

En el campo de las recomendaciones el estudio realizado por Deug *et al.* (2006) propone que el Estado es el llamado a realizar : Cordinación e integración de políticas, revaloración de entidades locales y reformas que propicien la verdadera intermediación en el mercado financiero rural; promover la integración de las políticas financieras y de desarrollo rural para fomentar un sistema financiero rural eficaz y eficiente; mejorar los marcos regulatorios para los diferentes tipos de entidades financieras presentes en las zonas rurales, enfatizando la creación de mecanismos que promuevan el ahorro y las remesas; reconocimiento de la diversidad de organizaciones y el importante papel que juegan las organizaciones locales, generalmente de autogestión, en la provisión de finanzas rurales para la población marginada; clarificar el rol del Estado en la promoción de los servicios financieros rurales; lograr una mayor vinculación entre las políticas públicas de desarrollo rural que inciden en el tema financiero y las políticas financieras; necesidad de controlar y reducir los riesgos propios de las actividades agropecuarias mediante el uso de mecanismos facilitadores tales como: La promoción de seguros de cosechas, el desarrollo de sistemas de comercialización que contemplen agricultura por contrato⁶, o la creación de sistemas de

⁵ De acuerdo a la definición de los autores, políticas públicas son el conjunto de decisiones plasmadas por el gobierno actual o por gobiernos anteriores, expresadas mediante un acuerdo explícito de documento de política o mediante la implementación de programas o proyectos orientados por el Estado.

⁶ Generalmente, los contratos son administrados por compañías oferentes de productos financieros

financiamiento que fortalezcan las cadenas de valor agregado y aseguren la liquidez y los flujos de efectivo.

En cuanto a las actividades a realizar por las entidades que no hacen parte del Estado, pero que desarrollan un papel protagónico en la profundización del sistema financiero rural en estos países de Mesoamérica se encuentran: Acceso de la banca formal para la población con mayores restricciones presupuestales, fomentar el buen funcionamiento de las instituciones financieras no bancarias; reconocimiento del papel que juegan las organizaciones locales en las zonas rurales, generalmente de autogestión y/o de propiedad compartida como organizaciones de productores, bancos comunales y cajas rurales (entre otros), sobre todo en las áreas más lejanas; fortalecimiento de la capacidad administrativa y de gestión financiera de los operadores (ONGs, cajas rurales, organizaciones de productores y asociaciones de desarrollo local con componentes financieros).

Entre otras recomendaciones en las cuales se demandaría un trabajo conjunto con el Estado, se encontraría la promoción de la inclusión de los pequeños productores en las cadenas de valor mediante programas para mejorar la gestión empresarial en organizaciones de productores, ampliar el acceso a asistencia técnica, innovaciones en la comercialización y financiamiento para inversiones y renovaciones agro-productivas.

En estos dos esfuerzos investigativos – el de FIEL y el de Deug, *et al-* se evidencia el interés por asesorar a los gobiernos respectivos en la expedición de normas en materia económica, pues la experiencia ha demostrado que el principal problema de los países no es la falta de recursos naturales, tampoco la incapacidad de los agricultores para gestionar sus negocios, así como la falta de subsidios, ni mucho menos la ausencia de recursos para el agro; al parecer “el verdadero problema son las decisiones en política económica” (FIEL, 2001) lo que ha “condenado” al sector agropecuario a padecer la exclusión financiera de aquellos quienes sus activos no son garantía suficiente para respaldar un crédito.

Como respuesta a la poca gestión de la banca comercial para la conformación de productos dirigidos hacia potenciales clientes de recursos muy limitados, se abre camino la estrategia de las microfinanzas, como –en palabras de Mwanamambo, Salin, Mukumbuta (2007)- “el nuevo paradigma en los préstamos que han tenido éxito en el incremento de los estándares de vida de la población pobre a través de la prestación de servicios financieros”. Se tiene registro de microfinanzas desde la década de los 70’s, el caso que ha tenido mayor difusión ha sido el de Bangladesh a la cabeza de Mohamad Yunus con el Grameen Bank, esta institución ha desarrollado un sistema de microcrédito basado en la confianza. En Zambia por ejemplo, también se ha reconocido la importancia para el crecimiento del sector agricultor y por esto en el American Agricultural Economics Association Annual Meeting del año 2007, se presentó una investigación en la que se examinó

una institución que realiza préstamos para los agronegocios de este país denominada ZATAC, esta organización ha sido reconocida por autoridades como el Banco Mundial como un canal efectivo para incrementar la producción agrícola de Zambia y por tanto la exploración pretendía determinar si los mecanismos de préstamos diseñados por el ZATAC eran similares a los de otras instituciones de microfinanzas en el mundo o por el contrario ellos habían adaptado sus líneas de crédito a los requerimientos de la agricultura Zambiana.

Entre los hallazgos de Mwanamambo *et al.* (2007) fue posible encontrar algunas características como préstamos progresivos y contratos de préstamos a grupos adaptados en algunos aspectos a los requerimientos de crédito agrícola de producción estacional; los préstamos que otorga el ZATAC son de mayores montos y unas tasas de interés más bajas, si se compara con el resto de instituciones. En cuanto a garantías, la institución también utiliza diversas formas de sustitutos como lo hacen otras instituciones de microfinanzas. Adicionalmente cuenta con otros mecanismos como préstamos automáticos con reembolsos ligados a la producción, sanciones de cooperación, producción contratada y prestación de servicios de desarrollo empresarial que con el tiempo incrementa los reembolsos de préstamos y así mismo permita acceder a tasas de interés más bajas.

Exploraciones como ésta, empiezan a mostrar el interés por el desarrollo de productos financieros que involucren los requerimientos de los clientes potenciales –agricultores-, al parecer la filosofía de la institución –ZATAC- la ha convertido en el principal vehículo para incrementar los ingresos de los productores rurales en tanto más del 95% de los usuarios son productores de pequeña escala que se encuentran organizados en cooperativas; sin embargo y a pesar de los esfuerzos de instituciones como ésta, aún es tímido el desarrollo de nuevas instituciones que desarrollen productos financieros innovadores como nuevas fuentes de financiación; aunque en estudios como el realizado en Serbia por Bozic, Muncan y Bogdanov (2009) ya expresan la necesidad de establecer mercados financieros más eficientes y adaptados a las necesidades del sector agrícola, así como un ajuste institucional y organizacional.

El documento de Bozic *et al* (2009) elaborado para 113th EAAE Seminar “The role of knowledge, innovation and human capital in multifunctional agricultural and territorial rural development” explica las alternativas de financiamiento con las que cuentan los agricultores en Serbia luego del cambio a una economía de mercado; existen cuatro fuentes de financiamiento: El Ministerio de Agricultura, Forestal y Agua el cual tiene líneas de corto plazo para capital de trabajo y de largo plazo para inversión en riego, maquinaria, huertos, invernaderos e inversión en producción ganadera; adicional a los recursos del Ministerio es posible acceder a créditos bancarios, fondos de desarrollo y compañías de leasing; sin embargo cabe anotar que los autores concluyen que estos recursos no son suficientes en monto y condiciones para el sector agrícola resaltando la importancia de introducir

un mercado de capitales que permita la ampliación de las fuentes de financiación, similar a lo que en México han denominado el “nuevo paradigma”.

En exploración realizada por Emmanuelle Bouquet (2007) titulado “Construir un sistema financiero para el desarrollo rural en *México*: Nuevos papeles para el Estado y la sociedad civil”, la autora realiza una revisión de las tendencias mundiales de los últimos veinte años relacionadas con la promoción de las finanzas rurales, esta promoción inicia con la provisión de crédito agropecuario subsidiado, para finalizar en el “nuevo paradigma” que se dirige hacia la construcción de mercados financieros rurales. Luego de la revisión en el ámbito mundial Bouquet encuentra que en México esta promoción se dio en tres etapas. La primera etapa fue hasta finales de la década de los 80’s en la cual se quiso asegurar un acceso masivo a crédito agropecuario subsidiado, donde el Estado intervenía con el fin de corregir las fallas del mercado (en materia de garantías, riesgos, y costos de transacción) y así mismo suplir la falta de interés del sector bancario tradicional en este segmento. A partir de los 90’s se promueve el libre juego de los mercados privados lo cual ocasiona una disminución en la cobertura y mayor desigualdad al acceso, pues todavía para la banca privada no había motivaciones para participar activamente del mercado financiero para el sector rural. Finalmente la tercera etapa comienza a finales de los 90’s y principios de este nuevo siglo donde se fomenta la construcción de mercados financieros rurales, se realiza una revisión de la demanda de servicios financieros, las instituciones de intermediación financiera, la importancia de la sociedad civil y la banca de desarrollo en la construcción de este “Nuevo Paradigma” en este país.

Como conclusiones del estudio se encuentran avances en materia de “diversidad de instrumentos y programas con adaptaciones de acuerdo a las circunstancias nacionales”, igualmente se destaca la participación de instituciones financieras no bancarias, de microfinanzas y las cooperativas financieras rurales; sin embargo se recomienda, incrementar la presencia de instituciones de intermediación financiera en zonas rurales, así como innovar en el diseño de productos como microcrédito, ahorro, remesas y microseguro de vida, crédito agropecuario, y crédito para inversiones productivas; es decir, a pesar que en México ya se han iniciado procesos de renovación de su sistema financiero, aún hace falta trabajar en el diseño de productos que contemplen las necesidades de los clientes finales.

En Colombia la investigación agropecuaria ha estado encaminada a alinear al Estado con lo privado, por parte del Estado se encuentra la Corporación Colombiana de Investigación Agropecuaria (CORPOICA) y el Ministerio de Agricultura y Desarrollo Rural (MADR) y de otro lado se encuentran las actividades de investigación realizadas por las asociaciones de productores; aunque según estudio realizado por Beitema, Romano y Pardey (2000) el 47,6% del presupuesto ha sido asignado para investigación agrícola –mientras que la ganadería fue del 20,8% y el resto del presupuesto está distribuido en silvicultura, pesca, poscosecha, recursos naturales, entre otros-, los campos de investigación se han

concentrado en mejora genética de cultivos, control de enfermedades y plagas, y otros cultivos y se evidencia poca asignación de dicho presupuesto a investigaciones de corte financiero para el sector agricultor.

De otro lado la política sectorial se encuentra basada en cuatro ejes fundamentales: Inversión y financiamiento, investigación y desarrollo tecnológico, comercialización, y finalmente desarrollo rural. Existen diversos programas que giran en torno a estos ejes y básicamente en temas financieros se podrían nombrar: Seguros de índices climáticos, el Programa Especial de Microcrédito Rural cuyo objetivo es desarrollar un mercado de servicios financieros en el sector rural especializado en capital de trabajo e inversión para el desarrollo de actividades de producción o de servicios en el medio rural, coberturas cambiarias, y crédito a través del Fondo para el Financiamiento del Sector Agropecuario (FINAGRO) donde también se puede acceder al Fondo Agropecuario de Garantías (FAG), al Certificado de Incentivo Forestal (CIF), el Incentivo para la Capitalización Rural (ICR), los Programas Especiales de Fomento como el Crédito Asociativo, Agricultura por Contrato y las Alianzas Estratégicas y finalmente el Agro Ingreso Seguro (AIS).

De acuerdo con el estudio realizado por Santiago Perry para la Secretaría General de la Comunidad Andina, en cuanto a estrategias de financiamiento en Colombia plantea que aunque en “muchos países se han desarrollado esquemas institucionales especializados para el sector, o políticas de financiamiento especialmente dirigidas a él” todavía el trabajo se debe encaminar a “resolver las dificultades actuales de acceso a los créditos, de adecuación de las líneas a las condiciones de la producción agraria, de reducción de los costos de transacción, de financiación de largo plazo”. En general el autor realiza recomendaciones que conducirían a mejorar el acceso a fuentes de financiación por parte de los actores pertenecientes al agro colombiano, sin embargo no se cuenta con evidencia empírica que respalde estas afirmaciones.

Desde la academia, cabe resaltar los esfuerzos del Grupo de investigación de finanzas y banca EAFIT, este grupo cuenta con dos proyectos relacionados con el agro, el primero es titulado “Derivados Financieros para el Sector Agropecuario en Colombia” en el cual se estudia este mercado como una alternativa de financiación y el segundo “Valoración de opciones para el mercado agropecuario Colombiano”, que propone usar las opciones como instrumento para suavizar el riesgo de precio en el sector agropecuario; a partir de estas dos exploraciones ya se encuentra algún interés por relacionar finanzas - agropecuario – investigación. La Universidad Nacional a pesar que representa una de las instituciones educativas que mayor aporte realiza a la investigación agropecuaria, en el campo financiero se tiene conocimiento únicamente de dos estudios: “Proyecto de titularización forestal en el área de influencia de Procuencia” el cual fue elaborado como tesis de grado en la ciudad de Manizales y en la actualidad se encuentra en ejecución el

proyecto titulado “Elaboración de un texto investigativo de gestión y finanzas de empresas agropecuarias” a cargo del docente Giovanni Muñoz Puerta.

Si se revisa la investigación en Colombia en el sector específico de la palma de aceite es obligado revisar el trabajo realizado por la Federación Nacional de Cultivadores de Palma de Aceite (FEDEPALMA), quienes de la mano del Centro de Investigaciones en Palma de Aceite (CENIPALMA) son los encargados de generar conocimiento a partir de investigación aplicada, investigación adaptativa, y capacitación. CENIPALMA se ha destacado por sus investigaciones en plagas y enfermedades que atacan el cultivo, suelos, mejoramiento genético, fisiología, plantas de beneficio, entre otras; sin embargo se detecta una total ausencia de esfuerzos investigativos de corte financiero que apalanquen los resultados de la investigación científica y tecnológica de manera que permitan la toma racional de decisiones en tanto a nivel empresarial se administran recursos finitos que se ven afectados por factores dinámicos de los diferentes riesgos a los cuales una empresa o proyecto se encuentran expuestos.

Se reconocen exploraciones como la realizada por Myriam Conto Posada en el que estudia el financiamiento de las actividades de desarrollo tecnológico de los palmicultores a través del Fondo de Fomento Palmero, y así mismo múltiples artículos en los cuales se destaca la importancia en encontrar alternativas de financiación para los palmicultores, pero hasta ahora no se encuentran estudios respaldados por ejercicios de investigación de corte académico.

La revisión de las investigaciones en materia de financiación al sector agricultor desde un contexto externo e interno, revelan que no se tiene en cuenta la experiencia de los agricultores (clientes potenciales) en el momento de diseñar productos financieros dirigidos al sector; en este sentido la oferta es reactiva y carece de insumos investigativos para que ésta sea refinada y considere de una mejor forma los requerimientos, ausencias, preferencias, necesidades de los más interesados en acceder a fuentes de financiación. Las conclusiones de las investigaciones se dirigen a la necesidad de ampliar la oferta, promover el crecimiento de los mercados financieros rurales, innovar en productos financieros, pero no se encuentran esfuerzos investigativos que conduzca a diseñar una oferta a partir de los requerimientos del mercado y que verdaderamente solucione los problemas de los agricultores en general y los palmicultores en particular.

3. OBJETIVOS

General:

Establecer cuál instrumento dentro del mercado de capitales, es el que más se ajusta a requerimientos de financiación de las empresas palmicultores de Colombia.

Específicos:

- Caracterizar los instrumentos actuales de financiación disponibles para el sector palmicultor.
- Analizar la estructuración de la titularización palmera como fuente de financiación del sector.
- Identificar el producto financiero que mejor responda a las condiciones que requiere el sector palmicultor Colombiano.

4. JUSTIFICACIÓN

Dos grandes puntos de vista fundamentan el interés que adquiere el presente trabajo de investigación: Por su aporte académico y por su posible alcance económico-social.

En lo primero, por su contribución académica, es necesario registrar que la revisión de los antecedentes investigativos, permitió establecer que es poca la investigación referida a los mecanismos de financiación del agro, vacío que se profundiza cuando se dirige la mirada específicamente hacia el sector de la palma. En efecto, para el agro hay estudios que, inquietos por las políticas públicas, buscan identificar fallas y proponer correctivos: Configuración de mercados financieros rurales; desarrollo de la estrategia de microfinanzas. Para el sector de la palma la investigación ha puesto el acento en temas de mejora genética y control de plagas y enfermedades. Se concluye que el asunto del financiamiento del agro y más concretamente de empresas relacionadas con la palma poco ha llamado la atención, situación que se ilustra con lo siguiente; mientras que en Estados Unidos figura un estudio sobre la forma en que se financian los agricultores, sus gustos, preferencias y requerimientos, para Colombia no hay registro de ningún esfuerzo de investigación preocupado por estos temas en que se relacionan finanzas y agricultura.

El párrafo anterior señala una necesidad para la academia: Para el medio colombiano se requieren trabajos que ilustren las condiciones de operación de las empresas agrícolas y específicamente en la palma en tanto este sector se hace parte de los temas en política sectorial, de tal forma que la toma de decisiones alrededor de los proyectos y sus posibilidades de financiamiento tenga un mejor respaldo de información y minimice el riesgo de incurrir en desaciertos. En tal sentido se reseña la importancia de la presente investigación que busca aportar en la superación del vacío detectado tras incrementar el acervo conceptual, mostrar rutas para eventuales futuros estudios, plasmar realidades y proponer productos financieros coherentes con tales realidades.

Un segundo punto de vista que justifica esta investigación complementa su importancia académica, según se dejó argumentado, y tiene que ver con su relevancia económico-social.

De acuerdo con el estudio titulado “*The World Competitiveness Report*”, en el ranking desarrollado para el año 2008 -2009, Colombia ocupa el puesto 74 de 134; esta clasificación se obtiene de la ponderación de 12 pilares que el World Economic Forum (WEF) enuncia como fundamentales para el logro de la competitividad internacional; dentro de estos 12 pilares se encuentra la “sofisticación de los mercados financieros” (pilar 8) y advierte que se requiere un

sector financiero eficiente que permita emplear de forma productiva los recursos de los inversionistas tanto nacionales como extranjeros; canalizando así fondos de financiación hacia proyectos emprendedores o de inversión que combinen tasas de rendimiento esperadas altas con una baja exposición al riesgo.

En línea con el requerimiento del WEF, se ubica Echeverry *et al.*, (2008) cuando sostiene que “un mercado de deuda privada profundo y líquido le ofrece a los prestatarios una mayor flexibilidad para obtener fuentes de financiamiento, así como alternativas para obtener capital de largo plazo que empate con necesidades de gasto de largo plazo”. Estos instrumentos alternos para obtener liquidez se caracterizan por su fácil acceso, sus costos ajustados a los niveles internacionales, la transformación de plazos financieros, la transferencia de riesgos, la mejora en la estructura de pasivos de la empresa pues se incrementan y diversifican sus fuentes de recursos disponibles, el fortalecimiento de la imagen corporativa, lo cual conduce a la ampliación de las opciones de inversión en cuanto a tipo de activos, términos de rendimiento, costo, flexibilidad, riesgo y duración.

Ni Echeverry *et al*, ni el WEF, ni “*The World Competitiveness Report*” hacen alusión a un sector económico en particular; no obstante se tiene establecido que los proyectos en palma de aceite cada vez se han hecho más interesantes para inversionistas y productores gracias al dinamismo que este producto ha tenido a nivel mundial, no sólo como materia prima para el sector alimenticio, químico y aún más reciente para el biodiesel; sino también porque se ha convertido en política gubernamental el fomento -a través de diferentes figuras- a la expansión del área sembrada -hoy se cuenta con 350.000 hectáreas y se dice que la frontera agrícola en Colombia llega a cinco millones de hectáreas-, y más recientemente – diciembre de 2009- fue incluido junto con camaronicultura; carne bovina; cacao, chocolatería y confitería; dentro de los cuatro sectores que ingresaron al programa de transformación productiva del Ministerio de Comercio, Industria y Turismo, con el objetivo de realizar un “trabajo conjunto para internacionalizar los cuatro sectores del agro” (Revista Dinero #342).

A pesar de los anteriores esfuerzos, en el sector de la palma ni tampoco en el país, se ha evidenciado un desarrollo de fuentes de financiación dentro del mercado de capitales, a tal punto que para el reporte mundial de competitividad mencionado anteriormente, Colombia ocupa el puesto número 81 de 134 en el pilar número 8, mientras que países como Malasia e Indonesia ascienden a los puestos 16 y 57 respectivamente, lo cual se puede soportar en la existencia dentro de Bursa Malaysia de los productos FCPO (Crude Palm Oil Future) que corresponde al mercado de futuros de aceite de palma crudo el cual tiene una denominación en la moneda de ese país “Malasia Currency Moneda Ringgit (MYR)” y aporta una

liquidez al mercado de USD\$ 80 millones anuales⁷; así como también el producto FUPPO (Usd Crude Palm Oil) que responde a las necesidades de liquidez pero su denominación es en dólares.

Según el Ministerio de Agricultura y Desarrollo Rural (MADR), para el año 2007, el sector generó 54.000 empleos directos en toda la cadena productiva que incluye cultivo, transporte, plantas de beneficio, insumos y servicios. Esta cadena productiva en sus tres eslabones principales: Producción, beneficio e industrial, demanda mano de obra para preparación de suelos, siembra, mantenimiento, cosecha, procesamiento, transformación, comercialización, y mercadeo.

De acuerdo a un estudio realizado por el Centro de Estudios Regionales Cafeteros y Empresariales CRECE (2003), el sector actúa como dinamizador de la economía regional, pues se evidencian mejoras en los indicadores de empleo, educación, NBI, seguridad social, en las regiones donde se localizan actividades propias y derivadas del cultivo de palma de aceite. El estudio compara los cambios significativos entre los años 1993 – 2002 en variables como demografía, empleo, educación, pobreza, y concluye que por ejemplo en términos de empleo se identifican bajas tasas de desempleo cuando se compara con el total nacional, es decir los municipios palmeros presentan menos tasas de desempleo que las prevaletentes para el país; adicionalmente reporta que “la agroindustria de la palma de aceite no solo genera ingresos mayores que el resto de las actividades económicas, sino que además estos mayores ingresos se distribuyen más equitativamente que los del sector rural colombiano” (Perfetti del Corral, *et al.*, 2003); en educación también se presentan diferencias estadísticamente significativas en asistencia escolar y en nivel educativo; en cuanto al bienestar de los hogares palmeros, el estudio reporta que éstos tienen mejores condiciones de vida que los no palmeros.

El crecimiento experimentado por el sector, sumado a las mejoras en las condiciones económicas de la población de las regiones asociadas con el cultivo de palma de aceite, la demanda constante del aceite de palma y sus derivados, y la política de biodiesel adoptada en nuestro país, se constituyen en focos de interés que sustentan la importancia económica y social de esta investigación, en tanto es evidente la necesidad de diseñar nuevos instrumentos de financiación tanto en el mercado de valores como en el mercado cambiario, medidas que a futuro contribuirán a mejorar uno de los pilares básicos para lograr la competitividad en nuestro país.

⁷ De acuerdo a información de la Bolsa Nacional Agropecuaria reportada para XXXVII Congreso Nacional de Cultivadores de Palma de Aceite

5. MARCO TEÓRICO

5.1. COSTO DE CAPITAL Y ESTRUCTURA FINANCIERA

Según (Brealey *et al.*, 2006) fueron Modigliani y Miller (M&M) quienes en 1958 introdujeron el concepto de costo de capital complementado por dos supuestos o proposiciones; el primero, bajo una economía de certidumbre, plantea que “las decisiones de financiación son irrelevantes en los mercados de capitales perfectos”; el segundo asume que el ámbito empresarial se desarrolla bajo incertidumbre; por ello, es necesario incorporar las diferentes contingencias de las empresas, los proyectos, las inversiones, como también las referidas al pago de impuestos o a la reducción de costos vía subsidios; en razón a lo anterior M&M plantean: “...el tanto de rentabilidad que pueden esperar recibir de sus acciones aumenta si aumenta el ratio deuda-recursos propios”. Significa, para el interés de accionistas y directivos, que el retorno sobre el patrimonio es creciente y proporcional al nivel de apalancamiento; por tanto, se requiere un cuidadoso estudio del costo de capital que permita la toma de decisiones de combinación de deuda/capital.

Brealey *et al* (2006), definen el costo de capital de una empresa, como la “...rentabilidad esperada en una cartera formada por todos los títulos emitidos por la empresa. Es el coste de oportunidad por invertir en los activos de la empresa”. Otros autores como Hall y Jorgenson (1967) y Auerbach (1983) citados en Gale y Orszag (2005), puntualizan que el costo capital es el “retorno mínimo que la firma necesita para cubrir depreciaciones, impuestos y el costo de oportunidad de los fondos usados para financiar el proyecto”. Otra noción que complementa los conceptos de los anteriores autores es la expresada por Van Horne y Wachowicz (2002) “el costo general de capital de una empresa es el promedio proporcional de los costos de los distintos elementos del financiamiento en una compañía” sean éstos deuda, acciones ordinarias y/o preferentes, arrendamientos financieros, bonos, bonos convertibles en acciones, entre otros diferentes instrumentos disponibles; los autores agregan que esta tasa adicional tiende a expresar el “rendimiento requerido que satisfará a todos los proveedores de capital”. El costo de capital se asemeja a una tasa de oportunidad porque refleja el retorno adicional tras elegir invertir en la opción X y renunciar a invertir en la opción Y.

Adicionalmente, el costo de capital también es utilizado como criterio de aceptación en el momento de decidir la viabilidad de un proyecto, lo cual, acompañado de otros criterios de evaluación lograrán determinar si hay creación o destrucción de valor. Es decir, en la toma de decisiones se debe tener en cuenta la capacidad de un proyecto o empresa de retornar “al menos” la rentabilidad ofrecida por el mercado para una inversión de cero riesgos.

El costo de capital es tema de interés de las finanzas corporativas; éstas han aportado teorías acerca de la importancia de conocer el costo de capital promedio ponderado (CCPP ó WACC por sus siglas en inglés) de la empresa, como indicador a considerar al tomar decisiones en torno a la estructura óptima del capital. El término fue introducido inicialmente por Modigliani y Miller, Bodie y Merton (2003) y conceptualizan el CCPP ó WACC como el “promedio ponderado del costo del capital accionario y del costo de la deuda después de impuestos. Las ponderaciones son los valores del mercado de capital y la deuda como una fracción del valor presente del proyecto.”. Para conocer el CCPP es necesario conocer el costo de los recursos propios que a su vez se encuentran determinados por los riesgos asociados al sector –comúnmente llamados betas- y la rentabilidad mínima requerida por los inversores, más una ponderación del costo de la deuda (interés).

Luego de conocer el CCPP, la empresa está en capacidad de decidir sobre sus fuentes de financiamiento sean éstas internas como utilidades retenidas, proveedores u otras operaciones propias de la empresa; o fuentes externas como el sector bancario, la emisión de bonos o acciones, arrendamiento financiero u otras alternativas agregadoras de valor a través de la estructura financiera o también llamada estructura de capital.

Van Horne y Wachowicz (2002) conceptualizan que “la estructura de capital es la mezcla ó proporción del financiamiento permanente a largo plazo de una empresa representada por la deuda, las acciones preferentes y el capital en acciones ordinarias”; complementan el concepto afirmando que la estructura óptima del capital es aquella que “reduce el costo de capital de la empresa y por lo tanto, aumenta al máximo el valor de la misma”. En este sentido, la empresas se enfrentan a tomar decisiones en cuanto a las proporciones de deuda / capital que más les conviene, atentas a la controversia que según (Rivera, 2002) inicia desde el mercado perfecto de Modigliani y Miller, pasa a una teoría moderna de los mercados imperfectos de los cuales autores como Stiglitz, Higgings y Schall advierten acerca de la significancia e insignificancia del costo de las dificultades financieras y de los costos de agencia, tema ampliado por Jensen y Meckling, y Myers entre las décadas del 70 y 80, quienes finalmente concluyen que “el valor de las empresas puede variar a través del endeudamiento por el efecto fiscal y las otras imperfecciones del mercado”.

Aunque la teoría no se aventura a proponer una estructura óptima de capital, si avanza con nuevos aportes teóricos que invitan a incorporar en la toma de decisiones acerca de la estructura de capital, las teorías de información asimétrica de Stein, control corporativo de Aghion y Bolton y las interacciones de

producto –consumo de Opler y Titman⁸, que conducen a los directivos financieros a “focalizar su atención en el estudio del mercado real: características del producto-consumo, el nivel de competencia sectorial, como la influencia de la estructura de capital en los resultados de las disputas por el control de las empresas” (Rivera, 2002). La evolución teórica y conceptual acerca de la estructura de capital, ha llevado a concluir que ésta depende del sector y del tipo de empresa, y también de las preferencias de riesgo de los directivos; para éstos, puede resultar útil tomar como referencia las demás empresas del sector y así mismo empresas de tamaños similares por ejemplo; sin embargo, y a pesar de muchos modelos explicativos, no existe una “combinación única” de relación deuda / capital en tanto el ratio de endeudamiento objetivo es dinámico y cambia acorde con las condiciones del mercado.

5.2. ESTRUCTURACIÓN DE LA DEUDA CORPORATIVA

Bodie y Merton (2003) definen la deuda corporativa como “una obligación contractual de la compañía para realizar pagos futuros prometidos a cambio de los recursos que se le proporcionan”; es decir, la empresa compromete sus flujos de caja futuros para responder por las amortizaciones e intereses por las inversiones o préstamos recibidos de terceros, sean éstos de la banca pública o privada, o del mercado de capitales.

Para estructurar la deuda corporativa, Julio *et al.* (2008) argumentan que ésta se encuentra en función de tres categorías: Firm-level, Economy-level y Project-level, las cuales podrían traducirse a niveles de empresa, economía y proyecto. Los autores indican que la estructura de deuda se encuentra en función de la empresa en primer lugar, es decir por el tamaño de la empresa, la naturaleza de sus opciones de crecimiento, los flujos de caja. En segundo lugar se encuentra el estado de la macroeconomía y sus influjos sobre las características de la oferta de deuda. Por último, de acuerdo con el tipo de proyecto, las empresas pueden emitir deuda para financiarlo a través de ella. En síntesis, la deuda corporativa es una importante fuente de financiación externa que permite a las empresas obtener recursos y así mismo crear valor; de esta manera cumple con el objetivo básico financiero: “...maximizar el valor de la empresa es decir, maximizar la riqueza de los propietarios...” ó en otras palabras, “...crear valor ahora y en el futuro...”, pero la estructuración de la misma está sujeta a las categorías anteriormente descritas.

Para la creación de valor a través de la financiación, Bodie y Merton (2003) resaltan tres beneficios que se obtienen a través del apalancamiento: 1) Reducción

⁸ Todos estos autores compilados por Jorge Alberto Rivera Godoy en un cuadro de “evolución de las teorías sobre la estructuración de capital”.

de costos debido a los beneficios fiscales en razón a la deuda y el acceso a algunos subsidios otorgados por el uso del financiamiento –en Colombia el sector agropecuario es subsidiado con el Incentivo de Capitalización Rural ICR-; II) reducción de conflicto de intereses entre administradores –accionistas – acreedores; y III) creación de nuevas oportunidades para los stakeholders o grupos de interés.

Con los beneficios de endeudarse surgen riesgos implícitos a considerar en las operaciones de endeudamiento: riesgo de crédito o también llamado de incumplimiento y el riesgo de insolvencia ó de quiebra. El riesgo de crédito se relaciona con la posibilidad de impago de intereses, amortizaciones; el riesgo de insolvencia que en general se puede originar del riesgo de crédito, se refiere a la imposibilidad de pago de los costos fijos, operativos y financieros en los que se incurre para incrementar la rentabilidad de los activos. En su objetivo de “suavizar” estos riesgos, “las empresas intentan mantener el endeudamiento “justo”: suficientemente alto como para obtener ventajas del apalancamiento pero no tan alto como para llegar a un peligro de no pago” (Rubio, 2006); así mismo, es posible disminuir riesgos si se diversifican las fuentes de financiación, y para ello el esquema financiero ha puesto a disposición de las empresas diversas formas de fondearse tanto en el mercado bancario como en el mercado de capitales.

5.3. MERCADO BANCARIO Y MERCADO DE CAPITALES COMO FUENTES DE FINANCIACIÓN EXTERNA

El sistema bancario está compuesto por instituciones de captación y colocación de fondos y lo conforman los establecimientos bancarios, las corporaciones de ahorro y préstamo, las compañías de financiamiento comercial, las corporaciones financieras y las cooperativas de carácter financiero; como sistema, “adquiere la mayor parte de sus fondos ofreciendo principalmente sus pasivos al público en forma de depósitos” (Fabozzi y Modigliani, 2002) que luego son colocados en productos crediticios dirigido hacia la industria y persona naturales. Usualmente el tamaño del sistema bancario se mide a través de los siguientes cocientes: Activos/PIB, Cartera/PIB y Depósitos/PIB⁹. Otra forma de dimensionar el tamaño del sistema bancario en Colombia es la bancarización que está representada en cuentas de ahorro, cuentas corrientes, crédito comercial, de consumo, de vivienda,

⁹ Según la Federación Latinoamericana de Bancos, FELABAN, los activos bancarios en Colombia registran aproximadamente un 50% del PIB, mientras que el promedio simple de los 13 países latinoamericanos analizados reporta un 60%, ambos porcentajes muy bajos comparados con los países desarrollados en donde se tienen porcentajes superiores al 100%. Igual situación se presenta con el cociente de cartera y depósitos que para los países andinos representa un 25% y 34% del PIB, mientras que países como Australia este porcentaje llega a 115%. (FELABAN, informe de coyuntura de marzo de 2010)

microcrédito y tarjetas de crédito¹⁰. La estrechez del sistema bancario para proveer fondos destinados a que financiar el sector productivo y las necesidades de liquidez para promover la inversión a un bajo costo, se abren como oportunidades para las “entidades financieras no bancarias que serían las encargadas de canalizar los fondos a actividades riesgosas (pero rentables), y que deberían financiarse en el mercado de capitales” (Montilla, 2003).

Diversos autores han validado la importancia que tiene para un país un mercado de capitales amplio, líquido y profundo en términos de mayor asignación y distribución de los recursos económicos, condiciones que luego se convierten en motor crecimiento. Uribe (2007) destaca la importancia de estos mercados porque permiten la diversificación del riesgo en la economía en un momento del tiempo; ofrecen mayores oportunidades de financiación para proyectos innovadores de alto riesgo y altos beneficios esperados; permiten el abaratamiento de los costos de intermediación que se generan al trasladar los recursos desde los ahorradores a los inversionistas y posibilitan una mejor coordinación de los agentes superavitarios y deficitarios dentro del ejercicio económico, a la hora de emparejar las decisiones de ahorrar e invertir.

El mercado de capitales se ha configurado como una alternativa de financiamiento para sustituir obligaciones financieras, reestructurar pasivos, apalancar expansiones, obtener capital de trabajo; para los emisores, la deuda privada les permite acceder a tasas más bajas que en el sistema bancario, mientras que para los inversionistas es una alternativa de diversificar su portafolio sobre todo para quienes todavía conservan grandes proporciones de sus inversiones en deuda pública. En este sentido conviene revisar las herramientas que el mercado de deuda privada tiene a su disposición para fondear las nuevas inversiones, la estructuración de pasivos u otros requerimientos de capital que tienen las empresas.

De acuerdo con la experiencia internacional, el desarrollo del mercado de deuda privada se encuentra directamente relacionado con el desarrollo del mercado de deuda pública, éste es llamado mercado primario y surge de la necesidad que tienen los países de financiar sus obras y planes de desarrollo; Echeverry *et al.*, (2008) identifica al menos cuatro beneficios encontrados en el mercado primario de deuda pública:

¹⁰ De acuerdo a ASOBANCARIA, para Colombia, la bancarización en el sector empresarial tuvo un crecimiento del 251% entre septiembre de 2008 y 2009, esta cifra es positiva si se considera la situación mundial atravesada durante el 2009; para las personas la bancarización llegó al 56,8% y pasó de 16,4 millones en 2008 a 17,1 millones en 2009; a pesar de estos crecimientos, los niveles actuales de bancarización siguen siendo pequeños, situación que es producto de impuestos como el 4 x 1000, la retención en la fuente, los altos costos de administración de los productos bancarios y un margen de intermediación que se considera alto.

- * Funciona como punto de referencia (benchmark) y facilita la valoración de acciones y bonos más riesgosos.
- * Tiene un impacto directo sobre el desarrollo de otros segmentos del mercado, como el mercado de derivados, el cual permite un mejor manejo del riesgo.
- * La profundidad de los mercados monetarios y de bonos influye en la efectividad de la política monetaria.
- * La curva de rendimientos de un mercado de deuda bien desarrollado contiene información importante sobre las expectativas de los agentes del mercado.

En nuestro país los títulos de deuda emitidos por el Gobierno Nacional, se denominan TES y constituyen “los activos financieros más representativos y activamente transados en el mercado colombiano de capitales” (Agudelo y Arango, 2008). La negociación de estos TES ha representado más del 80% del total negociado a través de la Bolsa de Valores Colombia –para el mes de junio de 2009, representaron el 84,22%¹¹-, entre los TES se encuentran los de tasa fija y tasa variable y pueden estar denominados en pesos, dólares, en UVR, y en IPC.

Dentro del mercado de capitales, también se encuentra el mercado secundario “donde los inversionistas y especuladores compran y venden acciones a través de la bolsa de valores o a través del mercado OTC (Over The Counter)” (Echeverry, *et al.*, 2008). En la actualidad existen múltiples emisores de deuda corporativa: entidades extranjeras, juntas directivas, compañías relacionadas con el gobierno y empresas locales, instituciones que, adicional a la oferta de acciones, también ponen a disposición del mercado, bonos, papeles comerciales y titularizaciones.

El mercado secundario está compuesto por el de renta variable, renta fija, derivados y divisas; dentro del denominado como renta variable, se encuentran las acciones las cuales representan propiedad de una porción de la empresa, pueden ser ordinarias o preferentes y la “rentabilidad de la inversión, está ligada a las utilidades obtenidas por la empresa en la cual se invirtió y por las ganancias

¹¹ De acuerdo al Informe Mensual de Mercado publicado por la Bolsa de Valores Colombia (BVC), correspondiente al mes de junio de 2009

de capital obtenidas por la diferencia entre el precio de compra y venta”¹²; la oferta de dichas acciones puede hacerse de manera pública o privada. Adicional a las acciones, dentro de la renta variable también se encuentran los bonos convertibles en acciones -Boceas-, derechos de suscripción y otros papeles que poseen características similares a las acciones.

El mercado de renta fija, como su nombre lo dice, tiene determinada anticipadamente la rentabilidad que otorgará a futuro, según la unidad de tiempo pactada: un mes, un año, diez años. Dentro de éste mercado se encuentran los certificados de depósito a término (CDT) emitidos por los establecimientos de crédito autorizados; también están las repos en renta fija que son operaciones de compraventa de títulos valores; en éstas el comprador se compromete a transferir nuevamente al vendedor inicial, la propiedad de los títulos negociados, en un plazo y condiciones fijadas de antemano en el negocio inicial, operación que requiere autorización escrita del cliente¹³; dentro de la renta fija también se encuentran los bonos que se describen como “títulos valores que incorporan una parte alícuota de un crédito colectivo constituido a cargo de una sociedad o patrimonio autónomo”¹⁴; bonos agrarios, bonos pensionales y bonos de paz son ejemplos de títulos valores que se negocian en la actualidad.

El mercado sobre tasa de interés y divisas son herramientas que permiten a oferentes y demandantes, cotizar y realizar operaciones, contratos y transacciones de tasas futuras, lo cual permite a los participantes disminuir la exposición a la volatilidad de los mismos.

Adicional a los mercados primario y secundario, se encuentra el mercado de derivados, como herramienta para la administración del riesgo; la Bolsa de Valores Colombia lo define como “activos financieros contingentes cuyo precio depende, o se deriva, del comportamiento de otro activo o variable subyacente”; los acuerdos de compra o venta de un activo determinado, se pactan en una fecha futura y a un precio específico; pueden ser considerados como activos subyacentes, acciones, títulos de renta fija, divisas, tasas de interés, índices bursátiles y materias primas, entre otros. El mercado de derivados Colombiano está compuesto por opciones, futuros o forwards y Operaciones a Plazo de Cumplimiento Financiero (OPCF).

¹² Definición de la Bolsa de Valores Colombia (BVC), disponible en: <http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Mercados/descripciongeneral/acciones?action=dummy>. Consultado: Agosto 3 de 2009.

¹³ Definición de los comisionistas de bolsa Serfinco, disponible en: <http://www.serfinco.com/products/repos/rent.asp>. Consultado: Agosto 3 de 2009

¹⁴ Definición de los comisionistas de bolsa Serfinco, disponible en: <http://www.serfinco.com/products/rent/bonds.asp>. Consultado: Agosto 3 de 2009

5.4. INSTRUMENTOS DE FINANCIACIÓN QUE SE NEGOCIAN EN EL MERCADO DE CAPITALES COLOMBIANO

El mercado de capitales se compone de diversos participantes: Oferentes de recursos, demandantes de recursos, comisionistas –quienes transfieren fondos desde los oferentes y los demandantes- y la bolsa de valores que actúa como espacio de negociación.

Desde el lado de la oferta de recursos para invertir se encuentran las compañías aseguradoras, los fondos de pensiones y cesantías, sociedades de capitalización, carteras colectivas y todos aquellos inversionistas que posean exceso de liquidez, y necesiten aprovecharla para obtener nuevos rendimientos. En cuanto a la demanda, son todas aquellas empresas que necesiten financiar sus operaciones de crecimiento, modernización, investigación, entre otras actividades, que requieren grandes cantidades de recursos a manera de financiamiento externo; entre ellas se encuentran las sociedades anónimas y de responsabilidad limitada, entidades cooperativas y sin ánimo de lucro, la nación, entidades públicas descentralizadas, y siguen más. Algunas formas de financiamiento externo, están constituidas por diversos instrumentos como emisión de acciones ordinarias o preferentes, bonos, títulos, mercado de opciones, factoraje de cuentas por cobrar o factoring, entre otras opciones que se podrían encontrar en el mercado de capitales y que ofrecen diferentes costos, y así mismo demandan diversas garantías, lo cual permite a los administradores de las empresas, seleccionar el producto financiero de acuerdo con sus requerimientos.

El mercado Colombiano de capitales o de valores ofrece diferentes instrumentos de deuda, de participación o de tradición que actúan como vehículos para dar liquidez al sector productivo. Estos instrumentos pueden ser de renta fija o renta variable y se transan en el mercado primario el cual “involucra a los inversionistas de valores recientemente emitidos” (Fabozzi *et al*, 2002), y en el mercado secundario “se refiere a la negociación de valores previamente suscritos” (BVC, 2008).

Una breve descripción de los principales valores que se negocian en la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) según la Guía Colombiana del mercado de valores ayudará a la comprensión de la actual situación del mercado y sus posibilidades futuras.

Dentro de los títulos valores de renta fija se puede encontrar:

Deuda Pública: son valores emitidos por entidades públicas, con un plazo determinado para su redención. Los títulos de deuda pública más negociados en el mercado son los títulos de tesorería (TES). También es posible encontrar

bonos pensionales, títulos de desarrollo agropecuario, bonos de deuda pública en dólares.

Bonos: Son valores que representan una parte proporcional de un crédito colectivo a cargo de un emisor, sus rendimientos son determinados desde el momento de su emisión y colocación. No obstante, pueden tener una parte variable, caso en el cual son mixtos. Por ejemplo, los bonos convertibles en acciones. Existen diferentes tipos de bonos: Ordinarios, de riesgo, sindicados, emitidos por organismos multilaterales, hipotecarios.

Papeles comerciales: Son pagarés (promesas incondicionales de pagar determinada suma de dinero), emitidos de forma masiva o serial con el fin de ser ofrecidos en el mercado de valores y, por lo tanto, funcionar como instrumentos de inversión.

Certificados de Depósito a Término: Son valores emitidos por entidades financieras autorizadas para el efecto, que representan un capital recibido por tales entidades y el cual está sujeto a devolución dentro de un plazo determinado al depositante.

Aceptaciones bancarias: Son letras de cambio mediante las cuales una entidad financiera actúa como aceptante y, por lo tanto, obligado directo de las obligaciones respectivas.

Los títulos de renta variable disponibles en el mercado de valores son:

Acciones: Son los valores negociables representativos del capital de una sociedad anónima. Pueden ser ordinarias, preferenciales o privilegiadas y su diferencia se centra en algunos derechos que se adquieren de acuerdo al tipo de acción adquirida

Certificados de depósito de mercancías: Son valores expedidos por los almacenes generales de depósito con el objeto de hacer constar el recibo de bienes que son depositados en ellos, los cuales están destinados a servir como instrumento de enajenación de los bienes representados por los correspondientes valores. Estos valores pueden ser nominativos, a la orden o al portador, pero, en todo caso, deben representar bienes o productos determinados de forma individual o genérica que tengan una misma naturaleza.

Contratos sobre derivados: Instrumentos cuyo valor se desprende de la evolución de los precios de otros activos que se denominan activos subyacentes. Esta definición implica, básicamente, que a diferencia de lo que ocurre en la mayoría de los mercados financieros, en donde las operaciones son de contado o brevísimo plazo, las operaciones con derivados son a mediano o largo plazo y se sujetan a las normas sobre obligaciones a plazo y/o condicionales. Se clasifican

en mercados organizados y mercados OTC o extrabursátiles. Existen básicamente cuatro tipos de derivados básicos: Opciones, futuros, forwards y swaps.

- * Opciones: Contrato por medio del cual una parte (emisor) se compromete a comprar o vender un activo subyacente a un precio preacordado, si durante o al final de un plazo (dependiendo del tipo de opción que se trate), la otra parte del contrato (tenedor) así lo requiere.
- * Futuros: Contrato estandarizado en cuanto a su fecha de cumplimiento, su tamaño o valor nominal, las características del respectivo subyacente, el lugar y la forma de entrega (en especie o en efectivo). Éste se negocia en una bolsa con cámara de riesgo central de contraparte, en virtud del cual, dos (2) partes se obligan a comprar/vender un subyacente en una fecha futura (fecha de vencimiento) a un precio establecido en el momento de la celebración del contrato. Existen diferentes tipos de futuros, sobre Bono Nacional de TES, sobre dólares (COP/USD), sobre el IGBC, sobre acciones, y sobre la tasa de interés.
- * Forwards: Derivado que se formaliza mediante un contrato celebrado entre dos partes, hecho a la medida de las necesidades de éstas, con el fin de comprar o vender una cantidad específica de cierto activo subyacente en una fecha futura, y de acuerdo con las condiciones básicas fijadas por ellas en la fecha de celebración. Se pueden pactar forwards sobre *commodities*, sobre tasa de cambio, sobre tasas de interés.
- * Swaps: Es un acuerdo por medio del cual las partes acuerdan intercambiar flujos de caja de manera periódica de acuerdo con una fórmula predeterminada. En términos financieros, un *swap* corresponde a una sucesión de *forwards* o de futuros. Los tipos de swaps disponibles en el mercado son: Sobre tasa de interés, sobre divisas o monedas, sobre *commodities*, sobre capitales.

Derivados de crédito: Tipo de derivado financiero mediante el cual un agente transmite el riesgo de crédito a otro que está dispuesto a asumirlo. La contraprestación que recibe la parte que ha transferido el riesgo de crédito depende de la ocurrencia de una contingencia incierta (la ocurrencia de un evento crediticio, es decir, que la entidad de referencia incumpla una obligación respecto a uno o más instrumentos financieros).

Fondos de inversión de capital extranjero: Son patrimonios organizados bajo cualquier modalidad, en Colombia o en el extranjero, con recursos aportados por una o más personas naturales o jurídicas, con el propósito de realizar inversiones en el mercado de valores Colombiano. Tales fondos pueden constituirse como fondos institucionales o fondos individuales.

Fondos ADR'S y GDR'S: Los ADR's (*American Depository Receipts*) y GDR's (*Global Depository Receipts*), son títulos o certificados de depósito emitidos en un país distinto al del emisor del ADR o GDR que representan acciones o bonos obligatoriamente convertibles en acciones emitidos por un determinado emisor. Estos certificados se denominan ADR si son colocados en el mercado de Estados Unidos, y GDR si son colocados en mercados extranjeros distintos de los de Estados Unidos.

Operaciones de reporto o repo: Es una venta con pacto de recompra sobre valores, es decir, una operación en la cual una parte (el "Enajenante") transfiere la propiedad a la otra (el "Adquirente") sobre valores a cambio del pago de una suma de dinero (el "Monto Inicial"), y en donde el Adquirente, al mismo tiempo, se compromete a transferir al Enajenante, valores de la misma especie y características a cambio del pago de una suma de dinero ("Monto Final") en la misma fecha o en una fecha posterior previamente acordada.

Operaciones simultáneas: Tienen la misma estructura de los repos. Sin embargo, se diferencian en que el monto inicial no puede ser calculado con un descuento sobre el precio de mercado de los valores objeto de la operación; no puede establecerse que, durante la vigencia de la operación, se sustituyan los valores inicialmente entregados por otros; no pueden establecerse restricciones a la movilidad de los valores objeto de la operación.

Transferencia temporal de valores: Son operaciones en las que una parte (el "Originador") transfiere la propiedad de un número determinado de valores a la otra (el "Receptor"), con el acuerdo de que el receptor los retransfiera en la misma fecha o en una fecha posterior. El receptor, por su parte, debe transferir al originador la propiedad de otros valores o una suma de dinero de valor igual o mayor al de los valores objeto de la operación.

Carruseles: También conocidas como operaciones "por tramos", son aquellas en las cuales existe un compromiso asumido entre varios inversionistas de rotarse entre ellos la posesión de un valor de renta fija, de tal manera que la suma de los periodos en que cada uno de los participantes posee el valor coincide con el plazo total para el vencimiento del título.

Operaciones a plazo: Son operaciones que pactan que el cumplimiento se realizará en una fecha posterior de la que le correspondería si se hubiera realizado de contado y, en todo caso, no después de trescientos sesenta y cinco (365) días calendario. Las operaciones a plazo pueden ser de cumplimiento efectivo o de cumplimiento financiero.

Adicional a los anteriores instrumentos, también se encuentran las titularizaciones, de las cuales se hablará en la siguiente sección.

5.5. TITULARIZACIONES Y TITULARIZACIÓN PALMERA

Una de las herramientas de transferencia de riesgos, con las cuales el mercado de capitales cuenta son las titularizaciones o “securitization”, por su término en inglés; es definida por el diccionario financiero “The street” como el proceso de reunir deuda sea ésta de capital de trabajo, préstamos en el sector bancario, reestructuración de pasivos, inversiones para “empaquetar” esta deuda como bonos, títulos que son vendidos a inversionistas. El capital y los intereses son pagados a los inversionistas en una base regular y el método varía de acuerdo con la clase de título, sea éste sobre una hipoteca, o sobre el activo. Otra definición de titularización aportada por BRC Investor Services (2007), contribuye a entender mejor el concepto:

“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. “

Dentro de las ventajas que ofrece la titularización se encuentran: Profundiza el mercado de capitales: a mayor número de títulos mayor número de participantes; optimiza la estructura financiera; potencializa la capacidad de crecimiento de las empresas; facilita la ejecución de proyectos; soluciona problemas de liquidez; permite la inversión en nuevos proyectos; disminuye las restricciones crediticias pues no consume los cupos bancarios; aumenta la productividad del activo; permite la estructuración a la medida de las necesidades propias. Duport y Viveros (2001) complementan las anteriores ventajas al argumentar que las carteras de activos poco líquidas son transformadas en flujos de caja y recursos que favorecen la operatividad de la empresa; una mayor oferta de papeles favorece el mercado de valores; los inversionistas pueden escoger en un mercado mucho más amplio; el originador o titularizador adecúa la estructura financiera que más le favorezca a sus necesidades disminuyendo su nivel de endeudamiento o nivel de activos fijos improductivos; permite la entrada de nuevos participantes en el mercado público de valores como originadores de los procesos; las

compañías obtienen liquidez a bajo costo; los recursos financieros provienen directamente del público.

Dentro de los esfuerzos por desarrollar el mercado de capitales de nuestro país, en el año 1995 se expidió la resolución 400 de la Superintendencia de Valores, donde se establecieron las normas de emisión y oferta pública de bonos; en el título tercero se expone todo el marco jurídico para las titularizaciones, las modalidades de los nuevos instrumentos, los plazos, entre otros lineamientos; así mismo con la resolución 822-1 de 1999 se determinaron los activos o bienes sobre los cuales pueden estructurarse procesos de titularización:

- * 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
- * Rentas y flujos de cajas determinable con base en estadísticas de los últimos tres años o en proyecciones de por lo menos tres años continuos

De acuerdo con la Superintendencia de Valores, entre 1993 y 2005 se realizaron 141 ofertas de titularizaciones dentro de las cuales, los títulos hipotecarios tuvieron el monto superior – casi el 40% del total-, el segundo lugar fue ocupado por documentos de crédito en el exterior (14,5%), mientras que los productos agropecuarios ocuparon el puesto número ocho de nueve -(2%) del total de los montos aprobados-; las primeras titularizaciones del sector agropecuario se realizaron en el sector azucarero; en el año 2002 el sector ganadero también inició la emisión de bonos.

BRC Investor Service, como calificadora de valores, describe la titularización de activos agropecuarios como “alternativa de financiamiento a la medida”, en tanto es diseñada de acuerdo al monto, plazo, amortización y pago de intereses, alineando las necesidades específicas de cada emisor; adicionalmente, valida la importancia la titularización porque la “emisión estructurada tiene la fuente de pago garantizada por uno o varios activos específicos”, pues se traslada la propiedad del activo subyacente al patrimonio autónomo; sin embargo, este tipo

de herramientas de financiación agropecuaria implica riesgos que pueden desencadenar en el fracaso de la emisión, entre ellos se registran: riesgos de quien compra los bienes, riesgos del originador, riesgos operativos, riesgos legales y riesgos asociados al producto –a este riesgo están más expuestas las titularizaciones agropecuarias porque la calidad de los productos y la productividad de los cultivos, están en función de variables controlables como presiembras y el manejo integrado de plagas y enfermedades (MIPE), pero también dependen de variables no controlables como factores climáticos adversos, y la aparición de plagas devastadoras que por lo general presentan crecimientos exponenciales e imposibilitan su control-.

El sector palmicultor desde el año 2000 inició el proceso de estructuración de los “Títulos de contenido crediticio para inversión palmera –Tip Palmero-”, en cabeza de la empresa Promotora de Proyectos Agroindustriales de Palma de Aceite (Propalma S.A.) como originador, y en alianza con la Federación Nacional de Cultivadores de Palma (Fedepalma), Proexport, Corporación Invertir en Colombia (Coinvertir). Para el año 2005 se realizaron las primeras emisiones, con un plazo de 10 años, una tasa cupón del IPC + 8%, pago de intereses trimestral vencido y cinco años de gracia –a partir del 2010 se iniciará el pago del capital-. En marzo del año 2005 el Tip Palmero obtuvo una calificación inicial –otorgada por BRC Investor Service- de doble A más (AA+), que lo ubicaba en la segunda mejor calificación en grado de inversión, y la perspectiva positiva da cuenta de la proximidad hacia la categoría superior, para el caso significaba que estos títulos estaban cerca de ser considerados AAA para las futuras revisiones o seguimientos.

Una calificación AAA convertiría los títulos en verdadera alternativa de inversión, si se tiene en cuenta que títulos con calificaciones de AA en adelante son atractivos en el mercado; sin embargo, a partir de julio de 2008, pese a que estos títulos habían conservado una calificación positiva, fueron ubicados en perspectiva negativa; la situación tuvo sus orígenes principalmente en la afectación de un cultivo debido a la pudrición del cogollo –una de las principales enfermedades que afecta el cultivo de palma- problema que comprometió los indicadores de productividad de cultivos; adicionalmente otro palmero decidió redimir anticipadamente sus obligaciones y salir de la titularización debido a “engorrosos trámites administrativos”¹⁵. En las siguientes calificaciones (mayo y junio de 2009) se conservó la perspectiva negativa; en diciembre de 2009 la calificación bajó a A, para finalmente pasar en febrero de 2010 a BBB perspectiva negativa, que es la categoría más baja de grados de inversión; no obstante en concepto de BRC Investor Service (2010), “presenta una capacidad aceptable de

¹⁵ Propalma. Informe de Gestión 2007.

repagar capital e intereses”. Tal calificación ha sido sustentada por BRC Investor Service en razón a los siguientes hechos¹⁶:

Hechos Positivos:

- * Mayores ingresos obtenidos por la venta de aceite de palma y menores gastos causados frente a los proyectados al inicio de la titularización por parte del estructurador.
- * La titularización ha mantenido un flujo de caja consistente que le ha permitido cumplir con el pago oportuno de todas sus obligaciones comerciales y financieras, especialmente las relacionadas con los tenedores de los títulos.
- * Se han pagado los intereses cumplidamente y se han hecho las reservas correspondientes para iniciar el pago del capital en el año 2010
- * Cumplimiento en las entregas de fruto y de aceite, lo cual contribuye a la estabilidad financiera del patrimonio autónomo Titupalma.
- * El promedio de productividad de los palmicultores alcanzó las 23,43 toneladas lo cual se considera favorable por cuanto se presentó una mejora respecto del promedio observado el año 2008 equivalente a 20,37 toneladas; este aumento en la productividad de las plantaciones deja señales de recuperación.
- * El flujo de caja del Patrimonio autónomo Titupalma no se ha visto afectado por el incumplimiento de algunos de los criterios técnicos y financieros estipulados en el prospecto de emisión.
- * El flujo de caja del Patrimonio Autónomo evidencia un nivel de coberturas adecuado, que le ha permitido cumplir con el pago oportuno de sus obligaciones.
- * Evolución positiva y creciente de los ingresos del patrimonio autónomo.
- * Organización gremial fuerte y con un alto grado de compromiso que favorece no sólo un constante crecimiento sino el cumplimiento de sus obligaciones.

¹⁶ La clasificación de estos hechos, se realizó a partir de las revisiones y seguimientos realizados por la calificadora del Tip palmero desde el 2005 hasta el 2009.

- * Apoyo y soporte tecnológico, brindado por el centro de investigación Cenipalma.
- * Incremento en el precio nacional e internacional del aceite de palma, dado el auge de la industria de biocombustibles.
- * Fortalecimiento de la industria colombiana de palma, debido su carácter estratégico dentro de los planes de desarrollo agropecuario del Gobierno Nacional.
- * Profundización en la investigación técnica tras los objetivos de maximizar la productividad de los cultivos y minimizar el impacto de plagas y enfermedades.
- * El prepagó parcial de la deuda disminuyó la concentración de los participantes.
- * Efectividad de los esquemas de seguridad contemplados en la titularización.
- * La titularización ha honrado oportunamente sus obligaciones.
- * Todos los fondos del fideicomiso han sido debidamente aprovisionados, lo que ha permitido el pago oportuno a los tenedores de los títulos.

Hechos Negativos:

- * Incumplimiento de criterios jurídicos, financieros y técnicos; éstos miden el desempeño de las empresas titularizadas y ofrecen una perspectiva de permanencia dentro de la titularización para preservar su estabilidad que fueron estipulados en el prospecto de colocación y en el contrato de fiducia.
- * Evidencia del desmejoramiento de las condiciones financieras de los palmicultores participantes; esto aumenta el grado de exposición a los riesgos de desempeño de los palmicultores y así mismo los riesgos asociados a la titularización.
- * Concentración de la titularización en 4 palmicultores quienes poseen una participación superior al 5% individualmente equivalente al 38,01% del total de los derechos de usufructo sobre el monto vigente de la deuda, lo cual incrementa el riesgo de crédito.
- * El 10% de los palmicultores que participa en la titularización, tiene un promedio de producción por debajo del límite.

- * El 20% de las plantaciones titularizadas requieren un mayor control y visitas más regulares debido a la incidencia de la pudrición del cogollo, así como de otras enfermedades como la marchitez letal, el anillo rojo y la marchitez sorpresiva.
- * Dos palmicultores incumplieron sus compromisos lo que ocasionó la cobertura solidaria por parte de los demás palmeros con el fin de no afectar el flujo de caja de Patrimonio Autónomo Titupalma.
- * El incumplimiento de los criterios técnicos y financieros no sólo afectó la capacidad de pago de algunos palmicultores para responder por sus propias obligaciones, sino que limitó la efectividad de mecanismos de garantía como el de la solidaridad entre los palmicultores participantes.
- * La estructura de la titularización cuenta con varios mecanismos legales y operativos previstos para enfrentar diferentes eventualidades con el propósito de preservar su estabilidad financiera y operacional; pese a ello y si bien durante el 2008 los mecanismos operativos y legales en los diferentes contratos fueron activados y probaron su efectividad, fue necesario acudir a otras instancias, negociaciones y/o acciones judiciales, fuera de las contempladas dentro del prospecto de emisión, con el fin de enfrentar las contingencias que se presentaron y así dar cumplimiento a lo establecido en los contratos de la titularización.
- * La reclamación de los seguros debido a los incumplimientos de compromisos por parte de dos palmicultores, no ha sido posible debido a las falencias operacionales y estructurales de las pólizas.
- * Se evidencia una debilidad de la estructura debido a que algunos de los participantes de la titularización no se encuentren calificados; esta situación expone al Patrimonio Autónomo Titupalma a riesgos de contraparte.
- * Las coberturas obtenidas sólo aplican para el nivel de clasificación AA.
- * Exposición a factores de inseguridad propios del país.
- * Volatilidad de factores externos como precios nacionales e internacionales del aceite de palma, de la tasa de cambio, la crisis económica y la inflación.
- * Incertidumbre legal respecto a la independencia del Patrimonio Autónomo frente al desempeño de los originadores.
- * Cada vez más palmeros desean hacer redención anticipada, lo cual aumenta el riesgo de crédito y así mismo la concentración de la titularización.

- * Los contratos Forward contenidos dentro de la estructura se celebraron sin garantía de crédito y no cubren riesgos de contraparte.
- * La cámara de compensación de la BNA no actúa como cámara central de riesgo de contraparte.
- * El desempeño de los participantes en la titularización ha aumentado la probabilidad de incumplimiento de las obligaciones de cada palmicultor.
- * La clasificación financiera de los palmicultores se ha visto deteriorada debido a su desmejoramiento en la generación de EBITDA y por tanto en el flujo de caja libre.
- * La liquidación de Propalma, los costos de la operación y la permanencia en el fideicomiso de altos niveles de liquidez, explican la voluntad de algunos palmicultores de prepagar, lo cual debilitará la estructura.
- * Mayor desviación en términos de participación individual lo que se convierte en un detrimento del mecanismo de diversificación de riesgo.

Los anteriores hechos constituyen evidencia de la innovación promovida por la empresa Propalma S.A. y demás participantes en cuanto al acceso a fuentes de financiación y confirman que al menos en sus inicios “la titularización palmera ha sido la única experiencia exitosa de este tipo de las adelantadas en el país en el sector agrícola” (Propalma, 2008); sin embargo, es necesario relativizar la afirmación porque también hay soporte para concluir que existieron algunas fallas en la estructuración de la misma, las cuales impidieron las emisiones de títulos programados para el 2008 por valor de \$18.185 millones que hacían falta del monto total de la operación, que ascendía a \$50.000 millones.

Instituciones que participan en la estructuración de deuda en el sector palmicultor:

El documento “Conpes”¹⁷ 3447, planteó la estrategia para el desarrollo competitivo del sector palmicultor Colombiano; de igual forma, el mismo organismo en su documento 3510 emitió los lineamientos de política para promover la producción sostenible de biocombustibles en Colombia, bajo la consideración que ha crecido el interés mundial por la reducción de los gases efecto invernadero y con ello un llamado al uso de materiales combustibles optimizadores de la eficiencia energética dentro de los cuales se encuentran el biodiesel y etanol. De acuerdo

¹⁷ Consejo Nacional de Política Económica y Social

con el Ministerio de Minas y Energía, dentro del biodiesel la palma de aceite es la fuente de combustible que tiene mayor eficiencia en la producción energética - para los etanoles, es la caña la que ofrece mayor eficiencia, incluso por encima de la palma-. Los referidos documentos “Conpes” ofrecen el marco conductor de las políticas públicas alrededor del sector palmicultor y por ende, dentro de su marco estratégico ha promovido la creación de herramientas para la estructuración de deuda.

Dentro de los objetivos de política gubernamental trazados por el Conpes, se encuentran: Racionalización de costos, mejoramiento de los rendimientos en la producción y extracción de aceite, acceso a mercados, política de financiamiento y responsabilidad social y ambiental. Dentro de la política de financiamiento se tienen a disposición del sector palmicultor los siguientes instrumentos:

Línea especial de crédito AIS:

El Ministerio de Agricultura y Desarrollo Rural, en ejecución del Programa Agro Ingreso Seguro, beneficia a los cultivadores de palma de aceite a través de la línea especial de crédito para financiar los rubros de plantación y mantenimiento de nuevas áreas, adquisición de maquinaria y equipo, infraestructura, equipos para transformación primaria, comercialización y renovación de cultivos, a una tasa del DTF-2 y un plazo hasta de 15 años, con un período de gracia equivalente al período improductivo del cultivo; este crédito lo provee el Fondo de financiamiento para el sector agropecuario (FINAGRO), como banco de segundo piso, a través del cual la banca privada y demás intermediarios financieros otorgan financiamiento crediticio al sector.

Los créditos de capital de trabajo en palma se realizan a 24 meses y se otorga hasta el 80% del costo del establecimiento de viveros y 80% para sostenimiento. Cuando el crédito se realiza para inversión –nuevas siembras o renovación de palma- se efectúa sobre el 80% de valor total del ciclo productivo.

Incentivo a la Capitalización Rural (ICR)

Instrumento creado para la adquisición de maquinaria y adecuación de tierras; se otorga en una cuantía del 40% para pequeños productores y de 20% para medianos y grandes productores. Este mecanismo y la línea especial de crédito, no otorgan créditos para la renovación de cultivos, y la creación y modernización de plantas extractoras.

Fondo Agropecuario de Garantías:

Se creó con el fin de apoyar a los pequeños productores que no tenga el nivel de garantías demandado por los intermediarios de crédito, se buscaba con ello estimular la oferta de crédito al sector agropecuario por parte de la banca privada.

Posteriormente y debido a su auge, se definieron tres categorías de usuarios: Pequeños, medianos y grandes para quienes se autorizaron montos de garantías del 80%, 60% y 50% respectivamente, del valor del capital del préstamo adquirido.

Alianzas Estratégicas:

Relaciones y arreglos formales entre productores, comercializadoras y agroindustrias, para expandir área productiva en cultivos de tardío crecimiento. El operador de la alianza estratégica realiza acompañamiento técnico y administrativo, así mismo elabora un contrato que asegure la absorción de la producción.

Microfinanzas rurales:

Préstamos para capital de trabajo e inversión, a los cuales se accede a través de las instituciones microfinancieras.

Exención impuesto de renta:

Para cultivo nuevos y hasta por 10 años luego de empezar a producir, se ofrece una exención al pago del impuesto de renta por comercialización de fruto o sus derivados. No es posible acceder a esta exención si se han obtenido otros beneficios con recursos públicos.

Adicional a los anteriores instrumentos de crédito dentro del mercado de capitales es posible encontrar el programa de coberturas cambiarias, a través de contratos a futuro (forward) sobre tasa de cambio y precio del aceite de palma, donde se subsidia entre el 70% y 90% del costo de la cobertura y hasta un máximo de \$120 millones. Para el período 2006 – 2007 este subsidio ascendió a \$4.748 millones, de acuerdo con los reportes del Ministerio de Agricultura y Desarrollo Rural.

5.6. SECTOR PALMICULTOR, UN DEMANDANTE POTENCIAL DEL MERCADO DE DEUDA PRIVADA

De acuerdo con el Departamento Nacional de Planeación, la palma de aceite es en la actualidad el cultivo de mayor crecimiento en Colombia; abastece la mayor parte del mercado nacional de aceites y grasas, y ha mantenido una presencia importante dentro de los rubros de exportación. Fedepalma (2008) afirma que Colombia posee una ventaja competitiva importante para la producción de aceite de palma, toda vez que se encuentra bien posicionado en el mercado mundial y posee tierras aptas para el cultivo, lo cual se ha convertido en una fortaleza al momento de competir internacionalmente; además, el rendimiento y la producción han mejorado notablemente durante los últimos años.

Las áreas en palma se han extendido en el país a un ritmo de 34.000 hectáreas promedio anual durante los últimos años; este crecimiento representó para el año 2008 un incremento del 9,71% del área sembrada, y se asocia con el impulso de la economía de los departamentos del Meta, Nariño, Santander, Magdalena, Casanare y Cesar, principalmente. Comparado con otros productos tradicionales, su crecimiento ha sido notorio respecto a las flores, las cuales crecieron en 8,6%, yuca 5,4%, plátano 5,3%, y hortalizas 5,6%. Contrasta el crecimiento de la palma con la situación de otros productos que presentaron crecimientos negativos: Caña de azúcar con -13,6%, papa -8,7% y algodón -18,7%, lo que ratifica la importancia de la palma de aceite en la economía nacional.

El cultivo de la palma aceitera, abastece la mayor parte del mercado nacional de aceites y grasas; para el 2006 la Federación Nacional de Cultivadores de Palma de Aceite-Fedepalma (2008), indicó que las ventas de aceite crudo de palma en el mercado local aumentaron por segundo año consecutivo, se vendieron 355.172 toneladas, es decir 12,1% más que en el 2005 y 23,6% más que en 2004. Además el producto ha mantenido una presencia importante dentro de los rubros de exportación, se presentó un incremento de 2006 a 2007 del 44%, y se pasó de exportar 237.538 toneladas a 341.875. Las ventajas comparativas de este cultivo en Colombia, sus tendencias de desarrollo en el país, el dinamismo de los mercados nacionales e internacionales de grasas y aceites, y el auge en los biocombustibles determinan un potencial de crecimiento de esta oleaginosa muy favorable para la economía Colombiana (Fedepalma, 2009).

El cultivo de palma de aceite se ha extendido en el mundo gracias a su alto potencial productivo; según Quesada (2001), comparado con otros cultivos de éste tipo, su rendimiento, en términos de toneladas de aceite por hectárea, es en promedio a nivel mundial de 3,7, cifra que supera a las oleaginosas tradicionales como la soya, la canola, el girasol y el algodón. Durante la última década, el rendimiento del cultivo en Colombia, ha sido igual al promedio mundial, y consolida al país como el segundo productor después de Malasia, hecho que representa una importante oportunidad para continuar con el desarrollo de la palmicultura en el país.

Según Fedepalma (2008), en el entorno global, las plantaciones de palma de aceite están sembradas principalmente en las regiones tropicales; para el 2007 representaron aproximadamente 11 millones de hectáreas, con Malasia e Indonesia como los principales productores, ya que concentran el 85% de la producción mundial, y el 95% de las exportaciones de productos derivados de la palma de aceite.

La demanda de aceite de palma y biocombustibles sigue en aumento, razón que motivó la notoria extensión del cultivo de palma en Colombia, en especial en los últimos 15 años; para el 2008 el país tenía aproximadamente 350.000 hectáreas

establecidas, con tendencia al establecimiento de nuevas plantaciones debido a la potencial demanda de biodiesel (Fedepalma, 2007).

Según Fedepalma (2008), tras cinco décadas de producción comercial de este cultivo, Colombia ha llegado a ser el primer productor de América y el quinto en el mundo. En efecto, América pasó de producir 1,0 a 1,8 millones de toneladas de aceite de palma entre 1996 y 2006, mientras que Colombia pasó de producir 409 mil a 711 mil toneladas durante el mismo período, correspondiente a una tasa de crecimiento promedio anual de 5,9%. Por su parte, entre 2002 y 2006 la producción nacional de aceite de palma aumentó 34%, pasando de 528 mil a 711 mil toneladas.

Para el 2006, Fedepalma resaltó que la exportación de aceite de palma fue de 341.875 toneladas; el 81% de las exportaciones se realizaron como aceite crudo, y lo restante, incorporado en aceites refinados, mezclas de aceites y grasas, mantecas, margarinas y jabones. Las exportaciones de aceite de palma en productos procesados aumentaron 3,7% frente a 2005, aumento que sitúa el comercio de este producto en el décimo primer lugar en la lista de las exportaciones nacionales más importantes del país, después de los renglones: café y sus productos, banano, azúcar y sus productos, cigarrillos, comidas preparadas, plátanos y leche. Esto significa que los ingresos del exterior, provenientes de la venta de aceite de palma representaron para el país durante el 2006 el 1,55% de los ingresos totales, comercializándose la mayoría en los mercados del Reino Unido, Venezuela, México, Francia y Ecuador principalmente.

En Colombia los aceites y otros materiales oleaginosos son producidos a partir de materia prima vegetal y principalmente son obtenidos de cuatro cultivos: palma de aceite, soya, ajonjolí y algodón; de éstos, la palma de aceite representa el cultivo de mayor importancia en términos de área, producción y rendimiento. Resalta el Ministerio de Agricultura y Desarrollo Rural (2008), que es el único cultivo que no ha visto reducida su producción en el país durante los últimos años; por el contrario, ésta viene incrementándose de manera importante. Según Fedepalma (2006), de las hectáreas dedicadas a los cultivos mencionados anteriormente el 60% correspondió a palma de aceite, el 25% a algodón, 13% a soya y 2% a ajonjolí. En cuanto a rendimiento se refiere, esta fuente resaltó la considerable diferencia que existe entre los cultivos oleaginosos mencionados; en efecto, mientras que en promedio por hectárea cosechada de palma durante el 2004 se obtuvieron 4 toneladas de aceite, en una hectárea de soya o de ajonjolí el rendimiento fue de 0,3 y en una de algodón de 0,2 toneladas para el mismo año; en otras palabras en Colombia una hectárea de palma produce quince veces más aceite que una de soya ó ajonjolí y veintiuna veces más que una de algodón (Fedepalma 2007).

Según el Ministerio de Agricultura y Desarrollo Rural (2008), Colombia es uno de los países que posee gran potencial agroecológico para el desarrollo de la palma

de aceite, pues cuenta con regiones de clima tropical, adecuada pluviosidad y luminosidad, es de los países del mundo con más tierras aptas para la siembra del cultivo, al contar con 3,5 millones de hectáreas disponibles y sin restricciones. De éstas, Fedepalma (2007), mencionó que el 36% se encuentran en siete departamentos de la Costa Caribe, donde se cuenta con una infraestructura de puertos marítimos para el comercio exterior.

La importancia del gremio radica también según Fedepalma (2008), en ser un país con rendimientos y producciones de gran valor competitivo a nivel mundial, aunque con diferencias de producción según zonas del país. La zona Oriental es la de más alta producción, con aproximadamente un millón de toneladas métricas (1.053.358); siguen la zona Norte (973.766 t), la Central (991.974 t) y finalmente la Occidental (420.474 t). La producción de aceite de palma está ligada a dos factores principalmente, el primero a la necesidad de cubrir el consumo interno y el segundo a la oportunidad de exportar el excedente de producción. Según los datos publicados por la División Estadística de la FAO (2006), de una producción de aceite de palma de 545.571 t, Colombia consumió internamente 459.101 t. De éstas, aproximadamente 243.000 t fueron utilizadas directamente como aceite y las restantes 216.000 t indirectamente en la elaboración de otros productos.

Finalmente, cabe anotar que con la expedición de la Resolución No.180782 del 30 de mayo de 2007 de los Ministerios de Ambiente, Vivienda y Desarrollo Territorial y de Minas y Energía, se estipuló el uso de una mezcla del 5% de biodiesel en los biocombustibles durante los años 2008 y 2009; a partir del 2010 la mezcla debe ser del 10%, lo cual incrementa la demanda nacional de biodiesel y la de materia prima de palma para suplir los requerimientos de energía del sector transportes que se estima llegará a 20.000 barriles diarios para el año 2019¹⁸.

La potencialidad del sector y su demanda creciente a niveles nacional y mundial, valida la necesidad de iniciar nuevos emprendimientos no sólo para siembra, cultivo y renovación de palma de aceite, sino también para los proyectos que demandan cuantiosas inversiones de capital como la creación de plantas extractoras, plantas de producción de biodiesel y otras actividades de la cadena que otorgan valor al sector palmicultor. Para la ejecución de estos planes, de acuerdo con la Revista Palmas (2005), los recursos requeridos son del orden de \$125 millones de dólares durante los próximos 20 años; dada esta cuantía, no puede esperarse que sean obtenidos únicamente a través del crédito bancario; se hace necesaria la estructuración y activación de otros mecanismos que permitan acceder a fuentes de financiación como la deuda corporativa. En este sentido, el gerente de Propalma en la Revista El Pamicultor No. 421 expresó la necesidad de *“diseñar un producto donde la gente pudiera hacerse a una renta dentro de 6 o 7*

¹⁸ De acuerdo al los cálculos del Departamento Nacional de Planeación. Conpes No. 3510

años y dure 12 o 15 años más”, de manera que sea productivo al sector y a los inversionistas; ejemplo títulos son: con renta fija o variable, boceas o fondos fiduciarios. Declaraciones como estas, confirman el desarrollo de una demanda potencial de productos innovadores dispuestos para satisfacer las expectativas de quienes tienen excedentes de liquidez y los requerimientos de quienes necesitan capital para iniciar nuevos cultivos de palma, renovar los existentes o para el desarrollo de infraestructura en plantas de procesamiento o plantas de biodiesel.

6. RUTA METODOLÓGICA

Este estudio partió de los siguientes supuestos:

6.1. SUPUESTOS

Las empresas cultivadoras de palma, ante sus requerimientos de financiación se tienen que ajustar a una oferta de productos de crédito que se consideran “estándar” para cualquier tipo de usuario, pues se carece de un producto que consulte las necesidades específicas de los mismos.

A pesar de la experiencia adquirida en el mercado de capitales a través de la titularización palmera, este instrumento no se constituyó en un eficiente mecanismo de financiación que supliera las necesidades de financiación de los cultivadores de palma.

Ante la existencia en el mercado de capitales de una oferta real y potencial de productos y servicios de financiación, es posible que haya alguno que satisfaga mejor los requerimientos y necesidades de los cultivadores de palma.

6.2. LÍMITES Y ALCANCES

Una advertencia necesaria, en el proyecto se propuso conocer de fuente primaria los requerimientos de financiación de las empresas palmicultoras con el fin de realizar inferencia estadística, sin embargo la baja tasa de respuesta de las encuestas impidió efectuar un análisis estadístico y por ende los resultados del estudio deben ser asumidos como tendencia.

La investigación se desarrolló en cuatro momentos en los cuales se realizó búsqueda de información cualitativa, y según el objetivo perseguido se realizó investigación exploratoria en tanto algunas de las encuestas realizadas se tornaron en entrevistas a profundidad.

6.3. MOMENTO 1

La toma de decisiones relacionadas con la financiación, se realiza de acuerdo a la oferta actual configurada a través del sistema financiero. En el desarrollo de este primer momento de la investigación se pretendió conocer los instrumentos a través de los cuales los palmicultores se han financiado.

La propuesta inicial planteaba la aplicación de una encuesta dirigida a las empresas productoras y comercializadoras vinculadas al gremio palmero y pertenecientes a la Federación Nacional de Cultivadores de Palma de Aceite (FEDEPALMA). Para esto vía internet se envió encuesta (Ver Anexo A) a un poco más de 200 empresas pertenecientes al sector, y adicionalmente por vía telefónica se realizó la solicitud para responder dicho instrumento. La tasa de respuesta fue muy baja y sólo se lograron recolectar nueve encuestas gracias a una labor de campo que convirtió la aplicación de éstas –para cinco de las encuestas- en entrevista a profundidad, la cual permitió conocer más a fondo las percepciones de los encuestados - entrevistados y que podrían tomarse como tendencia, más no como una muestra representativa de la población.

Con la elaboración de las encuestas – entrevistas a profundidad se pretendió indagar sobre las fuentes de financiación utilizadas para suplir sus necesidades de capital de trabajo e inversión, montos requeridos hasta el momento y requerimientos futuros, plazos, tasas de interés, estructura de amortización, tiempos de gracia, garantías exigidas por las instituciones.

6.3.1. Variables consideradas

- * Mecanismos de financiación
- * Instituciones a las que recurre para suplir necesidades de financiación
- * Montos solicitados para financiación
- * Montos aprobados por las instituciones financieras
- * Rechazos de créditos por parte de las instituciones financieras
- * Requerimientos futuros de financiación
- * Plazos otorgados por las instituciones
- * Plazos requeridos por el negocio
- * Tiempos de gracia otorgados
- * Tiempos de gracia requeridos por el negocio
- * Tasas de interés

- * Constitución de garantías

6.4. MOMENTO 2

A partir de información secundaria se exploró acerca de la oferta del sistema financiero –bancario y de capitales-, es decir instituciones que participan en la estructuración de deuda como bancos comerciales, cooperativas, banca de inversión, entes gubernamentales, bolsa de valores, fondos de inversión, comisionistas de bolsa. Con el desarrollo de este segundo momento se intentó hacer una aproximación a la oferta actual y así mismo conocer de la oferta potencial, cuáles productos podrían ser adaptados a las necesidades de las empresas que cultivan palma de aceite.

Adicionalmente se realizó entrevista a profundidad con la Directora Regional de la Bolsa Nacional Agropecuaria y con la gerencia de Comiagro S.A. –comisionista de bolsa- a quienes se expresaron las necesidades y requerimientos detectados en las entrevistas del momento uno, tratando de encontrar algún producto –de los existentes en la BNA- que “calzara” con las solicitudes de los cultivadores de palma.

6.4.1. Variables consideradas

- * Productos disponibles de financiación
- * Características de los productos actuales
- * Requerimientos exigidos

6.5. MOMENTO 3

Teniendo en cuenta que la “Titularización Palmera” fue la primera y única experiencia de financiación a través del mercado de capitales para el sector palmicultor, se recolectó información primaria mediante entrevista a profundidad con representantes de las instituciones que participaron en la estructuración, emisión y calificación de la titularización con el fin de obtener un diagnóstico acerca de las bondades y fallas detectadas en la misma. Así mismo se recolectó información secundaria que permitiera complementar la información colectada a través de las entrevistas.

Durante el proceso se realizó entrevista a la gerencia de la Promotora de Proyectos Agroindustriales de Palma de Aceite (Propalma S.A.) como ente originador de las titularizaciones, así mismo al líder de planeación sectorial de la Federación Nacional de Cultivadores de Palma (Fedepalma); como uno de los gestores de la titularización se realizó entrevista al hoy Director de desarrollo de negocios de Indupalma y finalmente a BCR Investor Service como entidad calificadora del Tip Palmero el cual fue el título de contenido crediticio para inversión palmera.

6.5.1. Variables consideradas

- * Diseño de la estructuración
- * Condiciones para participar en la titularización
- * Logros obtenidos
- * Principales dificultades encontradas en el proceso
- * Motivos de suspensión de las emisiones aprobadas

6.6. MOMENTO 4

A partir de los resultados obtenidos en los momentos uno, dos y tres del proyecto, se realizó análisis de los dos instrumentos que se detectó mejor se ajustaban a los requerimientos de los cultivadores y que adicionalmente cumplen las expectativas de los inversionistas nacionales e internacionales; así mismo se realizó la estructuración de la propuesta financiera para proyectar el funcionamiento de la misma.

7. HALLAZGOS Y ANÁLISIS DE RESULTADOS

Cada uno de los momentos propuestos en el proyecto, dieron como resultado, algunos hallazgos que originaron cuatro capítulos así:

- * Trayectoria de la financiación: El caso de nueve empresas
- * Estado actual de la oferta de instrumentos de financiación en el sistema financiero y revisión de la oferta potencial
- * La titularización palmera
- * Propuesta de los instrumentos financieros que mejor se ajustan a los requerimientos de los cultivos de palma.

8. TRAYECTORIA DE FINANCIACIÓN: EL CASO DE NUEVE EMPRESAS

La caracterización de los instrumentos actuales de financiación disponibles para el sector palmicultor, inició con diagnóstico de la trayectoria de financiación a partir de nueve empresas; a través de éste se pudo conocer cuáles son los instrumentos que utilizan con mayor frecuencia las plantaciones para financiar sus actividades productivas, y así mismo cuáles eran las condiciones de estructura en cuanto a plazos, tasas de interés, garantías, entre otros. Adicionalmente se establecieron las preferencias para futuras actividades de apalancamiento, a partir de las cuales se obtuvo un listado de características que debía cumplir el futuro producto de financiación.

8.1. GLOSAS METODOLÓGICAS

La dificultad para recolectar la información primaria canceló las posibilidades de sustentar el diseño de un instrumento financiero que captara los requerimientos y necesidades de un importante porcentaje de los cultivos palmicultores de nuestro país. En total se recolectaron nueve encuestas a partir de las cuales no es posible realizar inferencia estadística, pero si permite conocer la tendencia tanto del historial de financiación, así como de las expectativas futuras de las empresas cultivadoras.

Para conocer el estado actual de la financiación se planteó aplicar encuestas a las empresas del sector palmicultor –sin realizar diferenciación de tamaño y actividad principal- pues se pretendía conocer si existían algunas diferencias en las necesidades y requerimientos entre los cultivos, las plantas extractoras y las comercializadoras. Sin embargo ante las dificultades para recolectar la información se quiso delimitar la población a encuestar sólo a los pequeños palmeros pues -se presume- que son ellos quienes encuentran mayores dificultades al momento de acceder a financiación.

Bajo esta segmentación se realizó contacto con la Fundación para el Desarrollo de la Zonas Palmeras del Magdalena (FUNDEPALMA), esta organización es un operador de recursos que agrupa ocho asociaciones de pequeños palmicultores de la Zona Central¹⁹ y brinda apoyo a estas organizaciones representado en asistencia técnica, contable, jurídica y administrativa. De estas asociaciones se

¹⁹ De acuerdo distribución geográfica, FEDEPALMA ha clasificado los departamentos en cuatro zonas: Central, Oriental, Occidental y Norte.

realizó encuesta – entrevista a profundidad con cuatro de ellas que en total sumaban 2254 hectáreas.

Entre otras de las asociaciones encuestadas se encuentra Coparcewil, una empresa del municipio de Puerto Wilches que inició gracias a una reforma en la empresa Palmas de Monterrey y por medio de la cual se hizo entrega a 57 familias parcelas de 8 hectáreas ya en producción.

De las encuestas enviadas por internet fueron diligenciadas cuatro, que correspondieron a una empresa de la zona central la cual agrupa más de 6.000 hectáreas, dos empresas de la zona oriental –una de ellas pertenece a un pequeño cultivador (25 hectáreas) y la otra una asociación (380 hectáreas)- y finalmente se obtuvo la participación de Indupalma, una de las empresas más representativas del sector quien tiene influencia en la zona norte y central (18.500 hectáreas).

Se tiene cuenta que Colombia posee unas 350.000 hectáreas sembradas en palma de aceite, y si se sumara el total de hectáreas que pertenecen a las nueve empresas encuestadas – entrevistadas (Tabla 1), esta suma llega a 27.839 hectáreas, lo cual indica que esta muestra tan sólo capta el estado actual y requerimientos futuros de financiación del 8% del total de hectáreas sembradas en Colombia; por tanto la información colectada no constituye materia prima para realizar inferencia estadística, sin embargo dichos datos se pueden tomar como una tendencia, a partir de la cual sea posible proyectar un producto de financiación.

Tabla 1. Empresas palmicultoras encuestadas en la Zona Central y Oriental en el año 2010

Total encuestas	9
Asociaciones de productores	6
Empresas	3
Total hectáreas representadas en encuesta	27.839
Total hectáreas sembradas en Colombia aprox.	350.000
Tamaño hectáreas representadas en encuesta	8%

Fuente: Datos acopiados por la autora a través de encuesta

8.2. ACTIVIDADES DEL SECTOR COMO DETERMINANTES DE FINANCIACIÓN

El total de las empresas encuestadas se dedican al cultivo de palma y dos de ellas también realizan actividades de extracción y comercialización (Tabla 2). La alta concentración en empresas cultivadoras marca la pauta para iniciar la segmentación del producto financiero a diseñar.

El cultivo de palma por ser de tardío rendimiento produce incertidumbre al inversionista pues no sólo se realiza la inversión inicial en el momento cero (0) que comprende estudios preliminares, preparación de suelo, compra de material vegetal y siembra, sino que también se debe contar con el soporte financiero que garantice el sostenimiento del cultivo mientras éste inicia producción –en general esto sucede en el año tres (3)-, pero la productividad durante el tercer y cuarto año es muy baja y no alcanza a cubrir los costos de sostenimiento, mientras que para esos años los gastos del cultivo corresponden a los de una palma adulta²⁰. Esta situación hace que el eslabón de la cadena productiva que requiere mayores instrumentos de financiación y los cuales quienes en general son los que tienen menores oportunidades de acceder a crédito sean los cultivadores; lo anterior no indica que los demás eslabones (planta de extracción, comercializadores, planta de biodiesel) no requieran financiación.

Tabla 2. Actividad principal de las empresas encuestadas – entrevistadas en la Zona Central y Oriental en el año 2010

ACTIVIDAD PRINCIPAL	# EMPRESAS
Cultivo	7
Cultivo y planta extractora	1
Cultivo, planta extractora y comercializadora	1
Total	9

Fuente: Datos acopiados por la autora a través de encuesta

²⁰ En el cultivo de palma, los efectos de las labores realizadas hoy (fertilización, control de malezas, riego, etc.) se reflejarán en la productividad de la palma el siguiente año.

8.3. EXPERIENCIA FINANCIERA

De las nueve empresas encuestadas siete hacen uso de crédito, las cinco asociaciones usan crédito asociativo de bancos como Banco Agrario, Bancolombia y Caja Social, es decir que la organización se encarga de gestionar trámites, negociar tasas, acordar formas de pago y en general todos los detalles de estructuración del crédito. Ninguna de las empresas tiene experiencia en emisión de deuda, en la titularización palmera, en emisión de acciones, en papeles comerciales, ni en leasing.

8.3.1. CRÉDITOS ASOCIATIVOS

Teniendo en cuenta que más de la mitad de las empresas encuestadas hacen uso del crédito asociativo, vale la pena hacer una descripción de este instrumento de financiación. Según el Fondo para el financiamiento del sector agropecuario (FINAGRO), es un “esquema de financiación de actividades productivas desarrolladas por un grupo de productores que se asocian para mejorar su rentabilidad, a través de la aplicación de tecnologías apropiadas, economías de escala en compra de insumos y pago de servicios, y comercialización asegurada con mecanismos de fijación de precios definidos antes de iniciar el proceso productivo”.

El sector palmicultor se ha constituido en núcleos productivos que agrupan diversos cultivos grandes, medianos y pequeños alrededor de las extractoras de aceite de palma crudo. Para los pequeños palmicultores (activos inferiores a \$83'850.825 para 2010) el crédito asociativo les permite convertirse en elegibles receptores de crédito, pues bajo un crédito ordinario no podrían aplicar ante la ausencia de garantías; dentro de las condiciones exigidas por las entidades financieras se requiere el compromiso de las extractoras en comprar la producción futura de las hectáreas a sembrar, y allí cobra importancia la existencia de los núcleos productivos. En el año 2008, el crédito asociativo ascendió a \$26.822 millones, lo que representa el 19% de los créditos otorgados para palma por los bancos comerciales haciendo uso de las líneas de redescuento de FINAGRO.

Las percepciones de los beneficiarios frente a los créditos asociativos anteriormente descritos, en general son positivas, sobre todo porque el hecho de “pertenecer” a una asociación trae otros agregados no sólo en servicios²¹, sino también en una mayor organización administrativa al interior del cultivo, y

²¹ Economías de escala en compra de insumos, trazado de carreteras, servicios telefónicos, compra de herramientas, compra de mercado, entre otros agregados.

adicionalmente se presenta un cambio de paradigma en donde se pasa del individualismo a la colectividad, el cual “busca la cooperación entre varias personas, quienes aportan conjuntamente sus recursos convirtiéndose en los propietarios –asociados- de la empresa que han constituido para servirse a sí mismos; el beneficio obtenido es producto de sus propios esfuerzos; éste, no se ve representado en ganancias económicas, sino en la solución a diversas necesidades existentes entre ellos mismos” (Villegas Alzate, 2003). A este respecto Cano *et al* (2006) afirma que “los diferentes modelos de alianzas estratégicas que han sido implementados en la agroindustria de la palma de aceite constituyen organizaciones económicas, con efectos positivos en la competitividad de la cadena y en la equidad distributiva de los beneficios y de la propiedad en dicho sector”.

La experiencia reportada por las asociaciones encuestadas – entrevistadas se podría resumir en la Tabla 3, en la cual se describen las características de los créditos asociativos de cinco organizaciones ubicadas en la Zona Central:

Tabla 3. Características de los créditos asociativos de cinco organizaciones de la Zona Central en el año 2010

ASOCIACIÓN	DESTINO CRÉDITO	ENTIDAD CREDITICIA	TITULAR CRÉDITO	PAGO AMORTIZACIONES E INTERESES	FIDUCIARIA	COSTOS FIDUCIA
Coparcewil	Compra de tierras, sostenimiento	Banco Agrario	Cada asociado	Estado de cuenta llega a cada asociado	No	No
Asopalsat	Siembra y sostenimiento	Bancolombia	Asopalsat	La asociación paga la cuota y ese valor se descuenta del pago de la fruta	Fiduciaria Bancolombia S.A.	2 SMMLV Hasta que se termine el pago del crédito
Asopalvi	Siembra y sostenimiento	Bancolombia	Cada asociado	La extractora paga directamente a la fiducia y ese valor se descuenta del pago de la fruta	Fiduciaria Bancolombia S.A.	3 SMMLV Hasta que se termine el pago del crédito
Asopalba	Siembra y sostenimiento	Banco Caja Social	Cada asociado	Estado de cuenta llega a cada asociado	Fiduciaria Colmena	Entre 2 – 3 SMMLV Hasta que se terminen los desembolsos
Asopepa	Siembra y sostenimiento	Banco Caja Social	Cada asociado	Estado de cuenta llega a cada asociado	Fiduciaria Colmena	Entre 2 – 3 SMMLV Hasta que se terminen los desembolsos

Fuente: Datos acopiados por la autora a través de encuesta

La Tabla 3 ilustra algunos de los hallazgos encontrados en la encuesta-entrevista realizada a cinco asociaciones de la Zona Central, resulta útil rescatar algunos elementos a considerar en el momento de estructurar un producto de financiación para el sector.

Como se mencionó anteriormente, los créditos asociativos son tramitados por agremiaciones, asociaciones, cooperativas, empresas privadas ó sector público que actúan como integradores y se encargan de configurar las condiciones para que los créditos sean aceptados por las entidades financieras; como se observa en la Tabla 3 la mayoría de los créditos son para siembra y sostenimiento, a excepción del crédito para los asociados de Coparcewil quienes recibieron los cultivos en producción y por ende el crédito se realizó para la compra de tierras y el sostenimiento del cultivo.

Entre las entidades que han financiado estos proyectos productivos se encuentra el Banco Agrario, -pues hace parte de su objeto social-, Bancolombia y el Banco Caja Social; a través de las entrevistas se lograron conocer las apreciaciones que se tienen de cada una de estas entidades. Por ejemplo cuatro de las cinco asociaciones manifiestan que los trámites con el Banco Agrario son dispendiosos, solicitan mayores garantías y uno de ellos expresa que no existe un criterio unificado para ellas; adicionalmente se evidencia un proceso administrativo lento debido a la centralización de las oficinas de análisis de crédito. Sin embargo se rescata que los intereses son más bajos y que para los préstamos no se requiere la intervención de una compañía fiduciaria, lo cual se traduce en menores costos de transacción.

En cuanto a Bancolombia aparentemente la experiencia no fue satisfactoria tanto para los asociados como para la entidad bancaria, pues al día de hoy, el banco ha suspendido los créditos al sector. Del lado de los receptores de crédito opinan que el principal problema con dicha entidad es la falta de conocimiento del sector agropecuario en tanto este banco ha desarrollado sus actividades en el sector industrial; en concreto tuvieron muchas dificultades en los desembolsos, pues la participación de la fiduciaria si bien es un mecanismo de protección a las inversiones que busca un mejor manejo de los recursos del crédito, hizo más engorrosa la disponibilidad de efectivo para la ejecución de las labores en campo.

En la participación de la Fiduciaria Bancolombia S.A. se evidenciaron tres problemas principales, el primero, un incremento en los costos de transacción pues tiene un costo administrativo entre dos y tres SMMLV, costo que se extiende hasta que se realice el pago completo del crédito; esta exigencia resulta un poco arbitraria para los beneficiarios del crédito pues si la fiduciaria realiza desembolsos entre los años del cero al tres, no es consistente que se incurran en estos costos durante todo el tiempo del crédito. El segundo problema se centra en el pago de las cuotas, pues se estipuló que como es la extractora quien le paga a los asociados por la venta del fruto, fuera ésta quien girara directamente a la fiducia

los montos correspondientes al pago de las cuotas, lo cual ocasionó un incremento en los años sin ingresos para los pequeños palmicultores. Y por último, en la realización de los desembolsos se hicieron descuentos directos para cubrir los intereses de anteriores desembolsos, lo cual ocasionó que la plata no llegara completa a los beneficiarios de crédito.

La experiencia con el Banco Caja Social pareciera haber sido más constructiva pues si bien no es especializado en el sector agropecuario, su población destino han sido las personas naturales, los microempresarios y pequeños empresarios. Esta entidad se trazó como objetivo “contribuir con el desarrollo social de las comunidades y el asentamiento de las familias de los municipios de Cantagallo (Sur de Bolívar) y Puerto Wilches (Santander), mediante la financiación de un cultivo viable, rentable y sostenible: la palma de aceite africana” (Banco Caja Social, 2005). Entre las ventajas ofrecidas por esta entidad se encuentra que realizaron una cuidadosa identificación de riesgos de mercado, financiero, técnico y operativo, y fueron mitigados en el diseño del producto. Adicionalmente, las condiciones de participación de la Fiduciaria Colmena fueron más flexibles si se compara con la Fiduciaria Bancolombia S.A., pues si bien los costos de administración fueron los mismos –entre dos y tres SMMLV- estos costos sólo se deben cubrir hasta el momento en que se finalicen los desembolsos. Adicionalmente, se reportan que los desembolsos se hacen entre ocho y 15 días, lo cual facilita la programación de labores en el cultivo.

Finalmente, a pesar de ser un crédito asociativo, en general la responsabilidad ante el banco sigue siendo de cada cultivador, mecanismo que funciona correctamente en tanto una ausencia de dicha responsabilidad podría ocasionar falta de compromiso por parte de los palmicultores en el cumplimiento del pago de las cuotas; para ello, el banco y la asociación utilizan mecanismos para cubrir este riesgo de crédito como pago directo de la venta de fruto de palma aceitera a la asociación, uso de garantías hipotecarias y de prenda sobre la producción, y la utilización de garantías del Fondo Agropecuario de Garantías (FAG).

En conclusión, el crédito asociativo se ha presentado con una buena herramienta de financiación sobre todo para aquellos palmicultores que sus condiciones económicas, educativas, culturales, los excluye como potenciales receptores de crédito.

8.3.2. Créditos y subsidios como fuentes de financiación

Para la caracterización de las empresas encuestadas, es posible utilizar razones financieras de endeudamiento que dará una idea de cada peso de crédito ó subsidio cuántas ventas genera, a través de las dos siguientes razones:

$$\frac{VENTAS}{CRÉDITO} \text{ y } \frac{VENTAS}{SUBSIDIOS}$$

Tabla 4. Relación ventas/crédito y ventas/subsidio para nueve empresas de las Zonas Central y Oriental, en el año 2010

EMPRESA	RAZÓN VENTAS/CRÉDITO	RAZÓN VENTAS/SUBSIDIOS
Coparcewil	\$ 12,48	\$8,54
Asopalsat	\$ 2,34	\$1,46
Asopalvi	\$ 2,03	\$1,35
Asopalba	\$ 0,05	\$0,07
Asopepa	\$ 3,01	\$6,31
Celso Aldana	\$ 0,56	\$ -
Confecampo	\$ -	\$ -
Indupalma	\$ 5,10	\$ -
Asogpados	\$ -	\$ -
Promedio	\$ 2,84	\$1,97
Promedio sin empresas sin dato		\$3,55

Fuente: Datos acopiados por la autora a través de encuesta

De acuerdo con la Tabla 4, las ventas generadas por el apalancamiento en crédito entre las empresas encuestadas, arroja un promedio de \$2,84, lo que indica que por cada peso de crédito se generan ventas de \$2,84. Llama la atención la razón financiera de endeudamiento para Coparcewil, pues no sólo es la más alta, sino

que está muy alejada del promedio. Esta situación se puede atribuir a la edad del cultivo, en tanto las parcelas de estos asociados son adultas y se encuentran en plena producción, lo cual por supuesto se refleja en sus ventas. Caso contrario sucede con Celso Aldana para quien cada peso de crédito sólo genera \$0,56 pesos en ventas, lo cual indicaría que su cultivo hasta el momento está iniciando²². Las empresas Confecampo y Asogpados no registran información de crédito.

Otra fuente de financiación que vale la pena revisar son los subsidios, en tanto el sector ha estado influenciado por subsidios como el Incentivo a la Capitalización Rural (ICR) y Agro Ingreso Seguro (AIS); de otro lado los cultivos de palma se han ubicado en zonas de conflicto lo cual facilita la influencia de ONGs, programas nacionales e internacionales que propenden por mejorar las condiciones de los habitantes de estas zonas, remplazo de cultivos ilícitos y en general una reconversión de la población hacia actividades productivas legales. En la zona central por ejemplo se siente fuerte presencia del Programa de Desarrollo y Paz del Magdalena Medio quienes brindan apoyo representado en gestión para facilitar nuevos emprendimientos en esta zona; así mismo estos asociados han recibido subsidios del programa MIDAS – USAID y de la Unión Europea. También vale la pena resaltar el papel de Ecopetrol en dicha zona, pues dentro de sus actividades de responsabilidad social empresarial ha impulsado el emprendimiento de proyectos de palma dentro del área geográfica de influencia de dicha empresa.

En la Tabla 4 es posible apreciar que Celso Aldana, Confecampo, Indupalma y Asogpados –encuestas que fueron diligenciadas vía internet-, han indicado que no se han financiado con subsidios, esta situación parece que no refleja la realidad sino más bien es consecuencia de la sensibilidad actual a dicho tema. La encuesta se elaboró en un momento en el cual todavía se realizan investigaciones penales en razón a los subsidios entregados de manera irregular a grandes empresas del sector palmicultor, y por ende es posible que quienes respondieron la encuesta vía internet hayan preferido omitir esta información y así evitar problemas posteriores.

De las plantaciones que se tiene información de subsidios –empresas a las que se les hizo la encuesta–entrevista personalmente- se logra concluir que en promedio por cada peso de subsidio recibido se generaron \$3,55 pesos de ventas. Esto indica que si se compara con el crédito, los subsidios como fuente de financiación estarían generando mayores ventas que el crédito en sí mismo. Esta situación concuerda con algunos testimonios de las asociaciones entrevistadas quienes afirman que “sin ICR los proyectos de palma no serían viables”, y en este punto ingresa el Estado como principal promotor de estas actividades productivas.

²² Al revisar la información de las toneladas producidas por Celso Aldana el año anterior, se verifica que se encontró en 6 toneladas por hectárea; de acuerdo a datos de Cenipalma, el ciclo productivo de la palma en el año cuatro produce 6 toneladas por hectárea.

Obviamente el emprendimiento de proyectos palmicultores demanda la inversión de recursos propios, sean éstos, emprendimientos de grande o pequeña envergadura; para el caso de los pequeños palmeros este recurso se representa en la propiedad de la tierra y en el trabajo invertido por ellos y sus familias para la adecuación de terrenos, siembra y sostenimiento de los lotes. Cabe resaltar que a excepción de Coparcewil, todos los proyectos se han concebido bajo la condición que los asociados deben poseer la tierra, es decir que sin propiedad de la tierra no habría posibilidades de iniciar este tipo de proyectos, lo cual conduce a dos conclusiones; la primera es que en el diseño del producto financiero se hace necesario contemplar la posibilidad de adicionar el valor de la tierra en los montos a financiar, y la segunda es una invitación al gremio para que a través de sus gestiones se incluya dentro de la política agraria el desarrollo de actividades que conduzcan a la legalización de tenencia de tierras, en tanto al día de hoy este problema ha impedido la participación de muchos campesinos que han habitado sus tierras por años, pero aún no poseen escrituras de ellas, o que han sido desplazados.

8.3.3. Generalidades crediticias: Destino, plazos, tasas de interés, pagos

Del destino:

En general el destino de los recursos de financiación son utilizados para capital de trabajo y nuevas siembras, tan sólo una de las empresas ha recibido crédito para compra de tierras y otra de ellas para inversión en planta de procesamiento. El hecho que el destino sea principalmente capital de trabajo y nuevas siembras, supone que las plantaciones se encuentran etapas iniciales de desarrollo, en las cuales no hay prioridad por la investigación; este rubro se delega a la conformación de alianzas gremio – Estado.

De los plazos otorgados:

Como se muestra en la Tabla 5, para la mitad de las empresas los plazos otorgados de tiempo de gracia son de 48 meses, lo cual concuerda con el ciclo productivo del cultivo de palma aceitera; el 2/8 de las plantaciones tienen en su estructura de crédito un tiempo de gracia de 36 meses y el otros 2/8 cultivos de 24 meses.

Tabla 5. Tiempo de gracia y plazo para pago de la deuda otorgado por las instituciones bancarias a empresas cultivadoras de palma de la Zona Central y Oriental en el año 2010

MESES DE GRACIA	CANTIDAD EMPRESAS	%	PLAZO EN MESES	CANTIDAD EMPRESAS	%
24	2	25%	48	1	12,5%
36	2	25%	60	1	12,5%
48	4	50%	72	3	37,5%
			96	2	25%
			120	1	12,5%
TOTAL	8²³	100%	TOTAL	8²⁴	100%

Fuente: Datos acopiados por la autora a través de encuesta

Es importante incluir en este informe, que los encuestados manifiestan que no han encontrado mayores inconvenientes al momento de pactar los tiempos de gracia, pues las entidades financieras son flexibles en aceptar ampliar estos tiempos cuando la situación lo amerite; esta situación se explica, porque a mayor tiempo, mayores intereses a favor de la institución bancaria.

En cuanto al tiempo para el pago de la deuda –sin contar los meses de gracia-, la Tabla 5 refleja que 3 de 8 de las empresas encuestadas han recibido un plazo para el pago de la deuda de 72 meses, le siguen 2 de 8 cultivos a los que le han otorgado 96 meses de plazo.

Si se revisa el flujo de caja proyectado del establecimiento de una hectárea de palma de aceite (Anexo B), se evidencia que durante los años cero al dos no se tendrían ingresos en tanto la palma no tiene producción de fruto, en el año tres se inicia producción con seis²⁵ toneladas por de fruto por hectárea y con la venta del aceite extraído apenas es posible cubrir los costos de sostenimiento de ese año. Para el año cuatro –entre el mes 49 y 60 del proyecto- el flujo de caja empieza a

²³ La empresa Confecampo no registra información para esta pregunta, pues nunca ha tenido crédito.

²⁴ Ibid.

²⁵ La producción puede variar de una zona a otra y por las prácticas culturales empleadas.

ser positivo y a mostrar una capacidad del proyecto para el pago de cuotas por concepto intereses y amortizaciones. De ahí en adelante la palma inicia incrementos en producción de 17,6 toneladas de fruto por hectárea en el año cinco, 20 toneladas de fruto por hectárea en el año ocho, hasta llegar a niveles de 30 toneladas por hectárea en el año trece; estas producciones de fruto a una tasa de extracción del 20,45% significa producción de 3,6 toneladas, 4,09 y 6,09 toneladas de aceite crudo de palma.

Según esta proyección de producción, un plazo para el pago de la deuda de 48 meses sería insuficiente en tanto las cuotas serían altas y el flujo de caja en los primeros años luego de iniciarse la producción no sería suficiente para cubrir el servicio a la deuda, pero a su vez un plazo de 120 meses incrementaría los costos del proyecto en razón al mayor pago de intereses, mientras que un plazo de 72 meses –aparentemente- resulta adecuado en razón a los flujos disponibles y al pago de intereses.

De la tasa de interés

Las tasas de interés de los créditos de las 9 empresas encuestadas se encuentran entre la DTF + 2% (3,9²⁶% + 2%) y DTF + 6% (3,9% + 6%), cabe anotar que la tasa de interés más alta corresponde al palmicultor Celso Aldana, su crédito no es asociativo lo que configura un mayor riesgo de crédito para el banco y por ende se pacta una tasa de interés superior; esta situación nuevamente valida la importancia de las alianzas estratégicas no sólo para mitigar riesgos sino para negociar con el banco mejores condiciones crediticias.

Al día de hoy las tasas de intereses máximas permitidas por FINAGRO se encuentra en DTF + 6% para pequeños, DTF + 10% para medianos y grandes, y entre DTF + 4% y DTF + 7%²⁷ para créditos asociativos. Si esta información se contrasta con los datos recolectados en la encuesta, vale la pena mencionar que por ejemplo Indupalma –considerado gran productor- tiene una tasa de crédito de DTF + 2,5% -muy baja si se tiene en cuenta que la máxima permitida es hasta el 10%-, mientras que el crédito asociativo de Asopalvi excede el monto máximo permitido para crédito asociativo para pequeños palmicultores pues tienen pactada una tasa de interés de DTF + 5%.

Aunque no es el caso de Asopalvi, de acuerdo a la normatividad de FINAGRO, cuando los créditos son realizados a un tiempo superior a 120 meses la tasa de

²⁶ Datos de DTF para abril de 2010

²⁷ DTF + 4% cuando todos los asociados son pequeños y DTF + 7% cuando hay asociados pequeños, medianos y grandes.

interés es libre de fijarse entre la entidad bancaria y el beneficiario del crédito; nuevamente, se obtiene una conclusión para tener en cuenta en el momento de diseñar el producto de financiación, con el objetivo de hacer un pago razonable de intereses el tiempo de gracia más el tiempo para el pago de la deuda no debe exceder de los 120 meses.

Del esquema de amortización de capital y pago de intereses

De acuerdo a los datos registrados en la Tabla 6, existe una clara tendencia a definir el pago de amortizaciones e intereses de acuerdo al ciclo productivo del cultivo de palma de aceite. De un lado un 5 de 8 de los encuestados informan que las cuotas son crecientes, lo cual concuerda con un incremento en productividad de la palma año tras año, el cual permite ir incrementando los montos pagados para amortizaciones e intereses.

Tabla 6. Esquema de amortización y pago de cuotas pactado con las entidades bancarias por los cultivadores de palma en la Zona Central y Oriental en el año 2010

CUOTAS	CANTIDAD DE EMPRESAS	PERIODICIDAD	AMORTIZACIÓN CAPITAL	PAGO DE INTERESES
Fijas	0	Mensual	2	3
Crecientes	5	Bimestral	0	0
Decrecientes	3	Trimestral	0	0
Diferenciales	0	Semestral	5	4
		Anual	1	1
Total	8²⁸		8	8

Fuente: Datos acopiados por la autora a través de encuesta

Para la periodicidad del pago de amortizaciones e intereses, se encuentra que 5 de los 8 encuestados realizan el pago de amortizaciones a capital de manera semestral, y la mitad realizan el pago de intereses en esta misma periodicidad. De esta información se puede deducir que para los cultivadores es mejor realizar pagos de mayor monto dos veces al año, que realizar pagos mensuales; esta

²⁸ La empresa Confecampo no registra información para esta pregunta, pues nunca ha tenido crédito.

situación se puede atribuir a los picos de producción de este cultivo, lo cuales varían de una zona a otra y también están determinados por las prácticas culturales implementadas en cada predio.

De acuerdo a lo anterior, se desprende una nueva característica para el producto financiero que se estructurará, en el cual la estacionalidad de la producción de fruto impide que se realice una emisión nacional de títulos, bonos, papeles, etc., sino que se debería realizar por zonas o aún mejor de acuerdo a los núcleos productivos que se han ido estableciendo en cada zona; en sentido el pago de cuotas por concepto de amortizaciones e intereses estaría ajustada a la producción.

8.3.4. Restricciones a superar por los tomadores de crédito

De los porcentajes aprobados para crédito:

Conocer el porcentaje de los créditos aprobados por las entidades bancarias, podría brindar una idea inicial de la demanda potencial por productos financieros no bancarios, bajo el concepto que el porcentaje solicitado en crédito que no es otorgado por los bancos, podría ser solicitado al mercado de valores.

Tabla 7. Porcentajes aprobados para crédito para 9 empresas de las Zonas Central y Oriental en el 2010

EMPRESA	%
Coparcewil	100%
Asopalsat	100%
Asopalvi	100%
Asopalba	100%
Asopepa	100%
Celso Aldana	80%
Confecampo	0%
Indupalma	10%
Asogpados	90%
Promedio	76%

Fuente: Datos acopiados por la autora a través de encuesta

La Tabla 7 muestra información un poco contraria a lo que tradicionalmente se ha experimentado en el otorgamiento de crédito, pues mientras que las asociaciones

presentan porcentajes de aprobación entre 90% y 100%, Indupalma una empresa con importante respaldo financiero reporta aprobaciones de crédito tan sólo del 10%. Obviamente en esta información es necesario considerar que los montos requeridos de financiación de las asociaciones de palmicultores son muy inferiores a los requeridos por empresas como Indupalma, lo cual podría explicar dicho resultado. De acuerdo a estas nueve empresas encuestadas, en promedio son aprobados el 76% de los montos solicitados ante el sistema bancario, lo que querría decir que hay un 24% de la demanda de crédito que no se encuentra cubierta por dicho sistema de financiación.

De los requisitos exigidos y lo rechazos argumentados por las entidades de financiación

Son múltiples los mecanismos que tienen los bancos para “blindar” sus operaciones de colocación de recursos para el crédito, las cuales tradicionalmente son más severas cuando los recursos están destinados al campo, no sólo por la exposición a riesgos climatológicos, epidemiológicos y de mercado, sino también por la falta de educación financiera -principalmente dentro de los pequeños palmicultores- que se puede traducir en el desvío de las inversiones y en una mala administración del crédito otorgado, no sólo en la ejecución del presupuesto sino en el posterior pago de las obligaciones.

En la exigencia de requisitos en general se solicitan todos los que se encuentren disponibles y en especial predomina la exigencia de estados y proyecciones financieras, el soporte técnico, la garantía hipotecaria y garantía FAG. Llama la atención que la prenda sobre la producción tan sólo sea exigida a tres de las nueve plantaciones, sobre todo si se considera el hecho de que este tipo de garantías puede llegar a ser más líquida que la hipoteca, debido a que la comercialización del fruto de palma y el aceite de palma crudo se encuentra asegurada por las extractoras.

En cuanto a las garantías hipotecarias, uno de los encuestados afirma que “el banco toma garantía tan sólo el 60% del valor de la tierra” y si a esta situación se suma la tenencia informal de las tierras en donde se han localizado los proyectos de palma y la desvalorización de algunas tierras en razón al conflicto armado, deja el interrogante de que tan viable sea cubrir el préstamo con este tipo de garantías.

En remplazo a la garantía hipotecaria se encuentra la garantía FAG, la cual ha sido exigida a siete de las nueve empresas encuestadas; la existencia de este programa de FINAGRO, ha permitido a muchos usuarios que no cuentan con garantías o éstas son insuficientes para acceder a crédito. El costo de esta garantía es una comisión anual anticipada que se paga sobre el valor del crédito, el costo oscila entre 1,5% para pequeños y 4,5% para grandes productores, pero al respecto algunos productores consideran que su costo es alto, si se tiene en cuenta que es un instrumento brindado por el Estado. Si se compara con los

programas de garantías existentes en otros países, una tasa del 1,5% para pequeños realmente no es alta, pues por ejemplo el Programa Garantía Pequeños Empresarios (PROGRAPE) del gobierno de El Salvador tiene un costo entre 2,37% y 2,76% para pymes, mientras que en Chile el Fondo de Garantías para Pequeños Empresarios (FOGAPE) tiene un costo del 2%.

El programa de garantía FAG ofrece una cobertura máxima del 80% para pequeños productores, 70% para créditos asociativos, entre 60 y 75% para medianos productores y 50% para grandes productores; esta situación obliga a las empresas a buscar los porcentajes faltantes en otras entidades; en este sentido cobra nuevamente importancia la participación de entidades de apoyo como el Programa de Desarrollo y Paz del Magdalena Medio, Fundepalma, la Gobernación del Casanare, entre otras entidades, que han complementado la garantía FAG.

Entre otras garantías que han sido solicitadas a los encuestados la firma de pagaré por parte de los socios, contratos de comercialización y de asistencia técnica, la conformación de alianzas estratégicas y la fianza solidaria. Así mismo argumentan que sus mayores limitantes al momento de constituir dichas garantías, han sido:

- * Legalización de tierras
- * Constitución de hipotecas
- * Desconfianza en los proyectos productivos de tardío rendimiento
- * Falta de credibilidad en las asociaciones o en organizaciones sin ánimo de lucro
- * Aceptación de solo garantías sobre activos fijos y no sobre el cultivo o los equipos de inversión fabril.

A pesar de las anteriores limitaciones encontradas, la encuesta muestra que seis de las empresas registran no tener rechazos al solicitar los créditos; mientras que para las empresas que han experimentado rechazos el principal motivo ha sido – efectivamente- la falta de garantías.

Las voces de los palmicultores: Sus dificultades

Finalmente, los encuestados han encontrado algunas limitaciones generales en el momento de acceder al crédito que han sido recopiladas en la Tabla 8:

Tabla 8. Testimonios de los encuestados acerca de las limitaciones para acceder al crédito

CATEGORÍAS	TESTIMONIO
Trámites de crédito	“Falta de oportunidad en el desembolso” “Demasiados trámites documentales” “Tiempo de aprobación de los créditos”
Garantías	“Constitución de hipotecas” “Constitución de garantías” “Se solicitan fiadores, que en ocasiones son difíciles de conseguir” “La disponibilidad, costo y garantías del crédito”
Capacidad de pago	“Bajos ingresos, parcelas diseñadas sólo para sostenimiento” “Asociados potenciales pero no eran aptos para crédito por estar reportados en las centrales de riesgo”
Apoyo estatal	“Se requiere apoyo estatal pues hay mucha desconfianza en el sector” “El Estado debería de contar con subsidios y tasas de interés especiales para este tipo de cultivos a largo plazo” “FINAGRO tiene establecidos costos bajos de financiación para una hectárea de palma y por tanto el ICR no es suficiente” “Los recursos de cooperación internacional han permitido el acceso a un proyecto productivo a familias de escasos recursos que solo cuentan con sus tierras, desafortunadamente se ha disminuido el tiempo y el monto del acompañamiento, trayendo como consecuencia que el crédito asuma costos de administración y acompañamiento, limitando la inversión en el establecimiento y mantenimiento del cultivo; obligándonos a apoyar aquellas familias que tienen otra actividad económica y relegando a familias de escasos recursos.”
Enfermedades	“La zona fue declarada en emergencia por incidencia de la enfermedad pudrición del cogollo”

Fuente: Datos acopiados por la autora a través de encuesta

Las percepciones generales tienden a repetir algunas conclusiones que ya se habían expresado anteriormente como la compleja tramitología para el estudio y desembolso del crédito, la constitución de garantías, entre otras; sin embargo también aparecen otras limitaciones como falta de apoyo estatal para generar confianza en el sector, especialmente en las unidades productivas más pequeñas,

así mismo se experimenta una especie de exclusión pues al no ser suficientes los recursos de apoyo, han sido los más débiles quienes han tenido que renunciar al acceso a proyectos productivos de este tipo.

Por último, aparece un nuevo elemento de riesgo que es necesario mitigar pues a medida que las áreas cultivadas de palma de aceite han ido aumentando, su producción se ha visto amenazada por el incremento de fenómenos patológicos causados principalmente por virus, bacterias y hongos como consecuencia del desbalance en que se induce al ecosistema; entre estas patologías se encuentra la pudrición del cogollo, enfermedad que durante el 2009 se incrementó de forma exponencial la incidencia de la enfermedad causando pérdidas económicas al sector, al respecto el presidente ejecutivo de la Federación Nacional de Cultivadores de Palma de Aceite (Fedepalma), reportó que cerca de “130 mil hectáreas de las 350 mil sembradas de palma se aceite en el país se encuentran en estos momentos amenazadas por esa enfermedad”. En este sentido se haría necesario que en la estructuración del producto financiero se asocie a un programa de asistencia técnica controlado directamente por la empresa emisora del producto financiero, se establezcan el cumplimiento de unos parámetros mínimos de manejo integrado de plagas y enfermedades y finalmente para siembras nuevas se exija el uso de semillas certificadas y resistentes a dicha patología.

8.4. PALMICULTORES: LIGERA PROSPECTIVA

Para complementar el conocimiento de los requerimientos y necesidades de financiación de los cultivadores de palma aceitera se preguntó a los encuestados acerca de sus proyectos futuros, las instituciones con las cuales prefiere realizar sus gestiones de financiación, así como las condiciones financieras que este negocio requiere.

8.4.1. Preferencias institucionales reveladas

De las instituciones financieras:

En la selección de las instituciones financieras a las cuales se recurrirán para la búsqueda de recursos, parece ser muy importante que la entidad se encuentre en la zona, esta apreciación concuerda con los hallazgos encontrados en la investigación de Koo *et al.* (1998) donde los agricultores estadounidenses preferían pagar tasas de interés más altas, mientras pudieran pactar su crédito personalmente; en este sentido el Banco Agrario posee una ventaja frente a otras instituciones gracias a su presencia con 738 oficinas en el país.

Otro aspecto a resaltar es que para los encuestados es importante que la entidad se encuentre especializada en el agro, que conozca el sector, sus riesgos y también sus bondades, de manera que entre instituciones y clientes puedan “hablar en el mismo idioma”; nuevamente cobra protagonismo el Banco Agrario como especializado; a éste se le puede sumar el BBVA antes Banco Ganadero y Bancafé, hoy Davivienda.

Para suplir necesidades de capital de trabajo de corto plazo (12 meses) los palmicultores prefieren recurrir a las mismas asociaciones, ya que algunas de ellas tienen estos servicios de crédito; así mismo algunas extractoras facilitan la compra de fertilizantes y por esto cobran un interés que puede llegar a ser alto.

Las instituciones con las cuales prefieren los encuestados establecer relaciones financieras se pueden apreciar en Tabla 9 donde nuevamente resulta el Banco Agrario como principal referente para establecer relaciones financieras con seis de nueve empresas que lo prefieren frente a otras instituciones bancarias, en este sentido sería necesario revisar la forma de incorporar dicho banco en el proceso de estructuración del nuevo producto, no sólo por la confianza que en su institucionalidad, sino por la presencia nacional.

Tabla 9. Instituciones a recurrir por parte de nueve cultivadores de la Zona Central y Oriental para cubrir necesidades financieras

INSTITUCIÓN	CANT. EMPRESAS	%
Banca Privada	2	22,22%
Bolsa Nacional Agropecuaria	0	0%
Banco Agrario	6	66,66%
Bolsa de Valores Colombia	1	11,11%
Asociaciones, Cooperativas	0	0%
Total	9	100%

Fuente: Datos acopiados por la autora a través de encuesta

Sólo una de las empresas (Indupalma) ha expresado su interés por financiarse a través del mercado de valores, esto se puede atribuir a que tradicionalmente sólo las grandes empresas pueden hacer parte de este mercado; dado lo anterior es necesario contemplar la posibilidad y/o encontrar alternativas para que no sólo los

grandes, sino también medianos y pequeños puedan participar en el mercado de capitales. En este sentido se debe rescatar el trabajo iniciado por la Bolsa de Valores Colombia (BVC) con su programa “Colombia Capital” el cual “busca atraer potenciales empresas emisoras, que una vez se vinculan oficialmente al programa inician un proceso de capacitación y formación en temas de mercado de capitales”²⁹.

En este sentido la BVC toma ventaja a la Bolsa Nacional Agropecuaria (BNA) la cual siendo escenario por defecto para la comercialización de productos agropecuarios y actúa como agente del mercado de capitales, no fue seleccionada por ninguno de los encuestados como institución para encontrar recursos de financiación.

De las prioridades al momento de seleccionar una institución financiera

Se le pidió a las empresas que establecieran sus elementos prioritarios al momento de seleccionar una institución de financiación, y se obtuvo como resultado la escala que se aprecia en la Tabla 10.

Tabla 10. Escala de prioridad para seleccionar una institución de financiación por nueve empresas de las zonas Central y Oriental en el 2010

ELEMENTO DE DECISIÓN	ESCALA	PUNTAJE
Tasa de interés	1	20
Plazos	2	22
Tiempo de gracia	3	29
Rapidez en los desembolsos	4	37
Constitución de garantías	5	41
Acompañamiento técnico	6	48
Respaldo	7	56

Fuente: Datos acopiados por la autora a través de encuesta

²⁹ Disponible en <http://www.colom2biacapital.com.co/mx2/mostrarpagina.jsp?codpage=26>. Consultado: 30 de marzo de 2010

De la anterior escala la cual se construyó de acuerdo a los puntajes obtenidos por cada elemento de decisión³⁰, se desprende que para los encuestados resultan ser muy importantes los detalles de las condiciones financieras (tasa de interés, plazo y tiempos de gracia), esto se puede atribuir a que estos elementos son reflejados en el flujo de caja del proyecto o empresa y por ende en el valor presente neto (VPN) y la tasa interna de retorno (TIR).

Se podría hablar de un segundo bloque en el que se encuentran la rapidez en los desembolsos y la constitución de garantías, las cuales hacen parte de los trámites administrativos para el otorgamiento del crédito y finalmente se encuentra el acompañamiento técnico y el respaldo, que en realidad resultan ser más importantes para quien coloca los recursos, pues con el acompañamiento técnico se otorga mayor seguridad a la inversión, y con el respaldo fidelizan los clientes.

Conocer esta escala de prioridad, se configura en elementos para tener en cuenta en el momento de diseñar el producto financiero, de manera que en su diseño se consideren los elementos que para los clientes potenciales son determinantes en el momento de aceptar o rechazar el producto.

8.4.2. Generalidades de una futura financiación:

Para conocer los planes financieros a futuro de las empresas encuestadas, se indagó acerca de los instrumentos a utilizar para llevar a cabo sus planes y proyectos futuros; la encuesta permitió establecer que las empresas no consideran usar instrumentos como emisión de deuda, titularización, emisión de acciones, papeles comerciales o leasing; lo cual confirma la falta de innovación por parte de los oferentes de productos financieros, que ha sido acompañada por un temor por parte de los demandantes por buscar nuevas alternativas de financiación.

La Tabla 11 muestra que las únicas fuentes de financiación a utilizar por las empresas encuestadas son los créditos, los recursos propios y los subsidios, siendo el crédito el que ocupa la mayor proporción (81,9%) de acuerdo a los montos; tan sólo el 7,77% de las inversiones futuras serán financiadas con recursos propios, mientras que se espera financiar con subsidios el 10,33% de las inversiones totales.

³⁰ Los puntajes menores indican más prioritarios, y los puntajes mayores, menos prioritarios.

Tabla 11. Instrumentos a utilizar, monto total requerido y destino de financiación futura de nueve empresas de la zona Central y Oriental, 2010

INTRUMENTO	MONTO	%	DESTINO
Crédito	\$134.020'000.000	81,90%	Capital de trabajo, nuevas siembras, inversión, planta extractora, planta compostaje y planta polioles
Recursos propios	\$12.700'000.000	7,77%	Capital de trabajo, planta extractora, inversión e investigación
Subsidios	\$16.912'000.000	10,33%	Nuevas siembras, inversión
Total	\$163.632'000.000	100,00%	

Fuente: Datos acopiados por la autora a través de encuesta

El destino de estos recursos que los encuestados prioriza, son las nuevas siembras, seguido de inversión, posteriormente se encuentra capital de trabajo y plantas de extracción; nuevamente aparece la investigación en último lugar -en particular podría nombrarse que para investigación se usarían únicamente recursos propios-, es decir que las empresas no están dispuestas a endeudarse para emprender proyectos investigativos, ni tampoco tienen en cuenta que este rubro podría ser cubierto a través de subsidios.

Otro hallazgo particular, es que cuando se trata de recursos propios las empresas no han contemplado en destinarlo para nuevas siembras, situación que se puede atribuir a que éstas demandan importantes flujos de capital que no son posibles cubrir únicamente con los recursos propios, y adicionalmente el acceso del sector a subsidios ha solucionado -para algunos- los problemas de financiación.

Finalmente, los encuestados esperan cubrir vía subsidios únicamente sus proyectos de nuevas siembras o inversión, los gastos de capital de trabajo ni la inversión en plantas extractoras, pero esto puede estar dado a que los programas estatales no contemplan subvención a estos rubros.

Es importante nombrar que cuando a las empresas encuestadas se les consultó acerca de sus proyectos futuros, a pesar que actividades inherentes al cultivo como nuevas siembras y renovación, inversiones en riego, vías internas y equipo de transporte interno hacen parte de sus planes, también incluyen dentro de sus intereses proyectos para producción de abonos orgánicos con residuos de palma, seguridad alimentaria, proyectos educativos y de mejora de vivienda rural. Esta tendencia nuevamente se configura en una característica para el diseño del producto, pues el hecho que el interés de los cultivadores no sea exclusivo en palma, indica que se podría contemplar un producto que esté basado tanto en los

flujos de caja de la palma y como también en los flujos de cajas de estas otras actividades que los palmicultores desean emprender.

8.4.3. Condiciones crediticias: Proyecciones desde el palmicultor

De los tiempos de gracia requeridos

Según las empresas encuestadas, ocho de nueve consideran que 48 meses son los requeridos de tiempo de gracia por los cultivadores de palma.

Tabla 12. Tiempo de gracia requerido por los cultivadores de palma de la Zonas Central y Oriental, 2010

MESES DE GRACIA	CANTIDAD EMPRESAS	%
48	8	88,88%
60	1	11,12%
TOTAL	9	

Fuente: Datos acopiados por la autora a través de encuesta

Esta información concuerda con el flujo de caja del proyecto (Anexo B), donde se evidencia que a partir de año cuatro (inicia en mes 49) los flujos de caja empiezan a ser positivos.

Plazos requeridos

Las empresas encuestadas reportan que los plazos requeridos (incluido el tiempo de gracia) según el destino podrían ser:

Tabla 13. Plazos requeridos según destino, de acuerdo a nueve empresa de las zonas Central y Oriental, 2010

DESTINO	MESES
Capital de trabajo	24
Nuevas siembras	Entre 120 y 180
Planta extractora	Entre 72 y 120
Reestructuración de pasivos	60
Investigación	72

Fuente: Datos acopiados por la autora a través de encuesta

Según la Tabla 13 para nuevas siembras los encuestados manifiestan plazos entre 120 y 180, sin embargo en un punto anterior se había concluido que un plazo superior a 120 meses incrementaría el porcentaje de intereses y por ende el costo del proyecto.

De la tasa de interés adecuada

La tasa de interés adecuada para los cultivadores encuestados se encuentra entre una mínima de 0,3% E.A y un 8% E.A.; si se calcula un promedio entre las respuestas proporcionadas por los encuestados, arroja una tasa de 4,88% E.A.

Al día de hoy la emisión de títulos valores se están realizando en condiciones más favorables que la financiación a través del sector bancario, según la Revista Dinero #346 durante 2009 “las empresas se financiaron con tasas fijas de 8,7%, IPC + 6%, y/o DTF+1,5%” lo que al día de hoy esto se traduce a 8% (2%+6%) y a 5,49% (3,99%+1,5%).

En este sentido existe una diferencia entre 61 y 312 puntos básicos entre las tasas de interés experimentadas por el mercado y las tasas de interés que los palmicultores encuestados consideran adecuada, lo que indica que la expectativa de los palmicultores está un poco alejada de la realidad del mercado, lo cual se intensifica si se tiene en cuenta que en la actualidad la tasa de referencia del Banco de la República experimenta un nivel históricamente bajo. El componente de la estructura que en un punto anterior fue identificado como el más importante al momento de tomar decisiones de financiación sería necesario verificar a partir de una muestra superior de los demandantes de deuda, sino también con los oferentes, pues la tasa de interés no se fija deliberadamente, sino en razón a un riguroso análisis de riesgos.

Del pago de cuotas

Los cultivadores de palma prefieren cuotas crecientes, pues como se mencionó anteriormente, el ciclo de la palma va incrementando en productividad año a año hasta llegar a 30 toneladas de fruto por hectárea. Algunos cultivadores argumentan que a partir del año siete podrían contemplar establecer cuotas fijas.

Llama la atención que tan sólo 2 de los encuestados prefieran que el pago de las cuotas sea de acuerdo a la producción.

Tabla 14. Esquema de amortización y pago de cuotas requerido por nueve empresas de la zona Central y Oriental, 2010

CUOTAS	CANT. EMPRESAS	PERIODICIDAD	AMORTIZACIÓN CAPITAL (%)	PAGO DE INTERESES (%)
Fijas	0	Mensual	1	1
Crecientes	5	Bimestral	0	0
Decrecientes	1	Trimestral	0	0
Diferenciales	1	Semestral	3	3
De acuerdo a la producción	2	Anual	5	5
Total	9		9	9

Fuente: Datos acopiados por la autora a través de encuesta

Para la amortización de capital y pago de intereses la preferencia es por el pago anual, el cual marca 5 de las nueve encuestas, mientras que el pago semestral tiene fue preferido por 3 de nueve.

8.5. A MANERA DE CONCLUSIÓN: CARACTERÍSTICAS QUE DEBE TENER EL NUEVO PRODUCTO DE FINANCIACIÓN

Como conclusión general de este primer momento se encuentra que si bien los palmicultores han tenido acceso a créditos y subsidios, son los más pequeños los que han observado mayores limitantes; sin embargo existes múltiples organizaciones interesadas en brindar apoyo a los más vulnerables. La experiencia financiera adquirida por los cultivadores les ha permitido conocer sus limitaciones y así mismo trazar un panorama ideal en el momento de estructurar su plan de financiación.

De acuerdo a la revisión de las necesidades y requerimientos encontrados a partir de las encuestas, entrevistas y revisión de información secundaria, a continuación se enuncian las características que el producto a diseñar debe cumplir en su estructuración:

Destino:

Dirigido exclusivamente a cultivos, es necesario contemplar las posibilidades de incluir dentro de los rubros: Compra de tierras, nuevas siembras, renovación, nuevas siembras en cultivos establecidos, y capital de trabajo.

Plazos:

- * Tiempo de gracia: 48 meses.
- * Tiempo total: 120 meses.

Amortizaciones:

- * Cuotas crecientes, de acuerdo a los picos de producción.
- * Periodicidad semestral, anual.
- * Luego del año siete puede ser a una periodicidad menor.
- * Los esquemas de amortización debe hacerse por zonas, de acuerdo a los picos de producción.

Garantías:

- * Contemplar posibilidades de no usar garantías hipotecarias.
- * Uso de garantía FAG.
- * Búsqueda de apoyo gubernamental e internacional para garantizar el porcentaje no cubierto por la garantía FAG.

- * Uso de prenda sobre la producción como garantía

Condiciones operativas:

- * En razón a los costos de la fiducia, estudiar posibilidad de no usar fiducia para los desembolsos.
- * Los participantes: emisor, agentes, calificadora –si fuera necesaria-, entre otros, deben tener conocimiento del sector.
- * Aprovechar presencia y confianza del Banco Agrario para realizar operaciones a través de éste.
- * Mecanismo no puede ser excluyente a pequeñas y medianas plantaciones.
- * Mecanismo de asociatividad, más no de solidaridad en el pago de las obligaciones financieras.
- * Incluir otras actividades productivas que incrementen el flujo de caja.
- * Emisiones del nuevo producto por zonas o núcleos palmeros, no hacer una sola emisión nacional.

Condiciones técnicas:

- * Exigir semilla certificada para siembra nueva y renovación.
- * Exigencia de asistencia técnica, con parámetros mínimos de cumplimiento, sistema de alertas tempranas.
- * La asistencia debe ser brindada-controlada por el emisor administrador, operador –según sea el caso.
- * Exigir acompañamiento técnico y administrativo.
- * El instrumento a escoger, preferiblemente no debe estar sujeto a calificadoras.

Conocer estas características permite por un lado empezar a cerrar la brecha de posibilidades para acceder a financiación y por el otro lado los oferentes y

quienes diseñan las políticas públicas obtienen lineamientos para que incorporen estos requerimientos en sus nuevos desarrollos.

A partir de los anteriores requerimientos, se hace necesario conocer la oferta actual de productos y servicios disponibles en el mercado de capitales, con el fin de contrastar lo disponible con lo requerido y de esta forma seleccionar el instrumento o instrumentos que cumplen la mayor cantidad de atributos requeridos por los palmicultores.

9. ESTADO ACTUAL DE LA OFERTA DE INSTRUMENTOS DE FINANCIACIÓN EN EL SISTEMA FINANCIERO Y REVISIÓN DE LA OFERTA POTENCIAL

Para continuar la caracterización los instrumentos actuales de financiación disponibles para el sector palmicultor, se realizó un recorrido por los productos y servicios ofrecidos por el sistema financiero; el capítulo inicia con la revisión del mercado bancario y los productos que de financiación que éste ofrece, adicionalmente en esta parte se hace una revisión de las líneas que a través de redescuento con FINAGRO ofrece la banca comercial. Seguidamente se realiza una revisión del mercado de valores y los productos que éste tiene a disposición como instrumentos para apalancar el sector real; y finalmente se realiza una matriz que contrasta los requerimientos encontrados en el momento uno con los instrumentos de financiación disponibles en el mercado de capitales.

El sistema financiero es el encargado de conectar a quienes tienen exceso de liquidez, con aquellos que requieren flujos de efectivo para los proyectos productivos (sector real); al respecto Fradique-Méndez (2007), afirma que “tiene un rol fundamental en la economía porque funciona como medio de gestión de riesgos, provee un sistema de pagos y permite asignar un precio a los recursos financieros”.

En nuestro país, el sistema financiero está compuesto por el mercado bancario y el de valores, ambos regulados por la Superintendencia Financiera de Colombia. El mercado bancario también llamado intermediado, está compuesto por las instituciones que captan recursos del público, principalmente en forma de depósitos, que posteriormente colocan en operaciones de crédito y operaciones neutras³¹.

9.1. MERCADO BANCARIO

El tamaño del mercado bancario está conformado por dos tipos de intermediarios: Establecimientos de crédito y sociedades de servicios financieros, y desde la colocación se encuentran los inversionistas institucionales; finalmente se encuentran otras instituciones que brindan soporte técnico y administrativo al sistema bancario como tal.

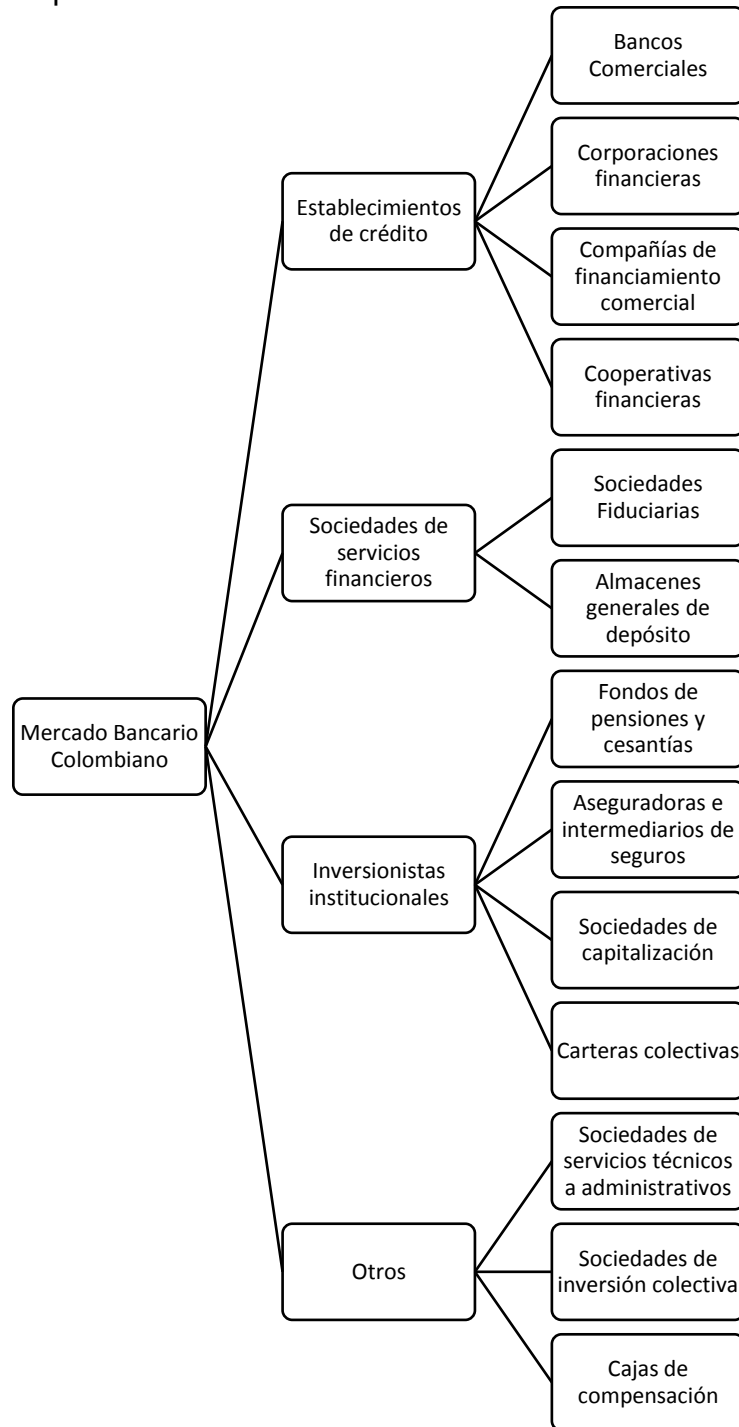
³¹ Operaciones neutras son aquellas en las cuales la respectiva institución no actúa principalmente como acreedor o como deudor.

En la Figura 1 es posible apreciar cada uno de los integrantes de este sistema; en la actualidad existen 57 establecimientos de crédito que se dedican a la captación y colocación, pero se diferencian en el ejercicio de ciertas actividades exclusivas a cada tipo de institución. De estos 57 establecimientos, 18 son los bancos comerciales en donde se presenta la existencia de grupos financieros que concentran una importante participación de mercado; según la Revista Dinero, en su edición del 28 de marzo de 2008, el 72,4% del mercado bancario colombiano se encuentra distribuido así: Aval (28,7%), Bancolombia (20,8%), Davivienda (12,1%) y BBVA (10,9%). El 27,6% del mercado restante está en manos de ocho jugadores Banagrario, que es el único banco estatal que existe en la actualidad; tres bancos locales, el Banco de Crédito, el BCSC y el Sudameris; uno mixto, GEM Colpatría; y tres extranjeros, Citi, Santander y ABN Amro.

Adicionalmente existen tres corporaciones financieras que adicional a su función de captar y colocar recursos, se dedican al desarrollo de actividades que promuevan la creación, reorganización y expansión de empresas del sector real. Otro tipo de establecimientos de crédito, son las compañías de financiamiento comercial quienes tiene por objeto principal facilitar la comercialización de bienes y servicios y también el leasing; y finalmente se encuentran las cooperativas financieras, que realizan actividades de corte financiero, pero su esencia es cooperativa siendo parte también del sector solidario.

El segundo grupo de intermediarios son las sociedades de servicios financieros, que funcionan como auxiliares de crédito y están conformadas por 16 sociedades fiduciarias y cuatro almacenes generales de depósito. Las sociedades fiduciarias se encargan de la gestión de negocios, transacciones u operaciones por cuenta de terceros, con el fin de asegurarse una buena ejecución de la inversión; mientras que los almacenes generales de depósito como su nombre lo dice almacenan, conservan, custodian, manejan y distribuyen mercancías, así como también realizan operaciones relativas a los certificados de depósito y bonos de prenda.

Figura 1. Descripción del mercado bancario Colombiano



Fuente: Adaptado por la autora con base en información de BVC

Los principales inversionistas institucionales son los fondos de pensiones y cesantías, y las aseguradoras; así mismo dentro de ese grupo se encuentran las sociedades de capitalización las cuales estimulan el ahorro, constituyen capitales a cambio de desembolsos periódicos; finalmente se encuentran las carteras colectivas que integran recursos de terceros para obtener resultados colectivos.

Para el estudio de la oferta actual, sólo se revisarán los productos y servicios de los establecimientos de crédito y la sociedades de servicios financieros, pues son ellos los que tienen alternativas de financiación; los inversionistas institucionales son integrantes que poseen liquidez y se encuentran buscando opciones de inversión a las mejores tasas y menores riesgos, pero no son oferentes de productos de financiación, ya que en realidad ellos se convertirían en los clientes potenciales del producto que se diseñado durante el presente estudio.

Al revisar los servicios bancarios realmente se encuentra que la oferta es amplia, lo cual se convierte en condición favorable para los demandantes de crédito, pues debido a la competencia las instituciones deben ofrecer tasas de interés competitivas y otros agregados; sin embargo el hecho de ser un mercado intermediado las tasas de intermediación son muy costosas en razón a que es la entidad bancaria quien asume los riesgos del deudor.

Se revisaron los servicios de financiación ofertados por los algunos establecimientos de crédito -los más representativos- con el fin de conocer si tienen alguna inclinación hacia los productos agropecuarios, y si los productos de financiación que ofrecen cumplen los requisitos de los cultivadores de palma; se obtuvo un gran listado de instituciones y productos de los cuales aquellos que aplican para inversión en palma, se encuentran resumidos en el Encasillado 1 y aquellos que no aplican para palma se encuentran resumidos en el Anexo D.

A continuación se presenta un encasillado que informa para las instituciones bancarias más representativas por su aproximación de servicios hacia el agro, donde se tuvieron en cuenta aspectos como: Servicios de financiación y breve descripción de éstos, así como los requisitos exigidos.

Encasillado 1. Instituciones bancarias que ofrecen servicios al agro y productos que aplicarían para inversión en cultivos de palma de aceite, 2010

Banco de Bogotá	
Producto	Crédito agropecuario
Descripción	Crédito agropecuario bajo la línea de redescuento FINAGRO
Requisitos	Solicitud de Servicios Financieros Persona Jurídica Cámara de Comercio actualizada Relación de accionistas y % de aportes Composición accionaria de las empresas socias o accionistas del deudor principal cuya participación supere el 20% Paz y salvo Cifin – Datacrédito Balances fiscales y estado de resultados Declaración de Renta Hipoteca Prendaria Fiducia Cesión de derechos económicos No puede ser respaldado con una garantía del FAG Bono de prenda
Banco Popular	
Producto	Bonos de prenda
Descripción	Crédito redescuento para capital de trabajo con recursos de Finagro respaldado con bonos sobre mercancías de producción nacional depositadas en almacenadoras o bodegas del cliente.
Producto	Crédito agropecuario
Descripción	Crédito agropecuario bajo la línea de redescuento FINAGRO
Requisitos	Justificar la inversión. Contar con asistencia técnica durante la vigencia del crédito. Informar cualquier cambio del proyecto y aceptar el control de la inversión. Demostrar calidad de dueños, poseedores o arrendatarios del predio en el cual se desarrollará la inversión. Realizar la totalidad de obras incluidas en el proyecto de inversión.
Bancolombia	
Producto	Crédito de redescuento FINAGRO
Descripción	Financia las actividades agropecuarias mediante la canalización y administración de recursos suficientes y oportunos por medio del sistema financiero. El monto es hasta \$5.000 millones aproximadamente. Con un plazo hasta 10 años aproximadamente.
Requisitos	Puede acceder al Fondo Agropecuario de Garantías (FAG)

Encasillado 1. (Continuación)	
Citi Bank	
Producto	Cartera ordinaria
Descripción	Crédito en pesos cuya a negociación se hace directamente con la tesorería del banco, la tasa de interés depende de las condiciones del mercado en el momento de dicha negociación. El monto mínimo es \$ 10 millones El plazo es mediano y largo
Requisitos	Pagaré para cartera ordinaria firmado por las partes Carta de instrucciones
Producto	Créditosredescuento FINAGRO
Descripción	Crédito en pesos otorgado al sector agropecuario para costos directos o de proyectos de inversión, bajo las líneas de crédito de fomento. Financiación a mediano y largo plazo. Tasa de interés menores a las de las carteras ordinarias.
Requisitos	Pagaré firmado por la partes (Banco y Empresa). Carta de instrucciones. Datos del balance y debe diligenciar formatos específicos
BBVA	
Producto	Línea de crédito ordinario
Descripción	Dirigido a personas jurídicas y naturales con actividad comercial, con la finalidad de suplir las necesidades de capital de trabajo y financiar proyectos de inversión. Plazo: De 1 a 120 meses, de acuerdo con el flujo de caja del proyecto. Monto: Desde \$100.000.000 y hasta la capacidad de pago del cliente. Financia el 100% de las necesidades de capital de trabajo de su empresa y hasta el 70% para proyectos de inversión.
Requisitos	Sujeto a valoración por parte del Departamento de Riesgos.
Producto	Crédito de Redescuento FINAGRO
Descripción	Créditos para capital de trabajo con plazos hasta de 24 meses y amortizaciones acordes a su sistema de producción, óptimos para la financiación de producción agrícola de cultivos semestrales, sostenimiento de las actividades agrícolas y pecuarias, transformación primaria y comercialización de productos agropecuarios. Especial servicio a personas y empresas cuyo negocio es la comercialización de insumos y servicios de apoyo al sector agropecuario. Líneas de inversión con plazos hasta de 8 años, períodos de gracia según requerimientos del proyecto y amortizaciones acordes al sistema de producción, para la financiación del

Encasillado 1. (Continuación)	
	establecimiento de cultivos permanentes, compra de animales, adecuación de tierras, infraestructura agrícola y pecuaria, adquisición de tierras, infraestructura para la transformación primaria y la comercialización. Productos para el fomento del cultivo de palma de aceite y la mecanización agropecuaria, con excelentes tasas, plazos y total responsabilidad en el trámite del crédito.
Davivienda	
Producto	Redescuento FINAGRO
Descripción	Capital de trabajo, inversión en activos fijos y diferidos, consolidación de pasivos, líneas de inversión, proyectos empresariales, innovación y desarrollo tecnológico.
Requisitos	Solicitud de Tarjeta Agropecuaria NIT Certificado de Cámara de Comercio (expedición no mayor a 30 días) Formato de Planificación de Crédito FINAGRO Balance Comercial año en curso Estados Financieros de los 2 últimos años fiscales No propietarios del predio donde se realizará la inversión: Acreditar su tenencia legal. (Contrato de Arrendamiento, Sucesión, etc.) Certificado de Tradición y Libertad, expedición no mayor a 30 días.
Producto	Banca Agropecuaria (Bancafé)
Descripción	Financiación de proyectos agrícolas, pecuarios, agroindustriales y de comercialización.
Producto	Tarjeta Agropecuaria de Crédito
Descripción	Financia actividades en las distintas fases del proceso de producción de bienes agrícolas, pecuarios, agroindustriales y de comercialización. Fechas de pago, de acuerdo con el ciclo productivo de su actividad. Avances en efectivo, hasta por el 100% del cupo
Requisitos	NIT Certificado de Cámara de Comercio (expedición no mayor a 30 días) Balance Comercial año en curso Estados Financieros de los 2 últimos años fiscales No propietarios del predio donde se realizará la inversión: Acreditar su tenencia legal. (Contrato de Arrendamiento, Sucesión, etc.) Certificado de Tradición y Libertad, expedición no mayor a 30 días.

Encasillado 1. (Continuación)	
Producto	Cartera Ordinaria Agropecuaria
Descripción	Recursos destinados a capital de trabajo en actividades agrícolas, pecuarias y agroindustriales, para las fases de producción, sostenimiento, transporte, almacenamiento y comercialización. Amortización trimestral o semestral, de acuerdo con el flujo de caja. Hasta 36 meses de plazo. Monto financiable acorde con la actividad desarrollada.
Requisitos	Estados Financieros de los 2 últimos años fiscales Flujo de Caja (Año Corrido) y proyectado a un año (Incluir número de hectáreas o unidades, rendimientos por hectárea, precios, comentarios, etc.) No propietarios del predio donde se realizará la inversión: Acreditar su tenencia legal. (Contrato de Arrendamiento, Sucesión, etc.) Certificado de Tradición y Libertad, expedición no mayor a 30 días.
Banco Agrario	
Producto	Líneas especiales
Descripción	Población desplazada o reinsertada Vivienda de interés social rural Mujer cabeza de familia agropecuaria Adquisición de maquinaria agrícola e implementos Agroindustrial para Bogotá
Producto	Líneas de crédito para inversión
Descripción	Plantación y mantenimiento Adecuación de tierras Tierras, capitalización y creación de empresas, vivienda rural e investigación
Producto	Crédito asociativo y agricultura por contrato - Alianza Estrategia
Descripción	Financiación a grupos de productores que se asocian para mejorar su rentabilidad, a través de la aplicación de tecnologías apropiadas, economías de escala en compra de insumos y pago de servicios, y comercialización asegurada con mecanismos de fijación de precios definidos antes de empezar el proceso productivo. Cuando el crédito asociativo se efectúa en cabeza de un municipio se denomina FORAM y las condiciones financieras son las mismas.
BCSC	
Producto	Crédito asociativo para financiación del cultivo de palma
Descripción	Crédito para nuevas siembras de palma, desembolsos acorde con las etapas del proceso productivo. Tiempo de gracia: 4 años Pago de deuda: 8 años Recaudo de cartera centralizado en cabeza de la asociación.

Encasillado 1. (Continuación)	
Requisitos	Ser pequeños campesinos Estar ubicados en el Magdalena Medio Documentos de soporte de la tenencia de la tierra

Fuente: Elaboración de la autora con base en información de las instituciones

En general se encuentra que la mayoría de ellos ofrecen los créditos de redescuento de FINAGRO, denominados “créditos a la medida” pues ofrecen las características específicas requeridas por el agro; sin embargo, no se encuentra mucha inclinación, preferencia, esfuerzos comerciales en la oferta de productos dicho sector. Entre las entidades que tienen más interés por productos agropecuarios se encuentran el Banco Agrario –este banco estatal es la entidad de referencia para el sector-, BBVA –antes Banco Ganadero- , Davivienda –a través del Banco Cafetero- y el Banco Caja Social (BCSC).

El Banco Agrario tiene como objeto desarrollar las operaciones propias de un establecimiento bancario comercial, financiar en forma principal, pero no exclusiva, las actividades relacionadas con el sector rural, agrícola, pecuario, pesquero, forestal y agroindustrial; ofrece múltiples servicios al sector dando cumplimiento de su objeto social, entre los cuales se encuentran líneas de capital de trabajo e inversión (Encasillado 1), créditos asociativos, uso de la garantía FAG –algunas entidades no la aceptan- y más fácil acceso al ICR, así como también tarjetas de crédito.

Del BBVA, se evidencia una mayor especialización en el agro –en comparación con otros establecimientos de crédito- y adicional a sus servicios de crédito, complementan su portafolio con agregados como asesoría a los proyectos y apoyo especializado si se requiere; igual situación sucede con Davivienda –red Bancafé- pues se experiencia en el sector cafetero le permitió diseñar otras herramientas financieras al servicio del agro.

El caso del BCSC es particular, pues de ellos se encuentra un completo estudio de mercado donde se analizaron los actores del sector palmicultor del Magdalena Medio, se determinaron factores de éxito como el compromiso del sector público, se evaluaron los riesgos, así como hicieron un estudio del ciclo productivo de la palma, con el fin de determinar el esquema de financiación más conveniente para los cultivos de palma. Adicional a crédito asociativo ofrecieron a los deudores otros productos como tarjetas débito, créditos individuales y acceso a crédito en la red. Finalmente se plantearon algunas recomendaciones, que viene al caso relacionar porque se pueden aprovechar para el diseño del nuevo producto:

- * Definir el objetivo en forma clara.
- * Definir actores convocados al desarrollo del proyecto.
- * Involucrar al sector público y al sector privado.
- * Establecer compromisos de las entidades.
- * Invitar a la Alta Gerencia.
- * Diseñar los productos y definir las políticas que se ajusten a las necesidades del segmento objetivo.
- * Realizar el acompañamiento y seguimiento en las etapas del proceso.
- * Utilizar el marco legal e institucional vigente.
- * Identificar los riesgos y blindar las variables buscando el éxito del proyecto en el largo plazo. (BCSC, 2005)

Los demás bancos comerciales, si bien tienen líneas que abarcan desde “muy pequeñas empresas” como las ofrece el Banco ProCredit, pasando por las medianas, y hasta cliente corporativos, en la mayoría de las ocasiones no se ajustan a los requerimientos del sector agropecuario en general y del la palma en particular. Cuando los créditos son para capital de trabajo por ejemplo, el tiempo es demasiado corto, y cuando son para inversión, no contemplan tiempos de gracia y el destino es para activos fijos quedando por fuera la inversión en siembra.

Otra situación especial se encuentra en los requerimientos; en general todos los bancos comerciales tienen una completa lista de chequeo para aprobar o negar un crédito, lista que además de la documentación implica por ejemplo la valoración por el departamento de riesgos, para el caso del BBVA; flujo de caja año corrido y proyectado exigido por Davivienda, entre otro conjunto de requisitos que le permitirán a la institución determinar si el cliente o empresa resultaría apto. Sin embargo, aquellas entidades con requerimientos mucho más flexibles – especialmente las de microfinanzas- las tasas de interés son muy altas, llegando a niveles de 33,92% E.A para el caso de Bancamía, por ejemplo.

Entre los instrumentos anteriormente descritos, los únicos diferentes a crédito son los bonos de prenda y los repo; los primeros vuelven líquidas unas mercancías almacenadas y ya se usan en palma; y los segundos se negocian como títulos

para ser recomprados en el futuro, y aunque son soluciones de muy corto plazo, sería interesante revisar la adaptabilidad de este tipo de instrumentos al ciclo productivo de la palma de aceite.

Al respecto, las evidencias registradas en el capítulo anterior confirman que la existencia de estos créditos, acompañados del AIS el cual ofrece financiación en condiciones financieras muy favorables, pudo haber desestimulado la oferta de nuevos productos de financiación, en tanto este último ofrece tasas subsidiadas y por tanto muy competitivas; esta situación pudo haber limitado la oferta de productos de financiación por parte de las instituciones, ante una ausencia de demanda por crédito. Sin embargo la situación coyuntural específicamente con el AIS nuevamente abre espacio a los potenciales oferentes, dado que se supone habrá mayores restricciones en el momento de otorgar dichos subsidios, lo cual incentivaría nuevamente la oferta de productos para el apalancamiento de las inversiones en palma de aceite.

Como se pudo observar en el encasillado anterior, la mayoría de los bancos comerciales ofrecen la línea de redescuento a través de FINAGRO, y por ende se hace necesario revisar sus condiciones (Tabla 15).

Tabla 15. Líneas de redescuento FINAGRO para crédito destinado a palma de aceite

LÍNEA DE CRÉDITO	DESTINO	RUBRO	ACTIVIDADES A FINANCIAR	FINANCIACIÓN MÁXIMA POR HECTÁREA	PLAZO
Capital de Trabajo	Sostenimiento	Viveros Palma de aceite	Fertilización, asistencia técnica, control fitosanitario y de malezas, suministro de riego y su evacuación recolección, constitución de operaciones de cobertura de precios de la producción a comercializar, arrendamiento de tierra cuando se pague directamente al propietario.	80% de los costos directos	24 meses
Capital de Trabajo	Transformación primaria y comercialización de bienes de origen agropecuario	Anticipo a productores Costo promedio compras Cartera, inventarios y costos directos	Costos de adquisición de bienes agropecuarios, de origen nacional (inventarios de materias primas), y los correspondientes a su distribución o venta (cartera), en el desarrollo de actividades de transformación primaria y/o comercialización.	80%	24 meses
Capital de Trabajo	Servicios de apoyo a la producción agropecuaria	Cartera, inventarios y costos directos Costos operativos y de funcionamiento	La financiación se otorga sobre los costos operativos requeridos para la prestación de servicios de apoyo a la actividad productiva agropecuaria, así como para	80%	24 meses

Tabla 15. (Continuación)

LÍNEA DE CRÉDITO	DESTINO	RUBRO	ACTIVIDADES A FINANCIAR	FINANCIACIÓN MÁXIMA POR HECTÁREA	PLAZO
		Proyectados	Producción y venta de insumos utilizados en la actividad productiva agropecuaria		
Capital de Trabajo	Bonos de prenda	Aceite de Palma Africana Aceites y grasas vegetales no refinados Torta de palmiste	Financiación de inventarios de bienes agropecuarios de origen nacional o producto de su transformación primaria, garantizados con la pignoración de los mismos mediante la expedición del título valor (bono de prenda) por un Almacén General de Depósito.	100%	12 meses
Inversión	Plantación y mantenimiento	Palma de aceite Renovación palma de aceite	Financiación de los costos directos para el establecimiento y su sostenimiento durante los años improductivos de especies vegetales de mediano y tardío rendimiento (ciclos vegetativo mayor a dos años), asociados a preparación del suelo, adquisición de semillas o material vegetal, siembra, fertilización, asistencia técnica, control de malezas y fitosanitario, suministro de riego y su evacuación,	80%	Acorde al ciclo productivo

Tabla 15. (Continuación)

LÍNEA DE CRÉDITO	DESTINO	RUBRO	ACTIVIDADES A FINANCIAR	FINANCIACIÓN MÁXIMA POR HECTÁREA	PLAZO
			infraestructura vial, infraestructura de soporte, cultivos de cobertura o sombrío, su sostenimiento en el período improductivo y arrendamiento de tierra cuando se pague directamente al propietario.		
Inversión	Adquisición de maquinaria y equipo, y reparación de maquinaria	Combinadas Implementos y equipos agrícolas Maquinaria usada Reparación de maquinaria y embarcaciones Equipos usados Maquinaria pesada uso agropecuario. Otros equipos de apoyo a la actividad agropecuaria Tractores	Adquisición de maquinaria y equipos, nuevos o usados, requeridos en los procesos de producción, recolección y beneficio a nivel de la unidad productiva de actividades agropecuarias; así como su reparación.	80%	60 meses

Tabla 15. (Continuación)

LÍNEA DE CRÉDITO	DESTINO	RUBRO	ACTIVIDADES A FINANCIAR	FINANCIACIÓN MÁXIMA POR HECTÁREA	PLAZO
Inversión	Adecuación de tierras	Adecuación de tierras para actividad agrícola Campamentos para trabajadores Reparación campamentos Electrificación Carreteables y puentes Obras civiles para riego Reparación obras civiles para riego Obras civiles control de inundaciones Reparación carrreteables y puentes Equipos y sistemas de drenaje Equipos usados o reparación equipos de drenaje	Costos de inversión en actividades cuya finalidad sea mejorar las condiciones de producción de bienes agropecuarios, a través del acondicionamiento del estado físico y químico de los suelos, la dotación de sistemas de regadío, drenaje y control de inundaciones, y adecuación para el manejo del recurso hídrico. Cuando se trate de proyectos de riego y drenaje, manejo del recurso hídrico y electrificación, se podrán financiar las inversiones que, a nivel extrapredial, sean demandadas para asegurar la plena operatividad del respectivo sistema, incluida la compra de terrenos y el pago de servidumbres.	100%	Acorde al flujo de caja de la actividad productiva

Tabla 15. (Continuación)

LÍNEA DE CRÉDITO	DESTINO	RUBRO	ACTIVIDADES A FINANCIAR	FINANCIACIÓN MÁXIMA POR HECTÁREA	PLAZO
		Equipos y sistemas de riego Equipos usados o reparación equipos de riego Reparación obras civiles control de inundaciones Obras civiles para drenaje Reparación obras civiles para drenaje			
Inversión	Infraestructura para la producción agropecuaria	Bodegas Reparación bodegas Infraestructura agrícola Reparación infraestructura agrícola	Costos de inversión para la dotación de infraestructura de producción como bodegas, invernaderos o salones para producción a temperaturas controladas, campamentos de trabajadores, entre otros.	100%	Acorde al flujo de caja de la actividad productiva
	Infraestructura y equipos para transformación primaria y	Bodegas manejo post-cosecha Reparación Bodegas manejo post-cosecha	Costos de inversión en infraestructura y dotación de maquinaria y equipos (nuevos o usados) para el almacenamiento, transformación primaria, conservación y	80%	60 meses

Tabla 15. (Continuación)

LÍNEA DE CRÉDITO	DESTINO	RUBRO	ACTIVIDADES A FINANCIAR	FINANCIACIÓN MÁXIMA POR HECTÁREA	PLAZO
	comercialización	Infraestructura Reparación infraestructura Transporte no especializado Maquinaria y equipos Maquinaria y equipos usados Reparación maquinaria y equipos	comercialización de bienes agropecuarios de origen nacional.		
Inversión	Infraestructura de servicios de apoyo a la producción	Centros de arrendamiento de maquinaria agrícola Centros para asesoría técnica Infraestructura Reparación infraestructura Maquinaria y equipos Maquinaria y equipos usados o reparación maquinaria y equipos Talleres de reparación	Costos de inversión en infraestructura y dotación de maquinaria y equipos requeridos (nuevos o usados) en proyectos destinados a la prestación de servicios de apoyo a la producción agropecuaria y la producción y comercialización de insumos y de bienes de capital para estas.	80%	60 meses

Tabla 15. (Continuación)

LÍNEA DE CRÉDITO	DESTINO	RUBRO	ACTIVIDADES A FINANCIAR	FINANCIACIÓN MÁXIMA POR HECTÁREA	PLAZO
Tierras, vivienda rural, capitalización y creación de empresas, e investigación	Compra de tierras		Costos de inversión en la compra de tierras para uso en la producción de bienes agropecuarios. En el seguimiento a estos créditos, los intermediarios financieros, en los 120 días siguientes a la contabilización del crédito, deberán exigir a los beneficiarios la presentación de la escritura del predio objeto de financiación y un certificado de libertad y tradición reciente, en el cual se consigne tal hecho.	80%	Acorde al flujo de caja de la actividad productiva
Tierras, vivienda rural, capitalización y creación de empresas, e investigación	Vivienda rural		Costos de inversión para construcción y mejora de vivienda, localizada en predios vinculados a procesos de producción agropecuaria.	80%	Acorde al flujo de caja de la actividad productiva
Tierras, vivienda	Capitalización, compra y		Crédito solicitado directamente por personas naturales o jurídicas, para la	80%	Acorde al flujo de

Tabla 15. (Continuación)

LÍNEA DE CRÉDITO	DESTINO	RUBRO	ACTIVIDADES A FINANCIAR	FINANCIACIÓN MÁXIMA POR HECTÁREA	PLAZO
rural, capitalización y creación de empresas, e investigación	creación de empresas		constitución o incremento del capital social de personas jurídicas que tengan por objeto el desarrollo de actividades agropecuarias, acuícola, de pesca y actividades rurales. Los aportes deben estar sustentados en las necesidades de capital de la empresa para la ejecución del proceso productivo, bien sea como capital de trabajo (costos operativos) o como inversión, excluyéndose los recursos para cancelación de pasivos. Igualmente es financiable la compra de acciones o cuotas de participación de empresas constituidas.		caja de la actividad productiva
Tierras, vivienda rural, capitalización y creación de	Investigación		Costos de inversión en infraestructura, dotación de maquinaria y equipos, y en la realización de estudios de factibilidad, en proyectos orientados a mejorar las condiciones técnicas de la producción y	80%	Acorde al flujo de caja de la actividad productiva

Tabla 15. (Continuación)

LÍNEA DE CRÉDITO	DESTINO	RUBRO	ACTIVIDADES A FINANCIAR	FINANCIACIÓN MÁXIMA POR HECTÁREA	PLAZO
empresas, e investigación			comercialización agropecuaria		
	Asistencia Técnica		Los costos asociados al servicio de asistencia técnica para el desarrollo del cultivo	80%	Acorde al flujo de caja de la actividad productiva

Fuente: FINAGRO

Como se puede apreciar en la Tabla 15, las líneas de FINAGRO ofrecen múltiples opciones de financiación para todas las necesidades que un cultivo de palma de aceite puede tener, sin embargo su condición de entidad estatal la hace susceptible a ciertas debilidades como la existencia de un comité intersectorial que decide cuáles proyectos seleccionar³²; y en general se favorecen los empresarios grandes mientras que los pequeños productores por no estar organizados en cooperativas o asociaciones no pueden acceder a ninguno de los beneficios otorgados por dicha entidad, convirtiéndose en una herramienta excluyente.

Adicionalmente según informe de calificación de BRC Investor Service se acusa dentro de las debilidades, cierta demora en la entrega de los créditos, desconocimiento de los servicios de FINAGRO por parte de los agricultores quienes son los principales beneficiarios, percepción de riesgo de los beneficiarios de créditos agropecuarios en el sistema financiero lo que limita la expansión de las colocaciones de redescuento, desconocimiento de los requerimientos necesarios para obtener recursos de redescuento por parte de algunos intermediarios financieros, frecuentes cambios en la normatividad interna sobre el crédito, y finalmente baja divulgación regional de los servicios hacia pequeños y medianos productores.

Por concepto de créditos bajo las líneas de financiación de FINAGRO, la Federación Nacional de cultivadores de palma de aceite (FEDEPALMA) reporta que para el 2009, se otorgaron créditos con recursos de FINAGRO por valor de \$174.873 millones mientras que en el 2004 los créditos fueron de \$50.567 millones a precios corrientes, es decir un incremento de 247% durante estos seis años y lo que en total han sumado 1947 créditos por valor \$626.689 millones, de estos créditos \$142.073 millones corresponde a ICR, es decir un 22% de los montos otorgados para crédito. Si se tiene en cuenta la información reportada por la Revista Palmas en el año 2005, donde informa que el sector necesitará 125 millones de dólares anuales –lo que a un dólar de \$2000, significarían \$250.000 millones anuales- se encuentra que hay un faltante de fuentes de recursos por más de \$75.000 millones anuales, que podrían ser encontrados en el mercado de capitales.

Como se mencionó anteriormente, además de los bancos comerciales se encuentran otros establecimientos de crédito que suplen los requerimientos de financiación; entre ellos las corporaciones financieras que tienen actuación tanto en la banca nacional e internacional y en el mercado de capitales. En nuestro país existen tres corporaciones financieras: Corficolombiana S.A, la Banca de Inversión Bancolombia S.A. Corporación

³² De acuerdo al informe realizado por Juan Esteban Lewis para La Silla Vacía

Financiera y JP Morgan Corporación Financiera S.A. Corficolombiana presta servicios especializados en movilización de recursos de capital y deuda, a clientes nacionales y extranjeros de los sectores público y privado cuyas ventas anuales son superiores \$5000 millones, -es decir equivale un cultivo de unas 1000 hectáreas que se encuentre en plena producción-, tanto para nuevas financiaciones como para la refinanciación de pasivos existentes. Entre su oferta de mecanismos de financiación se encuentran las financiaciones estructuradas y el Project Finance el cual se utiliza para oleoductos, refinерías, plantas generadoras de electricidad, proyectos hidroeléctricos, construcciones portuarias, de exploración y explotación minera. Otra corporación financiera es la Banca de Inversión Bancolombia la cual brinda asesoría financiera especializada en finanzas corporativas, entre sus productos se destacan: Sindicación de recursos, compras y adquisiciones, emisiones de bonos y papeles comerciales, entre otros.

En la revisión de algunas compañías de financiamiento comercial -también se encuentran las compañías de leasing³³- se evidencia una poca inclinación por productos agropecuarios; únicamente, Serfinansa que tiene créditos para el sector ganadero para compra y con plazos de hasta 60 meses: Entre las otras compañías indagadas se encuentra Finamérica que ofrece financiamientos máximos a seis meses; Coltefinanciera, a pesar que tiene un amplio portafolio de productos como triangulación para compra de bienes y servicios acorde al ciclo productivo, descuento de títulos, crédito empresarial para adquisición de insumos y compra de activos, factoring y leasing, no se encuentra financiación para sector agropecuario ni con estructuras que incluyan tiempos de gracia como se necesitaría en el sector palmicultor; la Inversora Pichincha y la Financiera Internacional, sólo ofrece servicios para personas naturales; mientras que Confinanciera S.A., Finandina, Sufi, GMAC Financiera de Colombia se encuentran especializados en la financiación de automóviles.

De las siete cooperativas financieras existentes en Colombia, cinco se encuentran en Antioquia y por ende su área de influencia se concentra en esta zona del país; Coomeva en el Valle, aunque ha ampliado cobertura a diferentes zonas del país -entre las que se encuentran algunos departamentos pertenecientes a las zonas palmeras- y Juriscoop nacida en

³³ No se tuvo en cuenta los servicios de leasing pues sólo funciona para bienes muebles, como maquinaria y equipo, bienes de capital, vehículos de carga, particulares, de transporte de pasajeros, equipos de oficina equipos de cómputo y bienes inmuebles productivos como: bodegas, locales, oficinas y plantas industriales, y no para la siembra y sostenimiento de cultivos agrícolas.

Bogotá pero tiene cubrimiento nacional. Esta figura, que por su tamaño y su carácter solidario hace pensar que funcionaría muy bien para atender específicamente las necesidades de los pequeños, en sus portafolios sólo se encuentran alternativas de crédito, es decir, todavía no se percibe innovación en el diseño de instrumentos de financiación y por tanto se presenta una oportunidad para indagar la posibilidad de hacerlos partícipes en la estructuración del nuevo producto, donde actúen como soporte para los más pequeños.

Las sociedades fiduciarias funcionan básicamente con dos operaciones, para la captación de recursos tiene carteras colectivas y fondos de inversión, y de otro lado tienen operaciones de administración de recursos encargados por los fideicomitentes de acuerdo a determinadas instrucciones. En general los bancos más grandes tienen sus respectivas sociedades fiduciarias por ejemplo el BBVA, el Banco de Bogotá con la Fiduciaria Bogotá, Helm Fiduciaria, Fiduciaria Colpatría. Existen otras fiduciarias más independientes como Alianza Fiduciaria S.A., Acción Fiduciaria y otras que se han especializado en sectores específicos como Fidupetrol S.A, Fiducaf  S.A. Y Fiduagraria S.A.

De esta última es necesario recalcar su perfil agropecuario, es decir por un lado dentro de sus carteras colectivas se encuentra la Agrorenta que “destina recursos aportados por los inversionistas a la compra de activos que se encuentren o no inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE), negociados directamente o través de una bolsa de productos, bienes y servicios, como la Bolsa Nacional Agropecuaria” (Fiduagraria, 2010), y así mismo tiene diferentes fiducias de administración de emisión de bonos, de administración y pagos, de administración y pagos para créditos asociativos, de fuentes de pago, de garantía, de inversión específica, entre otras, que podrían funcionar muy bien –si fuera necesario- en la vigilancia de las inversiones a realizar a través del nuevo producto de financiación del cultivo de palma.

Al respecto es importante resaltar los beneficios de constituir un fideicomiso expresados por Alianza Fiduciaria en su página web:

Ventajas de orden jurídico:

- * Tiene una estructura de conformación y manejo flexible, de acuerdo con la voluntad de las partes que suscriben el negocio.
- * Conlleva manejo confidencial de la información de los participantes del negocio y de las condiciones del mismo, que est n sujetos al deber de reserva bancaria.

- * No se asumen costos relativos a trámites notariales, de registro mercantil, entre otros, para efectos de su conformación.
- * Permite que los participantes regulen las normas de entrada y salida del negocio, incluyendo la forma de realización de aportes, barreras de salida, entre otros.
- * Las reglas de juego pueden ser modificadas fácilmente con acuerdo de las partes.
- * Puede estructurar órganos de decisión para los temas claves del negocio, con forma de operación muy ágil.
- * Puede establecer reglas de liquidación claras y ágiles, a diferencia de los engorrosos trámites que conlleva el tema para una sociedad.

Ventajas de orden operativo.

- * No requiere una estructura administrativa y contable independiente, por cuanto estas actividades son desarrolladas por la fiduciaria.
- * No se requiere la adquisición, sellamiento, y registro de libros de comercio y papeles del comerciante, toda vez que los mismos son registros internos del fideicomiso.
- * La Fiduciaria genera información periódica lo que permite tener disponible mejor y más actualizada información del funcionamiento del fideicomiso.
- * El fideicomiso cuenta con una administración profesional y calificada que garantiza la adecuada marcha del negocio, que puede ser asistida desde el punto de vista técnico por un soporte que pueden designar los mismos participantes, si ello es necesario.
- * El patrimonio autónomo tiene un estricto control y vigilancia tanto de los órganos internos de la Fiduciaria, como por parte de la Superintendencia Bancaria.

Ventajas de orden financiero.

- * Los patrimonios autónomos tienen importantes ventajas tributarias teniendo en cuenta que:
 - No son sujetos de impuesto de renta.
 - No son sujetos de renta presuntiva.
 - No son sujetos de retención en la fuente
 - En algunas ciudades no son sujetos del impuesto de industria y comercio.
 - No son sujetos de impuestos especiales tales como de guerra o paz
 - Evita la doble tributación
 - Permite un manejo más eficiente del 4 por mil.

- * Los costos de constitución, funcionamiento y liquidación son menores frente a los que se puede incurrir en las sociedades comerciales.

- * No se tienen costos tales como revisoría fiscal, contador titulado, matrícula mercantil, etc., que aumentan el costo de la administración de una sociedad.

Estas ventajas se configuran como una verdadera alternativa para constituir una especie de “empresas de empresas” que permita unir capitales, esfuerzos, ganar economías de escala, en el momento en que se estén realizando los desembolsos dirigidos al cultivo de palma aceitosa.

La última figura dentro de la que componen la oferta del sistema financiero son los almacenes generales de depósito; éstos son “organizaciones auxiliares de crédito, cuyo objetivo principal es el almacenamiento, guarda, conservación, manejo, control, distribución o comercialización de los bienes o mercancías que se encomiendan a su custodia”³⁴. Estos almacenes expiden un certificado de depósito de mercancía (CDM) y bonos de prenda que se configuran en títulos valores que pueden negociarse como tales para darle liquidez a las empresas. En Colombia existen Almaviva S.A., Alpopular S.A., Almagrario y Almacafé; sus actividades no se limitan al almacenamiento, sino que se han diversificado como integrador logístico, como operador

³⁴ Concepto publicado en <http://www.condusef.gob.mx/index.php/otros-servicios-y-productos/898-almacenes-generales-de-deposito.html#1-i-que-son>

portuario, y en el caso de Almacafé ofrece también servicios de trilla, tostión, molienda y empaque de café.

Para la financiación de corto plazo del sector palmicultor se tienen dos tipos CDM, certificado sobre aceite de palma en transformación a biodiesel que tiene un descuento del 25%, y certificado sobre aceite crudo de palma con un descuento del 24,5%; estos títulos son emitidos por Almagrario y negociados en la BNA.

Si bien este mecanismo funciona muy bien pues otorga liquidez a los dueños de la producción, se obtienen interesantes tasas de financiación descontando los CDM y no se afectan sus cupos de crédito con los bancos, este producto puede ser utilizados por cultivadores que ya hayan iniciado producción, son operaciones de corto plazo –en marzo 30 del presente año Opciones Bursátiles de Colombia negoció CDM de palma a 147 días- y la otra situación, es que el mercado de aceite crudo de palma se encuentra sobredemandado en razón al uso de este producto para el biodiesel, y por tanto para el productor no existe mucha incertidumbre alrededor de la venta del fruto, adicionalmente los pagos del fruto por parte de las extractoras a los cultivadores se hace alrededor de 15 días, es decir que la rotación de la cartera es muy alta. Es decir que bajo el anterior escenario, los CDM funcionan muy bien para las grandes empresas que hacen parte del segundo eslabón de la cadena productiva de la palma (extractoras, comercializadoras, plantas de biodiesel).

En conclusión, el sistema bancario tiene múltiples instrumentos –principalmente de crédito- a disposición del sector productivo en general, así mismo el sector agropecuario en particular ha sido política estatal y esto ha impulsado el desarrollo de herramientas para su crecimiento; la palma no ha sido ajena a la participación de este tipo de herramientas, y se podría pensar que se tienen solucionados los problemas de financiación, pero esto es una solución parcial; las herramientas existentes en la actualidad siguen siendo excluyentes y costosas, y si se pretende encontrar un sistema de financiación menos intermediado, más transparente y que tenga una eficiente asignación de precios, sería necesario indagar en el mercado de valores cuales de sus instrumentos podrían adaptarse a las necesidades de grandes, medianos y pequeños cultivadores de palma.

Dicho lo anterior, se da paso a la exposición de los instrumentos disponibles en el mercado de valores.

9.2. MERCADO DE VALORES

El mercado de valores tiene cuatro mercados: Renta fija, renta variable, derivados y divisas. Los dos primeros se configuran en fuentes de financiación, los mercados de derivados y divisas funcionan como mecanismos de cobertura, especulación y arbitraje; por tanto en esta sección sólo se estudiarán los mercados de renta fija y variable.

El mercado de capitales funciona como complemento mas no como sustituto del mercado bancario; en general las empresas recurren a la bolsa cuando el mercado bancario no puede ofrecer financiación a sus grandes proyectos, lo cual segmenta a los posibles participantes del mismo; sin embargo, el objetivo de la bolsa es fomentar la participación de la mayor cantidad de personas en la compra y venta de valores y títulos valores.

Según la BVC los valores se caracterizan por:

- * Se emiten para captar recursos del público, o funcionar como instrumentos de inversión.
- * Son instrumentos esencialmente negociables.
- * Tienen las mismas prerrogativas de los títulos valores, excepto la acción cambiaria de regreso³⁵. Tampoco procede la acción

³⁵ La **acción cambiaria** es el ejercicio del derecho que el tenedor de un título valor realiza contra el obligado directo (el emisor o el aceptante de una letra de cambio, según sea el caso) o contra sus avalistas, o bien contra cualquier otro obligado (por ejemplo, los endosantes del título), cuando no se ha pagado el título, se ha pagado parcialmente, o, cuando habiendo debido aceptarse una letra de cambio, ésta no se aceptó o se aceptó parcialmente por la persona que la debía aceptar. La acción cambiaria es directa cuando se ejerce contra el obligado directo o sus avalistas, en tanto que es indirecta cuando se ejerce contra cualquier otro obligado. Si la acción cambiaria de regreso fuera aplicable en el mercado de valores, ningún intermediario estaría dispuesto a participar en el mismo asumiendo ese riesgo.

Acción reivindicatoria: Consiste en la posibilidad que tiene el tenedor de un título valor de iniciar una acción judicial para que se le restituya un título valor si éste se encuentra en poder de otra persona por cualquier forma de apropiación ilícita o por extravío.

Medidas de restablecimiento: Consisten en la exigencia de que se haga efectivo un derecho incorporado en un título valor cuando dicho derecho ha sido desconocido.

Comiso e incautación: Son medidas preventivas desarrolladas por las autoridades competentes sobre bienes que han sido utilizados directa o indirectamente para la comisión de actividades ilícitas.

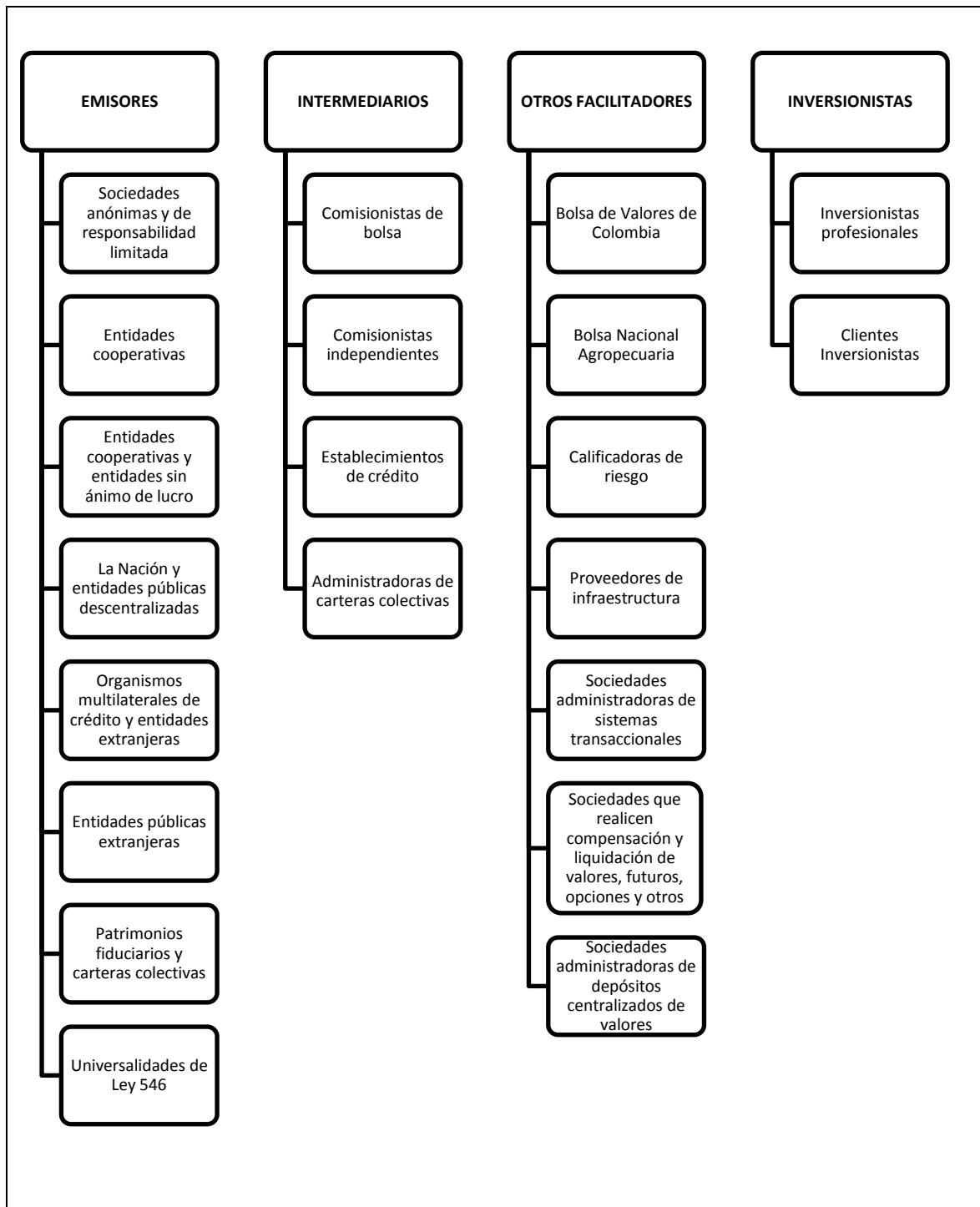
reivindicatoria, las medidas de restablecimiento y la incautación contra quien adquiriera el valor de buena fe exenta de culpa.

Los títulos valores tienen las siguientes características:

- * Incorporación. El derecho conferido por el título valor únicamente puede ser ejercido por la persona que tenga físicamente el valor, dado que dicho derecho está contenido en el documento y es inseparable del mismo.
- * Literalidad. El alcance del derecho conferido por un título valor se limita a lo que conste en el documento respectivo.
- * Autonomía. El tenedor de un título valor está facultado para ejercer el derecho que incorpora el mismo sin que el ejercicio de tal derecho esté condicionado por la relación que dio origen a la emisión del título, así como tampoco a las demás relaciones a través de las cuales haya circulado o haya sido transferido dicho título.
- * Legitimación. Consiste en que el tenedor del título valor tiene la facultad de ejercitar el derecho contenido en dicho título únicamente con la presentación del mismo. (Fradique-Méndez, 2007)

Para la negociación de estos valores y títulos valores existen tres actores en el mercado de valores: Emisores, intermediarios y facilitadores e inversionistas, lo cuales se pueden apreciar en la (Figura 2), en total se encuentran registrados 395 emisores en el Sistema Integral de Información en el Mercado de Valores (SIMEV), 29 comisionistas en la BVC y 30 comisionistas en la BNA.

Figura 2. Descripción del mercado de valores Colombiano



Fuente: Tomado de la guía colombiana para el mercado de valores de la BVC

Este conjunto de actores realizaron operaciones en el 2009 por valor de \$2.101 billones de pesos, se registró capitalización bursátil por valor de \$287 billones, es decir que a pesos corrientes, esto significa \$91,3 billones más que en el 2008, lo cual representa un incremento del 46,70%; se negociaron acciones por valor de \$40,12 billones presentando una disminución del 0,28% con respecto al 2008, situación que pudo originarse por la sustitución de emisión de acciones por bonos privados; adicionalmente la negociaciones de deuda total ascendieron a \$2.062 billones, presentando un incremento del 86,15%, las operaciones a plazo de cumplimiento financiero (OPCFs) ascendieron a \$41,06 billones, representando un incremento del 32,15%, y finalmente se realizaron operaciones en el mercado de derivados por valor de \$3,51 billones. Para realizar operaciones por más de dos mil billones de pesos existen múltiples instrumentos que pueden ser de renta fija o variable, de deuda o de participación, entre los cuales se encuentran las acciones, los bonos, los papeles comerciales, los certificados de depósitos de mercancías, los valores derivados de titularizaciones, títulos representativos de capital de riesgo, los certificados de depósito a término, entre otros valores que se describirán en la Tabla 16.

Tabla 16. Clasificación de valores emitidos en el mercado de capitales según forma de determinar sus rendimientos, según derecho que incorporan y según la forma en que se transfieren

VALOR	Según rendimientos		Según derecho que incorporan			Según forma de transferirse		
	RENDA FIJA	RENDA VARIABLE	CONTENIDO CREDITICIO	PARTICIPACIÓN	REPRESENTATIVO DE MERCANCÍAS	NOMINATIVOS	A LA ORDEN	AL PORTADOR
Acciones		X		X		X		
Bonos ordinarios	X		X			X	X	X
Papeles comerciales	X		X			X	X	X
CDM					X	X		
Valores derivados de titularizaciones	X	X	X	X		X	X	X
Títulos representativos de capital de riesgo		X		X		X	X	X
CDT	X		X			X	X	X
Aceptaciones bancarias	X		X		X	X	X	X
Cédulas hipotecarias	X		X			X	X	X
Títulos de deuda pública	X		X			X		

Fuente: BVC

Adicional a las anteriores características, los valores, títulos valores y otras operaciones de financiación tiene unas características distintivas que constituyen la estructuración financiera de un producto, conocer estas características permitirá determinar cual o cuales de estos instrumentos podrían eventualmente “calzar” con los requisitos establecidos en el momento uno para el producto de financiación palmera.

En la Tabla 17, se ha revisado desde el punto de vista de los potenciales demandantes de recursos de financiación, características como los plazos, los costos por concepto de intereses o descuentos, las posibilidades de amortización, los montos mínimos de emisión o de operación, y revisar si son transados en la BVC, en la BNA o en ambos.

Tabla 17. Características de los valores que se negocian en bolsa visto desde los demandantes de financiación

VALOR	PLAZO	TASA DE INTERÉS	AMORTIZACION	MONTO MÍNIMO	REQUISITO	CALIFICACIÓN	COMENTARIOS
Acciones	Indefinido	Dividendos, valorización acciones	NO	En función del mercado potencial y las necesidades financieras	Autorización corporativa Inscripción en RNV y emisores Inscripción en BVC	De acuerdo a oferta y demanda	En general las emisiones son grandes y es necesario que la empresa tenga posicionamiento a nivel nacional para asegurar el mercado
Bonos ordinarios	1 a 7 años Más de 7 años	De acuerdo al mercado DTF + Spread ó IPC + Spread	Al vencimiento	2000 SMMLV	Inscribirse en BVC Historial crediticio	Si	Existen múltiples formas de emitir bonos, hay participación de muchos agentes en la operación
Boceas	Mediano y largo plazo	Fija	Al vencimiento con acciones	2000 SMMLV	Tener acciones en reserva para la conversión	No	La conversión puede ser obligatoriamente o facultativamente
Papeles comerciales	Más de 15 días, menos de 1 año	Igual que los bonos. También ofrece tasas fijas	Al vencimiento	2000 SMMLV	Inscribirse en BVC Los fondos obtenidos no se pueden usar	Si	Por ser de corto plazo, las tasas de interés son inferiores a los bonos. No pueden emitirse por patrimonios autónomos

Tabla 17. (Continuación)

VALOR	PLAZO	TASA DE INTERÉS	AMORTIZACION	MONTO MÍNIMO	REQUISITO	CALIFICACIÓN	COMENTARIOS
					en actividades crediticias		
CDM	360 días	Descuento al valor del CDM	En el momento de recompra	Valor mercancía almacenada	Se asemeja a una letra o un pagaré	No	Se pueden expedir sobre mercancías en proceso de transformación
Valores derivados de titularizaciones	Máximo 10 años	De acuerdo al mercado DTF + Spread ó IPC + Spread	Parciales	De acuerdo al valor del patrimonio autónomo	Participan múltiples agentes: originador, agente de manejo, administradora, patrimonio autónomo, colocadora	Si	Han sido muy usados en el sector inmobiliario para iniciar proyectos, y el financiero para documentos de crédito.
Títulos representativos de capital de riesgo	Entre 3 y 7 años	Aumento del valor del patrimonio de la compañía, dividendos	No	De acuerdo a las necesidades de la empresa	Plan de negocio, aceptar participación en decisiones	No	Principalmente participan en etapas de expansión y consolidación, no se aseguran con activos.

Tabla 17. (Continuación)

VALOR	PLAZO	TASA DE INTERÉS	AMORTIZACION	MONTO MÍNIMO	REQUISITO	CALIFICACIÓN	COMENTARIOS
Aceptaciones bancarias (AB)	1 año	Descuento al valor de la AB	Al vencimiento	De acuerdo al monto de la transacción de compraventa	Solo aplica para bienes muebles	No	Otorga liquidez de corto plazo
Operaciones de reporto o repo activas	1 año	Descuento al valor del monto inicial	Al vencimiento		Pacto de recompra. Es posible restringir la movilidad de los valores	No	Se puede hacer sobre CDM o sobre facturas
Operaciones simultáneas	1 año	Descuento al valor del monto inicial	Al vencimiento		El monto inicial no puede ser calculado con un descuento sobre el precio de mercado de	No	No puede establecerse la sustitución de los valores inicialmente entregados

Tabla 17. (Continuación)

VALOR	PLAZO	TASA DE INTERÉS	AMORTIZACION	MONTO MÍNIMO	REQUISITO	CALIFICACIÓN	COMENTARIOS
					los valores objeto de la operación		
Transferencia Temporal de Valores (TTV)	1 año	Suma de dinero igual o mayor al de los valores objeto de la operación	Al vencimiento	Costo de los valores	En el momento en que se revierta la operación, deben restituir la propiedad de valores	No	Pueden establecerse restricciones a la movilidad de los valores
Carrusel	De acuerdo a la duración del título, no mayor a 1 año por tramo	Tasa fija	Al vencimiento del tramo	De acuerdo al valor del título	Asegurar la colocación por el tiempo completo de vencimiento del título	Al título	Operación que al no poder dividirse el título, se dividen los plazos para asegurar la financiación en el largo plazo
Contratos estandarizados a término	1 año	Tasa fija	Al vencimiento	Valor del contrato	Compromiso de recompra Operaciones garantizadas por la CRCBNA ³⁶	No	Contratos para levante y engorde de especies animales

³⁶ Cámara de Riesgo Central de Contraparte de la BNA

Tabla 17. (Continuación)

VALOR	PLAZO	TASA DE INTERÉS	AMORTIZACION	MONTO MÍNIMO	REQUISITO	CALIFICACIÓN	COMENTARIOS
Compra-venta de productos de origen o destinación agropecuaria	30 días	Por oferta y demanda	Al vencimiento	Valor de las mercancías	Garantiza abastecimiento a industria. Vendedores aseguran la venta de la producción	No	Financiación de inmediato plazo.

Fuente: Elaboración de la autora con base en información de la BVC

En el análisis de la Tabla 17, es posible constatar, como ya se ha mencionado anteriormente, el mercado de valores ofrece múltiples instrumentos de financiación a las empresas, sean estos de contenido crediticio, o que impliquen una participación en el patrimonio de las mismas.

En cuanto a los plazos, existen muy pocos que sean para financiación en el largo plazo, por ejemplo los bonos o los valores derivados de las titularizaciones y los títulos representativos de capital de riesgo son los que contemplan los plazos más extensos; los demás mecanismos ofrecen soluciones que no son superiores a un año.

Visto desde el costo de financiarse a través del mercado de valores, las tasas de interés para la emisión de títulos está sujeta a las condiciones del mercado (DTF e IPC) más algunos puntos adicionales que se pactan de acuerdo al riesgo de cada documento; algunos documentos ofrecen tasas fijas, la cual es interesante para el deudor pues su flujo de caja no tendrá muchas fluctuaciones; otros documentos como los repo sobre CDM, aceptaciones bancarias, el costo se encuentra representado en un descuento sobre el valor del documento.

Para las amortizaciones a capital, la mayoría de los valores contemplan su pago al vencimiento y no se permiten amortizaciones parciales excepto para los valores derivados de titularizaciones; esta situación empieza a cerrar las posibilidades de encontrar un producto de financiación para el sector palmicultor, en tanto realizar un solo pago al final de los 10 años, incrementaría los riesgos para el inversionista.

Los montos mínimos para algunas operaciones son a partir de 2000 SMMLV, mientras que otras operaciones son flexibles pues su monto se asocia al tipo de valor a negociar; sin embargo es importante recordar que los costos de transacción relacionados con las actividades en el mercado de capitales tienden a ser fijos, y serían muy costosos para pequeñas operaciones; adicionalmente pequeñas emisiones dejan de ser interesantes para los inversionistas institucionales.

La calificación es un tópico demasiado sensible, sin bien obtener una calificación otorga seguridad a los inversionistas y facilita el trabajo de los asesores pues al definir el perfil de riesgo de los mismos es posible determinar si se invierte en un valor o en otro; sin embargo exponer un título a una calificadora podría cerrarle el paso a inversionistas potenciales. En ocasiones las calificadoras resultan ser severas con los emisores y por tanto las empresas prefieren financiarse con títulos que no sean susceptibles de ser calificados como los CDM, títulos representativos de capital de riesgo, aceptaciones bancarias, operaciones de reporto, entre otras.

En Colombia existen dos bolsas de valores, la Bolsa de Valores Colombia (BVC) y la Bolsa Nacional Agropecuaria (BNA); la primera tiene una mayor tamaño y mayor bursatilidad pues es escenario de negociación empresas del sector real especialmente industrial y del sector financiero; y en la segunda se transan especialmente –pero no exclusivamente- productos del sector agropecuario. En este sentido vale la pena conocer cuáles de los valores anteriormente descritos se transan en cada una de estas dos bolsas (Tabla 18).

Tabla 18. Clasificación de valores de acuerdo a la bolsa de valores en la que se transan

VALOR	BVC	BNA
Acciones	X	
Bonos ordinarios	X	
Boceas	X	
Papeles comerciales	X	
CDM	X	X
Valores derivados de titularizaciones	X	X
Títulos representativos de capital de riesgo	X	
Aceptaciones bancarias (AB)	X	
Operaciones de reporto o repo activas	X	X
Operaciones simultáneas	X	
Transferencia Temporal de Valores (TTV)	X	
Carrusel	X	
Contratos estandarizados a término		X
Compra-venta de productos de origen o destinación agropecuaria		X

Fuente: Elaboración de la autora a partir de información de BVC y BNA

Como muestra la Tabla 18, todas las operaciones estudiadas son transadas bajo el escenario de la BVC, a excepción de los contratos estandarizados a término y –por supuesto- las operaciones de mercado abierto (OMAS) para productos de origen o destinación agropecuaria, los cuales son exclusivos de la BNA; adicional a estos productos en la BNA se negocian CDM, titularizaciones –las cuales no han tenido mucho éxito en este escenario-, operaciones de reporto, mercado de compras públicas y más recientemente han sido autorizados para transar bonos, pero al momento no se ha iniciado ningún tipo de operación en la que se involucren estos papeles.

En conclusión, al igual que en el mercado bancario la oferta de productos de financiación es amplia, pero a su vez resulta ser insuficiente si se contrasta con las necesidades de los cultivadores de palma; para determinar cual o cuales de los productos podrían calzar con las necesidades de este segmento, se ha realizado una matriz donde se cruzan los requerimientos con los instrumentos, verificando cuáles de los requerimientos pueden ser suplidos por los diferentes instrumentos disponibles (Tabla 19).

Tabla 19. Matriz de contrastación de requerimientos palmicultores y oferta de instrumentos en el mercado de valores

REQUERIMIENTOS	INSTRUMENTOS DE FINANCIACIÓN													
	Acciones	Bonos ordinarios	Boceas	Papeles comerciales	CDM	Valores de titularizaciones	Títulos capital de riesgo	Aceptaciones Bancarias	Repo	Operaciones simultáneas	TTV	Carrusel	Contratos estandarizados a término	Compra-venta de productos agropecuarios
Destino														
Dirigido cultivos						X	X							
Compra de tierras														
Nuevas siembras														
Renovación	X	X	X			X	X					X	X	
Nuevas siembras en cultivos establecidos	X	X	X			X	X					X	X	
Capital de trabajo	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X
Plazos														
T de gracia: 48 meses		X	X			X	X					X		
T total: 120 meses		X	X			X	X					X		
Amortizaciones														
Cuotas crecientes						X								
Picos de producción						X								

Tabla 19. (Continuación)

REQUERIMIENTOS	INSTRUMENTOS DE FINANCIACIÓN													
	Acciones	Bonos ordinarios	Boceas	Papeles comerciales	CDM	Valores de titularizaciones	Títulos capital de riesgo	Aceptaciones Bancarias	Repo	Operaciones simultáneas	TTV	Carrusel	Contratos estandarizados a término	Compra-venta de productos agropecuarios
Period. semestral						X								
Period. anual						X								
Cambio en el año 7						X								
Amortiz. por zonas														
Garantías														
No garantías hipotecarias					X					X	X			
FAG						X	X						X	
Prenda sobre la producción					X	X	X		X				X	X
Cond. Operativas														
No uso fiducia	X			X	X		X	X	X	X	X	X	X	X
Conocimiento sector					X		X						X	X
Banco Agrario					X		X	X						
No excluyente														
Asociatividad						X	X							

Tabla 19. (Continuación)

REQUERIMIENTOS	INSTRUMENTOS DE FINANCIACIÓN													
	Acciones	Bonos ordinarios	Boceas	Papeles comerciales	CDM	Valores de titularizaciones	Títulos capital de riesgo	Aceptaciones Bancarias	Repo	Operaciones simultáneas	TTV	Carrusel	Contratos estandarizados a término	Compra-venta de productos agropecuarios
No solidaridad							X							
Otras activ. product.							X							
No calificación riesgo	X		X		X		X	X	X	X			X	X
Cond. Técnicas														
Semilla certificada						X	X							
Asistencia técnica						X	X						X	X
Control asistencia técnica						X	X						X	
Acomp. Administrativo						X	X						X	

Fuente: Elaboración de la autora con base en información de la BVC

La matriz de contrastación (Tabla 19) muestra que el destino de financiación para el cual es más fácil acceder en razón a los instrumentos de financiación disponibles, es el capital de trabajo, seguidamente se encuentra la renovación y nuevas siembras, siempre y cuando éstas sean en cultivos ya establecidos; ninguno de los instrumentos contemplan la financiación de compra de tierras y esto se puede atribuir a la capacidad de pago que puede tener un proyecto que ni siquiera cuenta con la tierra.

Los instrumentos que presentan ajuste con los plazos de gracia y plazo para el pago de la deuda, son los bonos ordinarios, los boceas, los valores de titularizaciones, los títulos representativos de capital de riesgo y las operaciones de carrusel. Es importante anotar que en la actualidad los contratos estandarizados existentes no ofrecen financiación superior a 360 días, pero esto no quiere decir que la normatividad no permita plazos superiores.

En cuanto a las amortizaciones, solamente los valores derivados de procesos de titularizaciones, permiten amortizaciones en otros momentos diferentes al vencimiento.

Se evidencia que la garantía FAG sólo es aceptada valores de titularizaciones, títulos representativos de capital de riesgo y los contratos estandarizados; esta situación limita aún más los instrumentos, pues esta garantía es utilizada por aquellos palmicultores que sus activos no son suficiente soporte para acceder a crédito.

Entre los requisitos que se sugiere tenga el producto es no usar fiducia, en razón al costo administrativo de ésta, esta característica es cumplida por la mayoría de los instrumentos; mientras que si se busca un mecanismo que no sea excluyente, parece que ninguno de ellos satisface ese requerimiento.

Finalmente, los únicos mecanismos que son flexibles y permiten el cumplimiento de las condiciones técnicas son las titularizaciones, los fondos de capital de riesgo y los contratos estandarizados.

De acuerdo a lo anterior, los productos que mejor se ajustan a los requerimientos de los cultivadores de palma son: Los títulos representativos de capital de riesgo, los contratos estandarizados a término y los valores derivados de las titularizaciones. Para conocer cual o cuales de estos tres “calzan” mejor, en el siguiente capítulo se hará una revisión de las titularizaciones y en específico de la titularización palmera, y en el último capítulo se estudiarán los fondos de capital de riesgo y así mismo los contratos estandarizados, para verificar si cumplen los requisitos de los cultivadores de palma, que con las figuras existentes en la actualidad no se cumplen.

10. LA TITULARIZACIÓN PALMERA

Revisados los requerimientos en la estructuración de un producto de financiación para el sector palmicultor y contrastados con la oferta del sistema financiero colombiano, se encontró que la titularización es un instrumento que presenta cierto ajuste con dichos requerimientos; teniendo presente que el sector palmero ya tuvo su experiencia con este instrumento, se hace necesario conocer la estructuración de la titularización palmera como fuente de financiación del sector con el fin de revisar si sería posible pensar en una nueva titularización o por el contrario, la razones que llevaron a la suspensión de dicho proceso confirman que este mecanismo no se podría utilizar nuevamente para apalancar la siembra de palma de aceite.

Para conocer la efectividad de este instrumento en la financiación del sector palmicultor cuyo destino era “la ampliación del área sembrada en el país en 10,000 hectáreas adicionales y/o sustituir el endeudamiento contratado previamente para adelantar siembras de palma” (Propalma, 2005), se realizó la revisión del prospecto, las calificaciones emitidas por BRC Investor Service y la aplicación de entrevistas a profundidad, que permitieron emitir un concepto acerca de las bondades y no bondades de este instrumento.

La titularización palmera registra como la única experiencia que el sector palmicultor ha tenido en el mercado de capitales, sin embargo la realidad de nuestro país ha mostrado que las titularizaciones de productos agropecuarios, no han sido propiamente exitosas en razón al riesgo no controlable que tienen las actividades agropecuarias, y a la desconfianza de los inversionistas en este tipo de actividades.

Las titularizaciones agropecuarias fueron autorizadas desde 1999, no obstante, para la BNA este instrumento todavía se encuentra en proceso de desarrollo y todavía no hay amplia difusión del mismo; en Colombia sólo se ha tenido experiencia en el sector ganadero y en el sector palmicultor, esta última fue el resultado del trabajo conjunto entre el gremio que impulsó la creación de Propalma, Fiducoldex, Corficolombiana, entre otros participantes de dicho proceso que inició con 31 cultivos y 19 extractoras.

10.1. DISEÑO DE LA ESTRUCTURACIÓN

Como se puede verificar en la Figura 3, la titularización palmera tuvo múltiples participantes, cada uno con funciones específicas que se describirán a continuación y fueron tomadas textualmente del “Prospecto de Colocación de Títulos de contenido crediticio para inversión palmera”:

Propalma constituye el patrimonio autónomo P.A. Titupalma con los derechos derivados de los contratos de promesa de compraventa de usufructo de cultivos de palma de aceite suscritos con diversos palmicultores, en adelante, las “plantaciones”. Posteriormente, el patrimonio autónomo celebra los contratos de compraventa prometidos con los palmicultores, mediante los cuales se constituyen los “derechos de usufructo” sobre las “plantaciones” a favor del P.A. Titupalma. En los mismos contratos de compraventa de los “derechos de usufructo”, el P.A. Titupalma le confiere la administración de las “plantaciones” a los palmicultores vendedores de tales derechos.

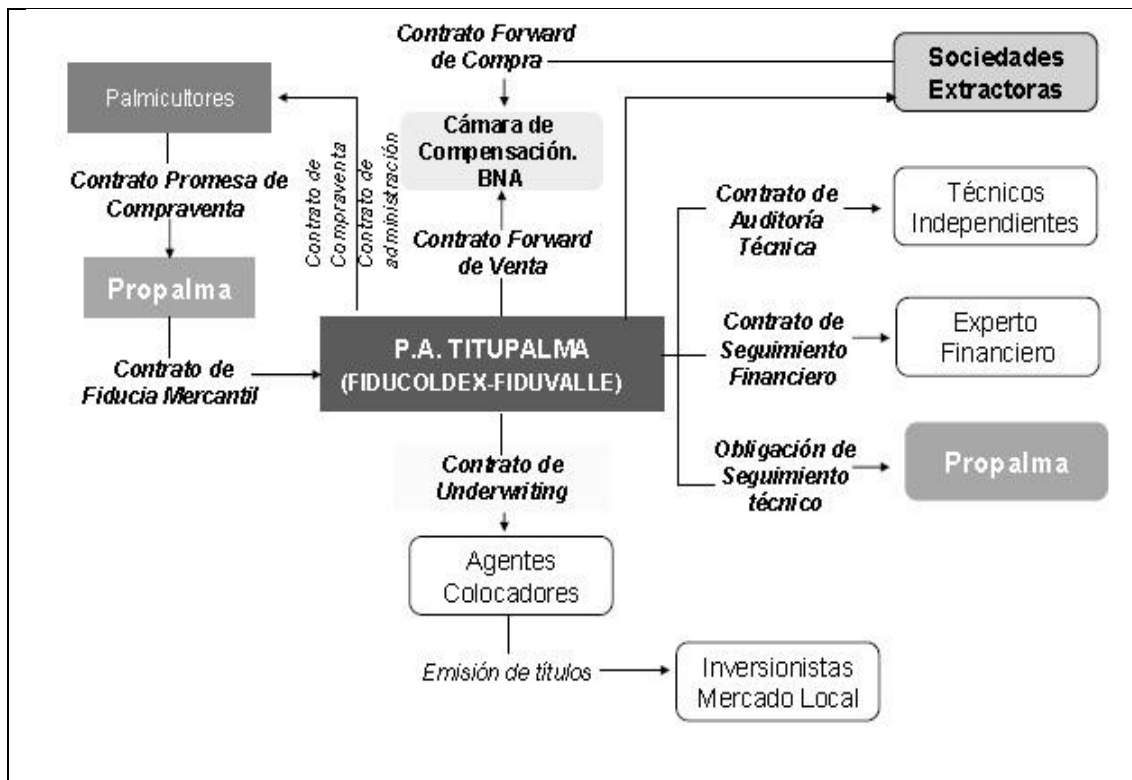
Luego, el P.A. Titupalma contrata la extracción del aceite crudo de palma de los frutos de las “plantaciones”, con sociedades que poseen plantas de beneficio debidamente seleccionadas, en adelante, las “sociedades extractoras”, en los cuales se establecen las condiciones en que éstas procesarán los frutos y entregarán el aceite crudo de palma. El aceite crudo de palma que se extraiga de los frutos de las “plantaciones”, será comercializado a través de “contratos forward” suscritos con sociedades que comercializan aceite crudo de palma, debidamente seleccionadas. Los “contratos forward” se celebrarán por conducto de la Bolsa Nacional Agropecuaria, BNA, y se asentarán en la Cámara de Compensación de la Bolsa Nacional Agropecuaria, con lo cual quedará cubierto el riesgo de volatilidad de precio del aceite crudo de palma.

El flujo que se obtenga de la comercialización del aceite crudo de palma de las “plantaciones” mediante la celebración de los “contratos forward”, será destinado al cubrimiento de los costos y gastos del P.A. Titupalma, entre ellos, el servicio de la deuda de los Títulos de contenido crediticio para inversión palmera Tip Palmero. (Propalma, 2005)

La anterior cita textual puesta en interpretación, da a entender el complejo proceso de titularización, en el que si bien se vinculan múltiples participantes como mecanismo de seguridad y fortaleza de la operación, también implica un análisis de las diversas operaciones requeridas para llevar a cabo la transacción; las cuales además de involucrar costos de transacción, también genera incertidumbre entre los titularizados. A este respecto BRC Investor Service afirma que “la cantidad de agentes involucrados en el proceso y la difícil tarea de lograr la exigente coordinación que estos procesos demandan, factor que ha probado ser un común denominador de las titularizaciones agropecuarias que han presentado desempeños no favorables” se han constituido en fuente de posibles riesgos para estos procesos.

A través de la Figura 3, puede apreciarse mejor la estructura organizacional de la titularización palmera, así como los contratos que se realizaron entre cada uno de los participantes.

Figura 3. Estructura contractual de la titularización palmera



Fuente: Propalma S.A.

Adicional a la compleja y completa participación de múltiples actores, la transacción financiera por medio de la cual se titularizaron hectáreas de cultivo de palma de aceite se diseñó en condiciones “a la medida” de los palmicultores, lo cual concuerda con las apreciaciones de algunos autores que le otorgan a la titularización esta bondad; estos detalles se describen en la Tabla 20.

Tabla 20. Prospecto de colocación títulos de contenido crediticio Tip Palmero

Emisor	Fideicomiso Patrimonio Autónomo Titupalma									
Originador	Propalma S.A.									
Agente de Manejo	Consortio Fiducoldex– Fiduvale.									
Administrador	Depósito Centralizado de Valores									
Agente colocador	Interbolsa									
Agente estructura dor	Estructuras y Finanzas									
Clase de Títulos	Títulos de Contenido Crediticio									
Nombre	Títulos de contenido crediticio para inversión palmera “Tip Palmero”									
Derechos que incorpora el título	A percibir la cancelación del capital e intereses en los términos y condiciones señalados en el prospecto									
Activo subyacente	Derecho de crédito en contratos de compraventa de usufructo de palmas de aceite									
Ley de circulación	Nominativos									
Número de títulos	Diez mil (10,000) títulos									
Valor Nominal	Cinco millones de pesos (\$5'000,000).									
Monto total de la emisión	\$50.000 Millones									
Fecha de emisión	Mayo 2, 2005									
Plazo	A los diez (10) años de la fecha de emisión									
Amortización a Capital	Anual a partir del quinto año de la fecha de emisión, en partes iguales									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
	0 %	0 %	0 %	0 %	16,67 %	16,67 %	16,67 %	16,67 %	16,67 %	16,67 %
Tasa Cupón	IPC + 8% (E.A.)									

Tabla 20. (Continuación)	
Pago de intereses	Trimestral Vencido (A partir de la fecha de emisión). Febrero, mayo, agosto y noviembre
Inversión mínima	En el mercado primario equivalente a un (1) título, es decir, a cinco millones de pesos (\$5'000,000.00). La negociación secundaria de los títulos se podrá realizar en mínimos de un título. Una vez se hayan realizado amortizaciones parciales de los títulos, el monto mínimo de negociación será equivalente al valor residual de un título.
Destinatarios de la oferta	Inversionistas calificados, es decir, personas que posean o administren un portafolio de inversiones no inferior a ocho mil quinientos (8,500) salarios mínimos legales mensuales
Bolsas en que estarán inscritos los títulos	Bolsa de Valores de Colombia S.A. y Bolsa Nacional Agropecuaria S.A.

Fuente: Propalma S.A.

Si se revisan las condiciones descritas en la Tabla 20 relacionadas con intereses, amortizaciones, tiempos de gracia se puede concluir que las implementadas en esta titularización son muy similares a las características determinadas en el momento uno del presente informe, que conviene recordar: Se estableció un plazo total de 10 años muy acorde al flujo de caja proyectado en el Anexo B, aunque al respecto cabe anotar –como se enunciará posteriormente- que dentro de las condiciones establecidas para la participación de cultivos, se determinó que la hectáreas titularizadas debían encontrarse entre los años 5 y 6 de producción, momento en el cual el flujo de caja es diferente y mucho más interesante.

En relación con el tiempo de gracia, en primer lugar se evidencia que se establecieron 5 años –un año más a lo estipulado en el momento uno-, situación que nuevamente resulta particular en razón a la exigencia de la edad de los cultivos susceptibles a titularizar; sin embargo es necesario tener en cuenta que el destino de los recursos obtenidos a través de la venta del TIP Palmero, podía ser la ampliación del área sembrada o la sustitución de endeudamiento, y por tanto para el primer destino si era necesaria la inclusión en la estructura de un tiempo de gracia, el cuál basado en los resultados del momento uno soportados en la encuesta y en la proyección del flujo de caja, pudo haber sido de 4 años.

Adicionalmente el prospecto permite observar que, durante los seis años restantes se proyectaron amortizaciones a capital constantes de 16,67% (16 2/3%), lo cual nuevamente no se ajusta al flujo de caja del cultivo de palma; en este sentido conviene recordar que las amortizaciones deben realizar con base en las proyecciones de producción de fruto de la palma aceitera.

La emisión del primer lote de títulos se realizó en mayo de 2005, es decir que para mayo de 2010 se realizará la primera amortización al capital, los títulos fueron diseñados para ofrecer una rentabilidad al inversionista de IPC + 8%, es decir que al día de hoy esto significa una rentabilidad del 10% E.A.; esta tasa resulta interesante para las empresas titularizadas, pues al día de hoy las líneas de FINAGRO para los grandes productores se encuentra en 13,9% E.A. (DTF+10%). Pero pierden su atractivo cuando vía AIS se tienen tasas de 5,9% E.A. (DTF+2%).

El pago de intereses se realizó trimestral a partir del momento de la emisión de los títulos, lo cual pudo beneficiar la estructura en tanto el hecho de no tener intereses capitalizables, hizo que el endeudamiento no fuera mayor.

10.2. CONDICIONES PARA PARTICIPAR EN LA TITULARIZACIÓN

La titularización fue dirigida a cultivos de palma de aceite y a plantas extractoras de aceite de palma crudo; para la selección de participantes idóneos el prospecto estableció tres tipos de criterios: Jurídicos, técnicos y financieros, que se pueden observar en la Tabla 21.

Tabla 21. Criterios para la selección de cultivos de palma de aceite

CRITERIO	ESPECIFICACIONES
Criterios Jurídicos	
Solvencia moral	Consulta en las centrales de riesgo del desempeño crediticio
Compromisos y gravámenes sobre las plantaciones vinculadas a la titularización	No pueden existir prendas sobre las producciones futuras o cualquier otro gravamen
Criterios Técnicos	
Productividad	Demostrar que la producción promedio anual de fruto de palma de aceite por hectárea es de mínimo 17.2 toneladas
Área total disponible y tamaño de siembra mínima	125 hectáreas en producción Ningún palmicultor puede comprometer

Tabla 21. (Continuación)		
	más del 40% del área total sembrada	
Límite de participación en el usufructo asociado con la emisión	Ningún palmicultor podrá constituir por encima del 5% ni por debajo del 0,5% del total de los derechos de usufructo asociados con la emisión	
Límite de participación basado en el desempeño financiero	El 35% de los palmicultores vinculados deben pertenecer al rango de indicadores financieros correspondientes al Grupo 1 ³⁷ El 70% de los palmicultores vinculados deben pertenecer al rango de indicadores financieros correspondientes a los Grupos 1 y 2 Ningún palmicultor con indicadores financieros correspondientes al Grupo 4 podrá pertenecer al proceso.	
Límite de hectáreas con gravamen hipotecario	Como mínimo el 20% de las hectáreas comprometidas en el proceso no podrán contar con gravámenes hipotecarios	
Localización geográfica de los cultivos	Las plantaciones actuales y las nuevas plantaciones deberán estar localizadas en las zonas productoras identificadas como aptas para la siembra de palma de aceite	
Edad de la Plantación	Plantaciones cuya antigüedad de siembra esté comprendida entre 6 y 15 años	
Criterios Financieros		
Razón EBITDA/Deuda	Superior al 45%	Grupo 1
	Entre 30% y 45%	Grupo 2
	Entre el 15% y 29%	Grupo 3
	Menor al 15%	Grupo 4
Razón Deuda/Patrimonio	Menor al 30%	Grupo 1
	Entre 30% y 60%	Grupo 2
	Entre 60,1% y 75%	Grupo 3
	Mayor a 75%	Grupo 4

³⁷ La explicación de cada uno de los grupos se realizará en los criterios financieros.

Razón FCL/Servicio deuda	Superior a 1,5 veces	Grupo 1
	Entre 1,35 y 1,5 veces	Grupo 2
	Entre 1,1 y 1,34 veces	Grupo 3
	Menor a 1,1 veces	Grupo 4
	Menor a 1,1 veces	Grupo 4

La determinación de estos criterios se hizo necesaria con el fin de garantizar el respaldo de los cultivos titularizados a la operación financiera, sin embargo esto ocasionó una segmentación –exclusión- que redujo el número de participantes potenciales.

Criterios como la productividad mínima eran necesarios establecerse, como una forma de estimular –presionar a los administradores de los cultivos a establecer las prácticas agronómicas que garantizaran dicha productividad; sin embargo medidas como poseer mínimo 125 hectáreas en producción y comprometer máximo el 40% del total del área sembrada, se traducen, la primera, a que sólo algunos palmicultores podían participar del proceso y la segunda, en un castigo inclusive mayor al utilizado por los bancos cuando acepta hipotecas sobre el 60% de valor del bien inmueble.

En cuanto a la edad de las plantaciones, la titularización exigió una antigüedad entre 6 y 15 años, es decir que ni cultivos en edad de maduración y mucho menos cultivos nuevos eran susceptibles de ser titularizados.

El uso de razones financieras para determinar si un cultivo era apto o no, resulta una forma útil de establecer comparación entre un cultivo y otro; de un lado, las razones financieras han sido usadas como herramienta de toma de decisiones en tanto convierten datos en información; y de otro lado en palabras de Rodríguez y Acanda (2008) “una razón es la comparación de dos cantidades, para indicar cuantas veces una de ellas contiene a la otra”, es decir que cuando el prospecto utiliza la razón EBITDA/Deuda, -siendo EBITDA un indicador del margen bruto o en otras palabras la rentabilidad operativa- lo que pretende saber es cuántas veces la rentabilidad operativa podría cubrir la deuda de corto y largo plazo; un mayor número de veces hace que el cultivo se clasifique en un grupo de mejor calificación.

Igual situación ocurre con la razón Deuda/Patrimonio, lo que busca determinar cuánto se debe comparado con lo invertido, y por tanto en este caso las plantaciones que respondan a deudas pequeñas frente a un

patrimonio grande mejor calificación, pues indicaría que la deuda es pequeña en comparación con el patrimonio.

La razón Flujo de Caja Libre (FCL)/Servicio deuda estando este último conformado por los gastos financieros más las amortizaciones a capital, indicaría cuántas veces el FCL podría cubrir las erogaciones por conceptos financieros, y por tanto a mayor número de veces mejor calificación. Son favorables razones que arrojen cocientes altos, resultado de un FCL alto y un servicio a la deuda bajo.

Adicional a las condiciones para los cultivos, el prospecto estableció las condiciones para seleccionar las plantas extractoras que podían participar de la titularización, los cuales se pueden encontrar en la Tabla 22.

Tabla 22. Criterios para la selección de plantas extractoras

CRITERIO	ESPECIFICACIONES	
Criterios Jurídicos		
Solvencia moral	Consulta en las centrales de riesgo del desempeño crediticio	
Criterios Técnicos		
Capacidad instalada	Demostrar una capacidad ociosa mínima del 20% en el año 2003	
Capacidad de extracción	Mínima de 15 toneladas por hora en el año 2003	
Monto máximo de participación en el proceso de titularización	Contrato para la extracción del aceite crudo de palma hasta por el 12.5% del total del usufructo asociado con la emisión, para lo cual la totalidad de sus indicadores financieros deberán estar situados en el Grupo 1.	
Localización geográfica de las sociedades extractoras	Deberán estar localizadas en las zonas productoras identificadas como aptas para la siembra de palma de aceite, donde estén ubicadas las plantaciones seleccionadas para participar en el proceso.	
Edad de la Plantación	Plantaciones cuya antigüedad de siembra esté comprendida entre 6 y 15 años	
Criterios Financieros		
Razón EBITDA/Deuda	Superior al 45%	Grupo 1
	Entre 29% y 45%	Grupo 2
	Entre el 15% y 28,9%	Grupo 3
	Menor al 15%	Grupo 4

Razón Deuda/Patrimonio	Menor al 30%	Grupo 1
	Entre 30% y 60%	Grupo 2
	Entre 60,1% y 75%	Grupo 3
	Mayor a 75%	Grupo 4
Razón FCL/Servicio deuda	Superior a 1,5 veces	Grupo 1
	Entre 1,35 y 1,5 veces	Grupo 2
	Entre 1,1 y 1,34 veces	Grupo 3
	Menor a 1,1 veces	Grupo 4

Fuente: Propalma S.A.

Igual que para los cultivos, estos criterios de selección establecidos por el prospecto, buscaba garantizar la conformación de un grupo de extractoras que tuvieran el respaldo en capacidad instalada y respaldo financiero para garantizar los pagos de las obligaciones futuras de la transacción financiera.

Finalmente se estableció que la verificación de cumplimiento de estos criterios, serían revisados trimestralmente, lo cual es una forma de detectar de manera oportuna los cambios presentados y así mismo encontrar la forma de mitigar los riesgos que surjan en razón a dichos cambios; esta verificación estuvo a cargo de Propalma S.A. agente originador.

El establecimiento de estos criterios para los cultivos y plantas extractoras, buscaba segmentar los participantes de la operación, de manera que fuera sólida para los futuros tenedores de títulos; y así mismo se lograra y sostuviera una buena calificación crediticia; el cumplimiento de estos criterios por parte de los participantes dieron como resultado algunos logros que se podrán observar a continuación.

10.3. LOGROS OBTENIDOS

A partir de la titularización iniciada en el 2005, el principal logro para el sector, fue la incursión en un mercado de financiación que hasta el momento había sido poco explorado por el sector agrícola en general. A través de este instrumento se lograron canalizar en algo más de un año y medio recursos por valor de \$31.815 millones de pesos, mientras que vía crédito FINAGRO para los años 2005 y 2006 se obtuvo financiación por valor de \$134.056 millones de pesos; es decir que la titularización complementó los créditos en una proporción del 23% del valor de dichos créditos; lo cual seguramente se

trajo a un crecimiento del área sembrada, y por tanto se supone un crecimiento del sector.

De acuerdo con uno de los entrevistados –el señor Jairo Cendales-, el modelo fue diseñado de manera que fuera sólido desde un principio, en razón a esto se implementaron tantos colaterales ó garantías como el número de hectáreas mínimo, el porcentaje de hectáreas a titularizar, las clasificaciones, los mínimos en capacidad de extracción de manera que “blindara” la estructura. Este blindaje permitió obtener una calificación inicial AA+ que según BRC Investor Service “indica una buena capacidad de repagar oportunamente capital e intereses, con un riesgo incremental limitado en comparación con las emisiones calificadas con la categoría más alta”.

La puesta en marcha del proyecto de titularización se dio gracias al compromiso de Proexport, Fiducoldex, Fedepalma, Segurexpo y así mismo se obtuvieron donaciones del Programa MIDAS por valor de \$2700 millones, los cuales fueron usados para cubrir algunos costos de transacción de la titularización palmera. Estas evidencias confirman que la unión de intereses, así como la comunión entre lo público y lo privado, puede lograr que se pongan en marcha proyectos de interés común.

Al día de hoy se han cumplido con todas las obligaciones adquiridas por los titularizados y de acuerdo al actual gerente de Propalma Luis Fernando Jaramillo, así como su anterior gerente Jairo Cendales, ambos aseguran que el P.A. Titupalma responderá por sus obligaciones hasta el final, pues no tienen ninguna duda de las bondades del prospecto; aunque cabe anotar que ambos también coinciden en opinar que la estructura podría funcionar modificando algunas condiciones que plantean dificultades, las cuales se detallan en el siguiente apartado.

10.4. PRINCIPALES DIFICULTADES ENCONTRADAS EN EL PROCESO

Como resultado de las entrevistas realizadas y de la recolección de información secundaria se identifican cinco grandes dificultades que se explicarán a continuación: Socialización del proyecto, esfuerzo por obtener buena calificación, costos de la operación, subestimación de riesgos por enfermedades, y finalmente las pólizas adquiridas.

* **Socialización del proyecto**

La titularización se realizó con 31 plantaciones y 19 plantas extractoras, el proceso inició en el 2000 pero sólo en el 2005 se logró consolidar la operación con la emisión del primer tramo. Sin embargo a pesar de este largo proceso y, a que la segmentación hizo que sólo empresas grandes participaran del proceso –se presume que las empresas grandes tienen mayor facilidad para el análisis de las alternativas financieras-, se percibió a través de las entrevistas una falta de sensibilización en el momento de presentar el proyecto, a lo anterior el señor Jairo Cendales agrega que los titularizados “no entendían muy bien la solidaridad que implica el producto” en tanto el incumplimiento de alguno de ellos, demanda que el resto de las empresas titularizadas deban cubrir con su producción dichos faltantes.

Otro problema detectado por la falta de socialización del proyecto es la dificultad para que los palmicultores y sociedades extractoras entendieran que el fruto que producían las hectáreas titularizadas y por tanto el aceite de palma crudo extraído de éstas, era propiedad del P.A. Titupalma; esta situación fundó una sensación de incertidumbre y descontento frente al producto financiero (Testimonio de Jairo Cendales).

Las anteriores situaciones desencadenaron en otro problema. Algunos de los titularizados quisieron prepagar sus obligaciones lo que incrementa los riesgos debido a la solidaridad del proyecto; inicialmente la Asamblea de tenedores aceptó algunos prepagos de cultivos que habían sido devastados por la enfermedad pudrición del cogollo, y se realizó la primera redención en noviembre de 2007 -3,5 años después de la emisión del primer tramo-; sin embargo estos prepagos directamente incrementaron el riesgo de concentración y por tanto la Asamblea sólo autorizó redimir montos superiores a \$2000 millones de pesos.

* **Esfuerzos realizados para obtener buena calificación al Tip Palmero**

Como ya se ha mencionado anteriormente, en el esfuerzo de obtener una buena calificación crediticia se establecieron múltiples condiciones a la estructura que buscaba una “sobrecolateralización” al activo subyacente, que si bien pretendían mitigar posibles riesgos, como lo afirmó Cendales en la entrevista, “...en la práctica resultaron ineficientes, costosas e inoficiosas”.

Esta sobrecolateralización se puede ilustrar mejor con evidencia empírica:

- Se solicitó una producción promedio anual de fruto de palma de aceite por hectárea de 17,2, pero según datos de Cenipalma, el país tiene un promedio de 22 toneladas por hectárea.
- Un área mínima de 125 hectáreas sembradas, de las cuales sólo se podían titularizar el 40% (50 hectáreas), de manera que el palmicultor pudiera garantizar el pago de la obligación con el 60% restante (75 hectáreas)
- La edad de la plantación debía estar en el año 6 y 15, esto asegura los flujos de caja pues estos son los años de mayor productividad de la palma
- Para las extractoras se estableció una capacidad de extracción de 15 toneladas de aceite por hora, y en la actualidad el promedio nacional se encuentra en 19,56 toneladas por hora.
- Para la producción de aceite crudo de palma se estableció una tasa de extracción del 18%, y el promedio nacional es de 20,45%.

Adicional a la colateralización se cubrieron otros riesgos como la volatilidad de precio a través de contratos forward, se aseguró la compra del producto por parte de las extractoras a los cultivos, se constituyeron pólizas –que según entrevista al señor Luis Fernando Jaramillo al final presentaron falencias operacionales y estructurales pues sólo se activaban si los títulos conservaban la calificación AA-; estas garantías hicieron que al momento de emitirse, los títulos obtuvieran una calificación que los hiciera atractivos para los potenciales inversionistas. En la Tabla 23, se puede apreciar la evolución de las calificaciones emitidas por BRC Investor Service.

Tabla 23. Calificaciones emitidas por BRC Investor Service al Tip Palmero

FECHA	ESCALA	PERSPECTIVA	CREDITWATCH
31-03-2005	AA+		
25-05-2006	AA+		
25-05-2007	AA+		
18-01-2008	AA+		
07-03-2008	AA+		Negativo
15-05-2008	AA+		
03-07-2008	AA	Negativa	
28-11-2008	AA	Negativa	
14-05-2009	AA-	Negativa	
25-06-2009	AA-	Negativa	
17-12-2009	A-		Negativo
05-02-2010	BBB		Negativo

Fuente: BRC Investor Service

Como se puede apreciar en la Tabla 23, la calificación inició en AA+ que indicaba que los Tip Palmeros tenían el segundo grado de inversión, como resultado de esto Interbolsa compró todos los papeles que fueron vendidos a Porvenir y 25 inversionistas de Medellín³⁸; el deterioro en las calificaciones se centra en el incremento de la concentración de las obligaciones en algunos pocos titularizados, el incremento de la incidencia de la enfermedad pudrición del cogollo y el incumplimiento de los criterios financieros por parte de algunos titularizados.

La evolución de una calificación AA+ hasta BBB refleja, según el gerente de Propalma S.A. la falta de conocimiento de la dinámica del sector agropecuario por parte de las calificadoras de riesgo; al respecto afirma que “no saben de agricultura y mucho menos de palmicultura, no les agrada la actividad de campo, no tienen los vehículos apropiados para visitar los cultivos” lo que lleva a concluir que la falta de un perfil inclinado hacia el sector hace que las calificaciones “castiguen” las empresas que son evaluadas.

³⁸ Información captada a través de la entrevista realizada al señor Jairo Cendales

Otra conclusión aportada por el señor Jairo Cendales es que las calificadoras no pueden aplicar los mismos esquemas de calificación que aplican para empresas del desempeño industrial o financiero, a las empresas del sector agropecuario, pues esto representa un “castigo” para estas últimas. Las empresas industriales o financieras no tienen expuestos sus activos principales a riesgos climáticos por ejemplo, mientras que para las empresas agropecuarias sus ingresos futuros dependen de unos activos vulnerables a los cambios extremos en las condiciones ambientales.

Finalmente, se concluye que en el intento de unir los intereses de financiación de palmicultores y extractoras, sumado a la necesidad de obtener una buena calificación hizo que los estructuradores diseñaran un mecanismo muy inflexible, que terminó convirtiéndose en un problema para los beneficiarios pues al día de hoy existe un deseo latente por redimir los títulos anticipadamente. En este sentido el señor Luis Fernando Jaramillo argumenta: “sería mejor diseñar un producto que no se encuentre sujeto a calificación”, lo cual si bien flexibilizaría un poco el instrumento que se diseñe, podría dificultar la comercialización del mismo entre los inversionistas; sin embargo, de los tres instrumentos seleccionados en el segundo momento, se encuentran dos que no exigen calificación: Los fondos de capital de riesgo y los contratos estandarizados a término.

* **Costos de la operación**

La titularización, por tratarse de una operación que involucra a múltiples participantes de un sector, o a las grandes empresas, tiene unos costos que cuando las emisiones son pequeñas –como la titularización palmera- se vuelven muy altos para ser asumidos por cada beneficiario.

Estos costos denominados de transacción para dicha titularización ascendieron a 2,5%³⁹ del valor de la operación, los cuales cubrían los gastos del agente estructurador, de la compañía fiduciaria, del registro en la Bolsa de Valores y de la calificadora.

Adicionalmente, como el modelo plantea que el valor de las ventas del aceite crudo de palma de las hectáreas titularizadas debía ser entregado a la fiducia para que estos fondos fueran administrados por ella, se destinaron recursos para los siete fondos creados –fondo principal y seis fondos más-, y el excedente sería devuelto al palmicultor o a la sociedad extractora. Sin embargo estas operaciones no estaban exentas del 4x1000, y por tanto al

³⁹ Información suministrada por el señor Jairo Cendales

recorrer el camino titularizado-fiducia-titularizado, se generaba una doble tributación. Alguno de los palmeros propuso solamente consignar el monto neto necesario para alimentar los fondos, pero la fiducia no aceptó, incrementando así estos costos de transacción.

Los fondos anteriormente nombrados, fueron creados para acumular reservas y darle mayor solidez al P.A. Titupalma, pero a su vez restaba liquidez a los palmicultores y extractoras titularizados; como se mencionó anteriormente son siete fondos, un fondo principal en el cual se aprovisionaban recursos para provenientes de la colocación de los títulos, los pagos del precio de los contratos forward, los rendimientos generados por la inversión de los recursos de los fondos, los reintegros de recursos del fondo de cobertura, y del fondo de soporte de liquidez, los recursos que debe girarle al P.A. Titupalma la Cámara de Compensación. Adicional al fondo principal se crearon los fondos de gastos pre transaccionales, fondo de gastos transaccionales, fondo de servicio a la deuda, fondo de cobertura, fondo de soporte de liquidez y el fondo de excedentes, que si bien era necesario crearse y tenían unas funciones particulares, también estaban restando liquidez a la transacción financiera.

Sin embargo, y a pesar de todos los mecanismos preventivos diseñados en la titularización “no se contempló que con parte de la venta del usufructo del PA Titupalma se debían cubrir el componente fijos de los gastos transaccionales (Comisión fiduciaria, seguimiento financiero, seguimiento técnico, comisión BNA, calificación y pólizas)”⁴⁰ y por tanto al momento que un beneficiario de la titularización deseara redimir anticipadamente sus títulos debía cubrir el valor de la proyección de estos gastos futuros de manera que no afectara a los demás titularizados; convirtiéndose en otro elemento para generar molestias entre las plantaciones y extractoras que hicieron parte del proceso.

Finalmente el acceso a subsidios, incentivos, créditos blandos otorgados por el AIS se convirtieron en competencia para el instrumento, pues – obviamente- era mejor financiarse a cero costo ó a tasas muy bajas que utilizar el excedente de emisiones aprobadas para la titularización que tenían un costo del IPC+8% E.A. Esta política gubernamental que consiste en beneficiar a los grandes como generadores de empleo y relegar a los más pequeños⁴¹, también hizo su aporte en contra de la titularización.

⁴⁰ Según la Asamblea de Tenedores de Títulos celebrada el 9 de julio de 2008

⁴¹ Según Cecilia López Montaña en su documento “Palma, Un modelo desplazador” demuestra que más del 95% del AIS han sido entregados a grandes y medianos empresarios, mientras que entre un 3 y 4% han sido entregados a los pequeños; adicionalmente en ese mismo documento se cita estudio realizado por Klaus Deininger del Banco

Por último, el P.A. Titupalma, quedó incluido dentro de la base de empresas que debía pagar el impuesto para preservar la seguridad democrática, pago que no se tenía presente en el momento de elaborar las proyecciones del modelo.

*** Subestimación de riesgos por enfermedades**

El cultivo de palma se encuentra expuesto a la afección de enfermedades como pudrición del cogollo, marchitez letal, marchitez sorpresiva; la primera ha sido la que ha tenido mayor impacto económico –tan sólo en Tumaco para el 2008 se tenía el 58% de las palmas afectadas⁴²-. La enfermedad presenta un crecimiento exponencial, llegando a tomar características de epidemia, y las consecuencias para el cultivo se traducen en reducción de la producción en algunos casos, hasta la necesidad de erradicar la planta, para otros.

La zona occidental fue la primera declarada “zona en emergencia sanitaria”, y más recientemente en la zona central –específicamente en Puerto Wilches- también se declaró la emergencia; esta situación directamente enciende las alarmas para las instituciones que otorgan financiación.

La titularización no fue ajena a esta situación y se experimentaron incumplimientos en la entrega del fruto por parte de los palmicultores debido a que la afectación de los cultivos redujo los niveles de productividad de las palmas; esta situación condujo a los palmicultores más afectados por la incidencia de la enfermedad en sus cultivos a solicitar la redención anticipada de los títulos, con las ya enunciadas consecuencias pago de costos fijos futuros de la operación y el aumento de concentración de la titularización en unos pocos palmeros.

En este punto resulta un poco contradictorio que en la Asamblea de tenedores de Tip Palmero de julio de 2008 se hayan autorizado la realización de visitas técnicas cada seis meses y no cada tres como se había estipulado en el prospecto; esta decisión disminuyó el control ejercido por Propalma S.A. sobre los cultivos y sociedades extractoras, adicionalmente queda en el aire la sensación que la asistencia técnica brindada por la entidad era ejercida de manera externa, lo cual impedía que tuviera un mayor control

Mundial en el cual demuestra que son los pequeños y medianos productores quienes son los verdaderos agentes productivos.

⁴² Información tomada de Corredor, Martínez, Silva (2008)

sobre la ejecución de actividades como fertilización, control de arvenses, poda, cosecha, entre otras, que condujeran a la prevención de la enfermedad a través de un verdadero plan de manejo. Es decir, el esquema de asistencia técnica diseñado no permitía participar activamente de las decisiones al interior del cultivo.

* **Pólizas adquiridas**

En los procesos de titularización se exigen tres tipos de pólizas, de cumplimiento, de celebración de contratos y de daños el subyacente. En el caso de la titularización palmera se contrató una póliza de cumplimiento de las operaciones que eran realizadas a través del P.A. Titupalma, otra póliza para la celebración de los contratos forward y finalmente se cubrieron los riesgos derivados tanto de la producción, como del transporte del fruto y cualquier pérdida ocurrida a éste; incluso, las derivadas de caso fortuito y fuerza mayor; sin embargo de acuerdo con los dos entrevistados se evidencian ligerezas por parte de las compañías de seguros, se establecieron tarifas muy altas y muy poca cobertura; esto no sólo incrementó los costos de la operación sino que ésta no quedó cubierta de manera que se activara en los verdaderos momentos coyunturales como fue el incremento de la incidencia de pudrición del cogollo en algunas plantaciones titularizadas.

En conclusión el producto de financiación por ser “a la medida” se presenta como excelente mecanismo de financiación; de hecho Indupalma se proyecta en un futuro titularizar palma y caucho, lo cual indicaría que no se puede descalificar el producto como fuente de financiación. Sin embargo para el caso de la titularización palmera, contó con una serie de contingencia que causaron el desprestigio entre los titularizados, así como también la disminución en las calificaciones crediticias. A lo dicho se le agrega: “En un futuro promovería una nueva titularización con una estructura diferente, basada en los flujos de caja futuros, pues ésta se hizo con flujos de caja existentes” (Testimonio del señor Luis Fernando Jaramillo gerente de Propalma S.A.). Significa por lo tanto, que podría encontrarse escepticismo no sólo entre los productores y extractoras pues consideran que a pesar q el producto es interesante, también es complicado y costoso, sino también en los inversionistas potenciales que al día de hoy pueden considerar que los títulos palmeros que tienen en su poder no presentan una buena relación riesgo/rentabilidad, pues adquirieron títulos calificados como AA+ y hoy llega a BBB pero la tasa de interés sigue siendo la misma.

10.5 MOTIVOS SUSPENSIÓN DE LAS EMISIONES APROBADAS

Como ya se ha mencionado, el monto de la emisión aprobada fue de \$50.000 millones, de los cuales solamente fueron colocados \$31.815 millones (63,63%), y según la última calificación emitida por BRC Investor Service en febrero de 2010, de éstos sólo se adeudan \$10.915 millones. En la Tabla 24 es posible apreciar las emisiones para cada uno de los tres lotes:

Tabla 24. Descripción lotes emitidos de Tip Palmero

LOTE	FECHA EMISIÓN	VALOR (COP)	MONTO VIGENTE A 5/2/2010	% MONTO VIGENTE
Primer Lote	04/05/2005	\$14.105´000.000	\$4.385´000.000	31,08%
Segundo Lote	11/08/2006	\$7.360´000.000	\$1.374´000.000	18,66%
Tercer Lote	23/12/2006	\$10.350´000.000	\$1.156´000.000	11,16%
TOTAL		\$31.815´000.000	\$10.915´000.000	34,30%

Fuente: Construcción de la autora con base en información de BRC Investor Service

De acuerdo con la estructuración de la titularización la primera amortización a capital se haría el 4 de mayo de 2010, es decir que en la actualidad se estaría debiendo el total de la emisión (\$31.815 millones); sin embargo con la redenciones anticipadas en el momento tan sólo se adeuda a los tenedores el 34,3% del total de los montos emitidos. El agravante es que para los inversores no se cumplieron sus expectativas pues su capital fue devuelto con anterioridad dejando de ganar intereses, se incrementó la concentración en unos pocos titularizados, lo que seguidamente se reflejó en la calificación de riesgo.

Adicional a los problemas expuestos anteriormente, entre los que se encuentran la complejidad del instrumentos, sus altos costos, la exposición a la pudrición del cogollo, los engorrosos trámites administrativos, la revista El Palmicultor #414 argumenta que la venta de títulos presentó dificultades por la inestabilidad que presentó la BVC por la caída de los bolsas del mundo, la incertidumbre en el desempeño de Estados Unidos, el incremento en los precios del petróleo, la crisis de guerra en el medio oriente; esta situación

desestimuló la demanda de inversiones de deuda privada dirigiendo las inversiones hacia valores o títulos valores más seguros; esta situación pudo frenar las emisiones de \$18.185 millones que aún estaban por realizarse.

A manera de conclusiones

La titularización diseñada para financiar el sector palmicultor si bien logró que éstos se financiaran a la medida y con tasas de interés relativamente inferiores a las del mercado bancario, se convirtió en una compleja e inflexible estructura en la que sólo una minoría tiene acceso a ella, y que a pesar de la participación sólo de los grandes no garantizó su éxito; se puede concluir que la exclusión de los pequeños de estos procesos no asegura la solidez de estos instrumentos –no en vano, Muhammad Yunus hoy tiene más de mil sucursales del Grameen Bank por todo el mundo-.

Para futuras financiaciones, si se contemplara la posibilidad de hacerlo vía titularización, debe hacerse bajo una diferente estructuración, de manera que sea una herramienta menos engorrosa, pero que a su vez sea más grande y fluida. Según uno de los encuestados \$50 mil millones es muy poco, para que sea interesante para el mercado de capitales se haría necesario pensar en emisiones de 200 mil o 300 mil millones. Esta afirmación es valedera pues en marzo de 2010 los fondos de pensiones reportaron excedentes de liquidez por valor de 80 billones de pesos, que están buscando dónde ser invertidos.

Adicionalmente se rescatan otras lecciones⁴³

- * Diseñar un producto que pueda ser comprado por cualquier persona, no sólo por inversionistas institucionales, de manera que se amplíe el mercado potencial.
- * Diseñar un producto donde la gente pudiera hacerse a una renta dentro de los seis o siete años y dure 12 o 15 años más.
- * Pueden ser títulos con renta fija o variable, boceas o fondos fiduciarios que sirva a los inversionistas y al sector.

⁴³ Estas recomendaciones fueron realizadas por Propalma en su artículo “Propalma fortalecerá titularización y diversificará” publicadas en la revista El Palmicultor No. 421 de marzo de 2007.

11. PROPUESTA DEL INSTRUMENTO FINANCIERO QUE MEJOR SE AJUSTA A LOS REQUERIMIENTOS DE LOS CULTIVOS DE PALMA Y SU ESTRUCTURACIÓN FINANCIERA

Para elaborar la estructuración del producto de financiación que mejor que se ajusta a las necesidades, requerimientos y expectativas de los cultivos de palma, se inició con un análisis de los riesgos a los cuales se encuentran expuestas dichas plantaciones y se proponen algunas herramientas que el modelo podría incluir para mitigarlo; posteriormente se realizó la propuesta financiera del producto de financiación, la cual parte de la construcción del flujo de caja del proyecto y del inversionista para la siembra de una hectárea de palma y finaliza con la estructura financiera del título valor; y finalmente se realiza un análisis de los dos instrumentos de financiación seleccionados en el momento dos que podrían ajustarse: Los fondos de capital privado y los contratos estandarizados a término.

11.1. LOS RIESGOS DEL SECTOR PALMICULTOR

Autores como Brealey, Myers y Allen (2006) clasifican el riesgo entre propio –no sistemático- y riesgo de mercado –sistemático-; el primero se refiere a que “los peligros que rodean una determinada empresa son específicamente suyos y tal vez de sus competidores”; mientras que el segundo, corresponde al riesgo que no es posible administrar de manera aislada en tanto proviene de los “peligros en el conjunto de la economía que amenazan a todos los negocios”.

Como sinónimo de riesgo sistemático los autores se han referido a este como riesgo no diversificable, es decir aquel riesgo que la empresa no está en capacidad de modificar, y el riesgo no sistemático como aquel riesgo susceptible de diversificar a través de estrategias.

El sector agricultor se encuentra expuesto no sólo a los riesgos que están expuestas las empresas industriales sino también a otros riesgos específicos; el Instituto Plan Agropecuario (IPA) ha realizado una clasificación de los riesgos del sector agropecuario, dividiéndolos en riesgos de la actividad y riesgos financieros, y en cada uno de ellos podemos encontrar eventos de riesgo susceptibles de diversificar o no.

Los riesgos de la actividad son “aquellos en que la variación del resultado surge de las características particulares de la actividad que se está analizando” (IPA, 2003), entre los que encontramos riesgo de producción o técnicos, riesgo de mercado o precio, riesgo tecnológico, riesgos legales o sociales, riesgos humanos, y a éste no detectado por el IPA se le agregaría el riesgo de contraparte; para el caso de la palma la exposición a cada uno de los siguientes riesgos puede ser diferentes en cada región.

Riesgos de producción o riesgos técnicos: Son aquellos particulares de la actividad productiva que pueden generar diferentes resultados en el producto final tanto en calidad como en cantidad (IPA, 2003). Para el sector palmicultor encontraríamos los siguientes riesgos de producción:

- * **Riesgo climático:** El cultivo de palma para el inversionista es un activo, que se encuentra expuesto a condiciones medioambientales que son imposibles de controlar como excesos de lluvia o fuertes sequías que afectarían la producción, pero con un conocimiento claro de ellas es posible sacar provecho de algunos factores que en otras condiciones serían una amenaza para las plantaciones.
- * **Riesgo fitosanitario:** Entre los factores que pueden afectar el cultivo se encuentran los daños causados por insectos y por otros agentes causantes de enfermedades entre éstas la marchitez letal, marchitez sorpresiva y la pudrición del cogollo, siendo esta última la que ha tenido mayores consecuencias económicas para el sector. En la mayoría de los casos limitan la producción en las diferentes zonas palmeras.
- * **Riesgo por labores culturales:** Entre las labores culturales se encuentran la preparación de la tierra, selección de material vegetal, el control de arvenses, y establecimiento de coberturas, fertilización, cuidado de las cosechas, y mecanización; la correcta implementación de éstas determinan la productividad futura de la palma. Cabe anotar que para el cultivo de palma las labores realizadas el día de hoy se reflejan en la producción de los 12 a 18 meses siguientes.
- * **Riesgo en el proceso de transformación:** Durante el transporte del fruto al sitio de recepción y acopio y posterior desplazamiento hasta la planta de extracción, pueden ocurrir daños al fruto derivado de la manipulación, transporte y conservación de los productos que disminuyen la calidad; así mismo la producción se encuentra

expuesta a hurtos y otros daños ocasionados por alteraciones al orden público.

- * Capacidad instalada extractora: Todo proceso de industrialización amerita el uso de tecnologías acordes al tipo de producto, para el caso de la extracción de aceite de palma se requieren procesos eficientes que trascenderán en mejorar los niveles de extracción, así mismo la rentabilidad del negocio. Cuando la planta supera su capacidad instalada ocasiona un cuello de botella en el procesamiento del fruto a la llegada a la extractora, estas demoras entre los tiempos de llegada del fruto y el momento de ser procesado, puede disminuir el porcentaje de extracción.
- * Porcentaje de extracción: El porcentaje de extracción está estrechamente ligado al grado de madurez del fruto, al tiempo transcurrido desde la cosecha hasta el procesamiento de la fruta y a la eficiencia de la planta extractora.
- * Riesgo por costos de producción: Mientras que Malasia e Indonesia tienen costos de producción de \$350 y \$275 dólares por tonelada respectivamente, en Colombia este valor asciende a \$450 dólares, lo cual resta competitividad al sector frente a estos países.

El desempeño de estos siete factores, determinan no sólo el nivel de producción de cada palma, la calidad de los frutos cosechados, su peso y la tasa de extracción, lo cual se refleja directamente en el flujo de caja.

Riesgos de mercado o riesgos de precio: Responde a las variaciones que pueden darse en los precios o en los insumos durante el período necesario para lograr el producto agropecuario (IPA, 2003).

- * Precios: Nuestro país es un tomador de precios en tanto la capacidad de influir sobre los precios internacionales del aceite crudo de palma es nula. El precio de referencia para la fijación de los nacionales está determinado por su cotización CIF Rotterdam y por tanto se encuentra expuesto a la volatilidad de este indicador.
- * Insumos: Los fertilizantes utilizados para las plantaciones son derivados del petróleo y la mayoría de ellos son importados. En este sentido el valor de estos insumos no sólo se modifica por los cambios

en los precios internacionales del petróleo, sino también por la devaluación o revaluación del peso con relación al dólar.

- * Demanda de aceites y grasas: El mercado de aceites y grasas de origen vegetal no sólo está compuesto por el aceite de palma, sino también por el frijol de soya, semilla de algodón, semilla de colza, semilla de girasol. Desde el año 2003, los cambios en los inventarios de aceites y grasas dejó de ser deficitario para llegar al 2006 con excedentes de 745.000 toneladas⁴⁴, esta situación tiene una incidencia directa en los precios. Sin embargo en nuestro país, la demanda ha sido jalonada por la industria del biodiesel lo cual representó que para el 2007 se tuviera un cambio en inventarios de -33.700 toneladas y para el 2009 se presentó un excedente tan solo de 3.500 toneladas, lo que indicaría que en la actualidad no hay una sobre oferta de aceite de palma en nuestro país, que pueda afectar los precios.
- * Estacionalidad de la producción: El aceite de palma presenta picos de producción lo que genera excedentes que deben ser exportados. Para el sector palmicultor no resulta interesante la exportación de aceite pues al ser tomador de precios, y los precios nacionales presentar paridad con los internacionales, no quieren incurrir en las implicaciones de exportar su producto. De otro lado en algunos meses se presentan disminuciones de la producción de aceite de palma, lo cual implica importar aceite para cubrir la demanda.
- * Tasa de cambio: A pesar que las exportaciones de aceite de palma han disminuido pues en el 2007 se exportaba un 46,5% de la producción nacional y para el 2009 este porcentaje fue de 28,5%⁴⁵, esta proporción exportada sigue teniendo exposición a las fluctuaciones de la tasa de cambio local frente al dólar; igual situación sucede con las importaciones de aceite y de insumos.
- * Incremento de los fletes marítimos: La exportación del aceite de palma crudo se hace vía marítima, el incremento de precio internacional del petróleo ocasiona un incremento en los fletes, que debe ser asumido por el exportador pues el precio de exportación está dado por los precios internacionales.

⁴⁴ De acuerdo al Anuario Estadístico 2007 de la Agroindustria de la palma de aceite en Colombia y en el mundo

⁴⁵ Información de Fedepalma reportada en Reunión Gremial Zona Central, Bucaramanga, marzo de 2010

- * **Inflación:** La crisis mundial ha ocasionado que las tasas de inflación en Colombia y en otros países se conserven en niveles bajos, sin embargo históricamente las tasas de inflación locales han sido superiores a los de los países desarrollados –destino de las exportaciones de palma de aceite- lo que ocasiona una disparidad entre los incrementos de los costos de la plantación y los precios de venta.

Riesgos tecnológico: Existe en la medida que la innovación tecnológica existe y eso ocasiona que las tecnologías hoy utilizadas mañana sean obsoletas (IPA, 2003).

- * **Ausencia de investigación y desarrollo de productos:** La falta de desarrollo de productos que usen el aceite de palma y sus derivados como materia prima, impiden que se incremente el consumo per cápita de aceite.
- * **Ausencia de investigación en plagas y enfermedades:** Para el diseño de planes de manejo es necesario conocer los agentes causantes, ciclo de vida del patógeno, la epidemiología de las enfermedades.
- * **Ausencia de investigación en mejoramiento genético:** La genética otorga la posibilidad de modificar el material vegetal de manera que brinde mayores niveles de productividad, o que disminuya los años improductivos de la palma; además de proveer cierta tolerancia o resistencia a diferentes microorganismos causantes de enfermedades del cultivo.

Riesgos legales o sociales: Proviene de los cambios que pueden ocurrir en la política impositiva, comercial, crediticia o ambiental. Además se incluyen nuevos riesgos provenientes de la creciente integración entre empresas en el sector agropecuario, tanto a nivel nacional como internacional (IPA, 2003).

- * **Tasas de interés:** La política monetaria de nuestro país ha llevado la tasa de interés DTF a niveles particularmente bajos, lo cual no asegura que vayan a continuar así; los créditos al sector palmicultor se encuentran indexados a la DTF y al IPC, y por tanto un incremento de la tasa de interés encarecerá los costos de financiamiento.

- * Ambiental: El cultivo de palma de aceite ha estado rodeado de críticas pues al constituirse como monocultivo se modifica el ambiente natural en las áreas sembradas. Si bien en Colombia la situación no ha sido devastadora en tanto en general se ha usado área que anteriormente era usada para la ganadería y el banano, si se tiene registro de destrucción de selva tropical en áreas como Chocó. De otro lado, al interior del cultivo se realizan prácticas que producen contaminación de las fuentes de agua.
- * De seguridad: Las plantaciones se han ubicado en zonas rurales que han sido afectadas por el conflicto armado; aunque en la actualidad las condiciones de seguridad han mejorado, las tasas de desplazamiento de los pequeños agricultores han aumentado, disminuyendo la capacidad productiva del sector, lo cual impide “mejorar la competitividad, atraer la inversión y capitalizar los recursos físicos y humanos que requiere el desarrollo y crecimiento de esta agroindustria en Colombia” (Palmas, 2001).

Riesgos humanos: Son aquellos que se originan en el conjunto de personas que llevan adelante la actividad.

- * Barrera cultural: Los trabajadores del campo están expuestos a riesgos derivados del uso de herramientas, fauna peligrosa para el humano, condiciones del terreno del cultivo, que si bien puede ser manejado a través de medidas de salud ocupacional, en general estos programas no llegan hasta las zonas apartadas donde se ubican la mayoría de cultivos, en otras plantaciones no se tiene diseñado un plan de salud ocupacional, ó finalmente es muy difícil implementarlo debido a la oposición de los trabajadores frente a este tipo de cambios.
- * Falta de motivación laboral: La falta de motivación entre los trabajadores puede ocasionar la mala ejecución de labores de campo, lo cual incidiría en mayor exposición a plagas y enfermedades, así como a disminución en la productividad.
- * Manejo de comunidades especiales como desplazados y reinsertados: Como ya se ha dicho, los cultivos de palma de aceite se han desarrollado en zonas que tradicionalmente han sido de conflicto, por tanto en algunas regiones se han puesto en marcha proyectos en los que incluyen a los desplazados y reinsertados para que cultiven la palma, y adicionalmente, esta población también se constituye en

fuerza laboral en algunas plantaciones. El proceso de reincorporación a la vida productiva puede resultar infructuoso si no se toman las medidas educativas y de corte psicológicas necesarias.

Adicional a los riesgos de operación, las empresas agropecuarias se encuentran expuestas a los riesgos financieros que son “aquellos que surgen de la estructura financiera de la firma” (IPA, 2003).

Riesgos de liquidez: Es el riesgo de que la empresa no pueda cumplir con sus deudas de corto plazo a partir de sus activos corrientes. Si esto se vuelve recurrente puede llevar a un paulatino endeudamiento a largo plazo que llegue a determinar la liquidación comercial de la empresa (IPA, 2003).

El pago del fruto por parte de las extractoras a las plantaciones, se realiza entre los 15 a 20 luego de entregado el producto, por tanto esto asegura los ingresos en el corto plazo; sin embargo, una mala administración de los ingresos originado por la falta de educación en finanzas entre los administradores de los cultivos –sobre todo en los pequeños- puede incrementar los riesgos de liquidez.

Riesgos de insolvencia: Es el riesgo de no poder atender las deudas u obligaciones financieras mediante la venta de los activos, esto provoca la no disponibilidad de crédito teniendo que desarrollar su actividad con base exclusivamente a los saldos de caja diarios, situación que imposibilita una reestructuración de las finanzas de la empresa (IPA, 2003).

Para las entidades crediticias los activos de los palmicultores sólo están representados en el valor de la tierra y no en los flujos de caja futuros que pueden generar éstos, por tanto esta situación los hace más vulnerables al momento de atender las obligaciones financieras.

Riesgos de carecer de reservas crediticias: Es el riesgo de no disponer de crédito en un momento determinado por tener todas las garantías ya comprometidas si bien, a diferencia de la situación anteriormente mencionada, la empresa puede reestructurar su hoja de balance buscando atender parte o todas las obligaciones financieras contraídas para así obtener entonces disponibilidad de crédito (IPA, 2003).

Este riesgo se relaciona nuevamente con el pago del fruto por parte de las extractoras, pues al realizar el pago de manera rápida se puede correr el riesgo de no realizar oportunamente las reservas para el servicio a la deuda.

Riesgos de Contraparte: Se relaciona con la confianza depositada en el que compra los bienes y consecuentemente el que los paga, se constituyen en la fuente de pago primaria de las obligaciones.

Para los cultivadores de palma la primera fuente de pago es la extractora de aceite, y como ya se ha dicho anteriormente en este caso la rotación de cartera es rápida; sin embargo ninguna empresa está exenta de siniestralidades que comprometan el desempeño de la misma.

Para la extractora y ante mercados sobredemandados, puede experimentarse el incumplimiento en la entrega del fruto por parte de los palmicultores, no sólo derivado por la reducción en la productividad, sino por la competencia existente entre las mismas sociedades extractoras por el fruto.

- * Educación financiera: En general todos los riesgos financieros -bajo una situación normal de productividad de la plantación- se originan en falta de educación financiera de los administradores de los cultivos, situación que se presenta con mayor frecuencia en los pequeños palmicultores, pues las empresas más grandes tienen capacidad administrativa y cuentan con uno o un grupo de expertos.

Agroasemex (2002) argumenta que existen estrategias Ex_ante –antes del desastre- para reducir, mitigar o transferir el riesgo, y estrategias Ex_post –después del desastre- para adaptar las condiciones a la nueva situación. De acuerdo a lo anterior en la Tabla 25, se revisaron los anteriores riesgos y las posibles estrategias para su administración.

Tabla 25. Algunas estrategias para manejar los riesgos susceptibles de gestionar en el sector palmicultor

RIESGO	EX_ ANTE			EX_ POST
	REDUCIR	MITIGAR	TRANSFERIR	ADAPTAR
Climático	No	Sistema de riego	No	Registro de niveles precipitación y preparación del cultivo a las condiciones ambientales
Fitosanitario	Monitoreos de plagas y enfermedades Conocer la biología de los patógenos Conocer la biología de los insectos-plagas	Plan de manejo integrado de plagas y enfermedades	No	Investigación en pro de conocer plagas y agentes causantes de enfermedades Uso de material vegetal mejorado y resistente a las enfermedades más devastadoras
Labores culturales	Programación de labores	Seguimiento a la ejecución de actividades programadas por el departamento técnico	No	
Proceso de transformación	Uso de herramientas y maquinarias que hagan eficiente la labor de cosecha	Plan de recolección y logística Recolección oportuna	Si	Apropiación de tecnologías aptas para el cultivo
Capacidad instalada extractora	Conocer las proyecciones de ingreso de fruto a la extractora	Programación de turnos de extracción a cada uno de los cultivos	Entrega de excedentes a otra extractora	Incrementar la capacidad instalada cuando la oferta de fruto y la demanda de aceite lo ameriten
Porcentaje de extracción	Cosechas oportunas Manejo de tiempos de transporte del fruto Uso de maquinaria adecuada	Optimización del proceso desde la cosecha hasta la extracción	No	Ajusta programa de fertilización y de cosecha

Tabla 25. (Continuación)

RIESGO	EX ANTE			EX_POST
	REDUCIR	MITIGAR	TRANSFERIR	ADAPTAR
Costos de producción	Eficiencia en la mano de obra Mecanización de procesos Incremento de las unidades productivas (# hectáreas)	Economías de escala Subsidios Exención en pago de impuestos	No	Establecer estándares de medición de costos con el objetivo de encontrar mecanismos para reducirlos
Precios	No	No	Cobertura de precio	No
Insumos	No	Compra de fertilizantes en momentos de bajo precio	Cobertura cambiara	Uso de otros insumos como los abonos orgánicos de desechos de palma
Demanda de aceites y grasas	No	Estímulo al consumo per cápita	No	Ampliando el uso de los derivados del aceite en otros sectores productivos
Estacionalidad producción	Manejo agronómico de la fertilización y el riego	Uso de los excedentes para biodiesel	No	Manejo agronómico de la fertilización y el riego
Tasa de cambio	No	No	Cobertura cambiaria	No
Incremento de los fletes marítimos	No	No	No	Disminuir las exportaciones
Inflación	No	No	No	No
Ausencia de investigación y desarrollo de productos	Invertir en I+D	Invertir en I+D	A centros especializados de investigación	Transferencia de tecnología

Tabla 25. (Continuación)

RIESGO	EX_ ANTE			EX_ ANTE
	REDUCIR	MITIGAR	TRANSFERIR	REDUCIR
Ausencia de investigación en plagas y enfermedades	Desarrollo de programas de investigación	Desarrollo de programas de investigación	A centros especializados de investigación	Difundir y asegurar la aplicación de los resultados
Ausencia investigación mejoramiento genético	Promoción de investigación en el área	Promoción de investigación en el área	A centros especializados de investigación	Renovación de las áreas sembradas, usando el nuevo material vegetal
Tasas de interés	No	No	Coberturas a tasas de interés	No
Ambiental	Usar para la siembra áreas en la que no se devaste selva tropical	Implementación de prácticas agroecológicas que protejan el medio ambiente natural de los zonas donde se siembra palma	No	Difundir una cultura de crecimiento del sector que no represente daños ambientales
De seguridad	No	No	Pólizas para cubrir hurtos y otros daños	Se requieren programas de reincorporación a actividades legales
Barrera cultural	Implementación de programas de salud ocupacional	Implementación de programas educativos	No	Alineación de intereses particulares con intereses empresariales
Falta de motivación laboral	Correcto programa de talento humano	Correcto programa de talento humano	No	La empresa debe comprender que los empleados del campo merecen un trato igualitario

Tabla 25. (Continuación)

RIESGO	EX_ ANTE			EX_ ANTE
	REDUCIR	MITIGAR	TRANSFERIR	REDUCIR
Manejo de comunidades especiales	Implementación de programas de reinserción	Implementación de programas educativos	No	Incorporación Estado, organizaciones internacionales en el diseño de eficientes políticas de reparación
Liquidez	Programación financiera para hacer reservas de servicio a la deuda de manera correcta	Incorporación de programas asociativos como administradores de recursos	Delegar administración de recursos en una fiducia	Educación financiera
Insolvencia	Proteger el cultivo con prácticas agronómicas que mejoren la productividad y disminuyan la exposición a plagas y enfermedades	No	Coberturas a los precios del aceite	Elaborar planeación financiera, de manera que la ejecución de los recursos se haga con base a las proyecciones.
Carencia de reservas crediticias	Programación financiera para hacer reservas de servicio a la deuda.	Incorporación de programas asociativos como administradores de recursos	Delegar administración de recursos en una fiducia	Educación financiera. Uso de garantía FAG
Contraparte	Contratos con las extractoras para comprometer legalmente algún incumplimiento de las partes	Generar núcleos productivos en los que se establezcan lazos –no sólo comerciales- entre los cultivos y las extractoras	Pólizas de cumplimiento	Involucrar la participación patrimonial de las extractoras en los cultivos con el fin de generar sentido de pertenencia entre los involucrados

Fuente: Elaboración de la autora a partir de información recopilada durante la elaboración del proyecto

De la tabla anterior (Tabla 25) se desprende una gran conclusión, si bien las plantaciones pueden implementar múltiples estrategias que “blindarían” el proyecto productivo de los riesgos específicos del sector; el mercado de seguros también puede participar como mecanismo de protección a ciertos riesgos.

En este sentido es necesario tener en cuenta –no sólo para el sector- sino para la estructuración del producto financiero de financiación de los cultivos de palma, es de vital importancia acudir a las herramientas como coberturas de precio, cambiaria y a tasa de interés para evitar que las fluctuaciones de estos indicadores afecten el flujo de caja de los proyectos palmeros. Así mismo se hace necesaria la incorporación de pólizas de cumplimiento como una forma de obtener verdadero compromiso de cada una de las partes en el acatamiento a las condiciones establecidas.

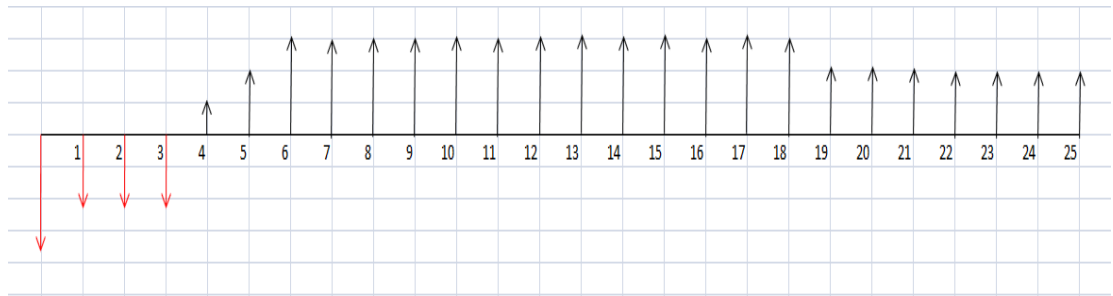
Finalmente se hace un llamado al trabajo conjunto de gremio – estado – sector asegurador para que se contemple la posibilidad de diseñar nuevos productos que protejan el riesgo fitosanitario; en la realidad existe un mercado en crecimiento de aseguramiento de daños climáticos y seguros agrícolas catastróficos, pero al momento todavía no se evaluado las posibilidades de diseñar un seguro que cubra el riesgo fitosanitario en razón a su carácter epidemiológico; en este sentido la empresa Agroasemex de México ha propuesto el diseño de nuevos productos de aseguramiento en el que propone seguros paramétricos que como su nombre lo dice establece parámetros para la activación de los mismos, por ejemplo un índice de lluvias, donde las coberturas aplicarían de acuerdo a los niveles de daños que se presenten en el cultivo.

11.2. FLUJO DE CAJA PARA EL ESTABLECIMIENTO DE UNA HECTÁREA DE PALMA DE ACEITE

Con el fin de conocer el comportamiento de los ingresos y egresos que se tienen a lo largo del tiempo cuando se decide establecer un cultivo de palma de aceite, se realizaron los cálculos con base en los costos para una hectárea, en tanto la información disponible de costos ha sido manejada por las empresas del sector, FEDEPALMA y FINAGRO, a partir de una hectárea.

El flujo de efectivo de una hectárea de palma de aceite, por ser un cultivo de tardío rendimiento se asemeja al siguiente esquema:

Figura 4. Flujo de caja de una hectárea de palma de aceite en una línea de tiempo de 25 años



Fuente: FEDEPALMA

En el año cero se realiza inversión inicial en estudios preliminares, preparación de suelo, la compra del material vegetal, y la siembra; así mismo se necesitan recursos para el sostenimiento desde el momento de la siembra y hasta el tercer año, pues a partir de este año se inicia la producción del fruto. La palma tiene una duración de 30 años en etapa productiva, pero en las proyecciones se hablan de 25 años ya que la productividad de la planta empieza a declinar en el año 19.

Consideraciones a tener en cuenta para la proyección del flujo de caja:

El Anexo B, contiene el flujo de caja del proyecto y el Anexo C el flujo de caja del inversionista, los cuales se realizaron con base en las siguientes consideraciones:

- * Los costos de la inversión inicial y insumos y mano de obra fueron tomados de información de reportada en por FEDEPALMA en ponencia para el XXXV Congreso Nacional de cultivadores de Palma de Aceite. Estos precios correspondían al año 2005 y se realizó un actuario de precios al 2010.
- * Los cálculos se realizaron bajo la suposición de siembra de una hectárea de la variedad *Elaeis guineensis* Jacq, si bien en la actualidad las recomendaciones técnicas se dirigen a la siembra de la variedad híbrida E.o x E.g, todavía no se cuenta con información de un ciclo completo de producción de este híbrido; así mismo no existe una unificación de criterios para establecer las proporciones a sembrar de cada variedad por hectárea.

- * Las proyecciones de inflación y DTF fueron tomadas de www.lanota.com
- * Los datos de producción en toneladas de fruto fueron tomados de información de CENIPALMA
- * Los datos de porcentaje de extracción de aceite de palma corresponden a la tasa de extracción promedio nacional reportada para el 2007 por FEDEPALMA
- * El precio por tonelada de aceite crudo de palma fue extraída del SiVYC, y para su proyección sólo se le aplicaron las tasas de inflación, pues la volatilidad de este precio dificulta realizar una regresión que facilite su proyección.
- * Para el presupuesto inicial de gastos financieros se utilizó una tasa de interés DTF + 10%, pues es la tasa máxima permitida por FINAGRO para la financiación de palma.
- * El valor de la deuda se llevó a un valor futuro del año cinco, pues en ese año se inicia el pago de amortizaciones e intereses.
- * Para el presupuesto inicial de gastos financieros se calcularon amortizaciones con base a la producción (Anexo E).
- * Los cultivos de palma se consideran activos amortizables, y su amortización se realiza a 25 años
- * El valor de salvamento se calculó aplicando un crecimiento de los flujos de caja del 5% en promedio anual, se proyectaron los flujos de caja futuros hasta el año 25 y se devolvieron hasta el año 10.

Para el cálculo del WACC utilizado en el flujo de caja libre del proyecto se parte del siguiente balance:

ACTIVO	\$	PASIVO	\$
Terrenos	\$3'000.000	Cuentas por pagar LP	\$11'719.587
Activos en etapa improductiva	\$11'719.587		
PATRIMONIO			\$3'000.000
Total Activo	\$14'719.587	Total Pasivo + Patrimonio	\$14'719.587

- * Para el cálculo de la TIO utilizada para el flujo de caja del proyecto y del inversionista se usó: Estimaciones de beta para la actividad cultivos de palma, calculados por el Grupo de Investigación en Solvencias y Riesgo Financiero de la Universidad del Valle. Para la rentabilidad libre de riesgo se tomó el valor del cupón de TES con vencimiento en julio de 2010 y para la rentabilidad del mercado se usó información del IGBC.

Aspectos a resaltar del flujo de caja:

Luego de proyectado el flujo de caja como se aprecia en la Tabla 26, se puede concluir que sembrar una hectárea de palma resulta ser un proyecto aceptable, inclusive para el inversionista, de hecho, en este presupuesto no se tienen contemplados los subsidios actuales, pues era necesario conocer la capacidad del proyecto de salir adelante sin la presencia estatal, pues es claro que en algún momento estas ayudas pueden ser suspendidas.

Tabla 26. Principales resultados de la proyección del flujo de caja

FLUJO DE CAJA	PROYECTO	INVERSIONISTA
Inversión	\$6´792.078	\$6´792.078
Valor Futuro Año 5	\$11´719.587	\$11´719.587
VPN	\$44´538.668	\$36´525.659
TIR	45%	39%
B/C	11,63	9,72

Fuente: Elaboración de la autora a partir de información secundaria

Esta proyección se hizo con base en una estructura de deuda similar a un préstamo bajo la línea de redescuento de FINAGRO, y aunque las amortizaciones a capital se calcularon con base a la producción, las cuotas siguieron siendo decrecientes en razón a los intereses, situación que finalmente termina perjudicando la correcta evolución del flujo de caja. En este sentido sería necesario revisar si una diferente estructura de deuda podría mejorar los anteriores indicadores.

11.3. ESTRUCTURA FINANCIERA DE UN TÍTULO VALOR O CONTRATO ESTANDARIZADO PARA FONDEAR LA INVERSIÓN EN CULTIVOS DE PALMA

Los requerimientos de efectivo del cultivo de palma no sólo se encuentran en el año cero, para los siguientes años 1, 2 y 3, también se necesitan fondos que garanticen la correcta ejecución de labores culturales y de fertilización. De acuerdo al presupuesto de costos, en el año cero adicional a la inversión inicial de \$3'916.069 se requieren \$274.166, para el año uno \$281.294, para el año dos \$1'052.890 y finalmente en el año tres \$1'267.600. Estos gastos indican que para el palmicultor no es conveniente recibir un préstamo completo, sino que debe hacerse de manera parcial, lo cual que en términos de emisiones nos llevaría a pensar que se requieren diferentes emisiones, o más bien un título o documento que esté compuesto por emisiones escalonadas.

Para redondear valores se hablarían de tres emisiones, en este punto vale la pena recordar que los datos se encuentran para una hectárea, y que económicamente se habla que un cultivo debe tener al menos 10 hectáreas, lo cual indica que si se desean financiar 10 hectáreas por ejemplo, se adquirirían 10 títulos, papeles o contratos.

En el Anexo F se puede observar la distribución de las emisiones de cada contrato, y así mismo la estructura de amortización a capital y pago de intereses que se propone.

Para las emisiones parciales se proponen tres, una en el año cero por valor de \$4'500.000, otra en el año dos por valor de \$1'000.000 y finalmente otra en el año tres por valor de \$1'500.000; estas cifras se redondearon y aproximaron para tener una mayor facilidad en su manejo.

El contrato se planteó con 48 meses de gracia, acorde a los requerimientos expresados por los palmicultores y con una duración total de 10 años, es decir que durante los años del cinco al diez, se realizarían el pago de la deuda.

Para el pago de la deuda se plantea que inicialmente las cuotas crezcan acorde a los crecimientos promedio de la producción (gradiente 4,35%) durante años 5, 6 y 7 del proyecto y posteriormente en el año 8 al 10 las cuotas serían fijas pues durante esos años la producción de la palma permanece constante y por tanto los flujos de caja tampoco presentan mucha variación; bajo este esquema se cumple otro requerimiento expresado por los palmicultores, que consistía en el pago de la deuda en cuotas crecientes y de acuerdo a la producción, lo cual se puede apreciar en la Tabla 27.

Tabla 27. Tabla de amortización para el pago de las obligaciones contraídas

Valor Crédito	\$11.719.586,74	Préstamo Año 3	\$ 7.362.191
Tasa E.A.	12,00%	Tasa E.A.	12,00%
Plazo	6	Plazo	6
Tasa gradiente	4,35%	Cuota	\$ 1.790.674

PERÍODO	CUOTA	INTERÉS	ABONO CAPITAL	SALDO
				\$ 11.719.587
5	\$ 2.591.957	\$ 1.406.350	\$ 1.185.606	\$ 10.533.980
6	\$ 2.704.707	\$ 1.264.078	\$ 1.440.629	\$ 9.093.351
7	\$ 2.822.362	\$ 1.091.202	\$ 1.731.160	\$ 7.362.191
8	\$ 1.790.674	\$ 883.463	\$ 907.211	\$ 6.454.980
9	\$ 1.790.674	\$ 774.598	\$ 1.016.077	\$ 5.438.903
10	\$ 1.790.674	\$ 652.668	\$ 1.138.006	\$ 4.300.897
TOTALES	\$ 13.491.048	\$ 6.072.359	\$ 7.418.689	

Fuente: Elaboración de la autora

Siguiendo el anterior esquema de amortización, el producto quedaría estructurado como se indica en el Anexo F, y daría como resultado un Valor Presente Neto positivo de \$2'761.103, el cual fue calculado con una TIO de 4,36% que corresponde a una de las carteras colectivas que ofrece Fiduagraria; en este sentido el producto sería interesante para los posibles inversionistas.

Adicionalmente se propone que el producto se pueda transar en el mercado secundario, para lo cual se tendría una tasa de descuento del 8% como un castigo por recompra garantizada, lo cual daría un precio del papel, título o contrato en cada año así:

Tabla 28. Comercialización del “papel” en el mercado secundario

Tasa de descuento	8%
Año 1	\$ 4.888.338,20
Año 2	\$ 5.279.405,25
Año 3	\$ 6.621.757,67
Año 4	\$ 9.214.018,15
Año 5	\$ 8.146.869,86
Año 6	\$ 6.915.863,98
Año 7	\$ 5.504.477,76
Año 8	\$ 3.808.914,13
Año 9	\$ 1.977.705,42

Fuente: Elaboración de la autora

El establecer un precio de referencia en cada año, le brinda liquidez al título y por tanto para sus tenedores resulta interesante tener en su poder un documento que sea fácil de transar en el mercado secundario.

Finalmente se actualizó el flujo de caja del inversionista para conocer como se mejoraban sus indicadores ante estas nuevas condiciones de financiación (Anexo G) y se concluye: Inicialmente se pagan menos intereses en razón a una tasa de interés menor, el valor presente neto para el inversionista es superior en casi \$3'000.000, la TIR cambia de 39% al 41%, es decir que el nuevo esquema de financiación incrementa el flujo de caja del proyecto.

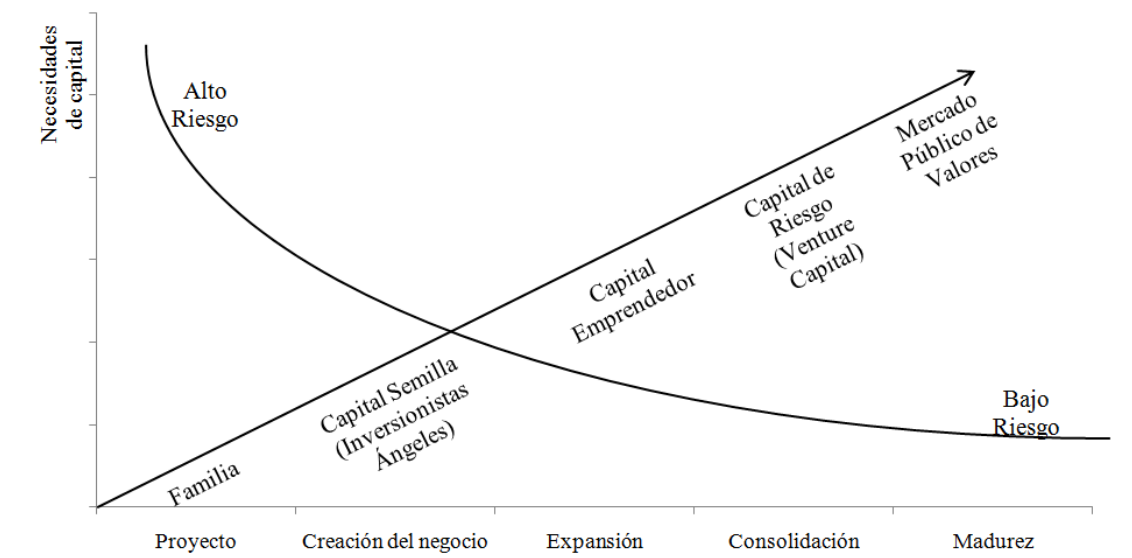
Luego de revisar la estructura financiera de un posible título valor, papel o contrato, es pertinente conocer las formas por medio de las cuales se puede emitir dicho documento.

11.4. FONDOS DE CAPITAL DE PRIVADO

Colombia Capital define los fondos de capital privado como “un vehículo de inversión especialmente diseñado según la normativa vigente⁴⁶ y el perfil de sus inversionistas, administrado por un equipo profesional con el fin de realizar inversiones de capital en empresas que no cotizan en bolsa de valores. El soporte brindado a las empresas en que invierten se materializa en apoyo financiero y estratégico, sus asesorías no remiten a las decisiones del día a día, sino que en general solicitan asientos en la junta directiva, en otras ocasiones dentro de la estructuración solicitan nombrar un gerente financiero de su confianza para un mejor control del flujo de fondos y el planeamiento financiero.

Existen tres tipos de fondos: De capital en riesgo ó Venture capital funds por su nombre en inglés, fondos de emprendimiento y fondos capital semilla que corresponde a los que hoy se llama los inversores ángeles; cada uno de ellos están diseñados para participar en diferentes momentos de desarrollo de la empresa.

Figura 5. Participación de fondos de capital privado según la etapa de desarrollo de la empresa



Fuente: Asobancaria y Colombia Capital

⁴⁶ En Colombia el decreto 2175 de 2007 estipuló las normas de funcionamiento de los fondos de capital privado

Según el estudio del impacto económico mundial de capital privado "The Global Economic Impact of Private Equity" desarrollado por el World Economic Forum, al 2008 entre 21.937 fondos de capital privado completaban un valor de \$3,6 trillones de dólares y la figura experimenta una generación de empleo que tiene una curva en forma de J, si se compara el empleo antes y después del ingreso de la transacción de inversión.

Uno de los casos más exitosos de estos tipos de financiación es el MIT⁴⁷ Private Equity Fund, es un instrumento organizado por el MIT y los miembros de MIT Investment Management Company para invertir en proyectos MIT y no-MIT a través de un portafolio global diversificado de fondos de capital privado. Este fondo ha creado 4000 empleos, ha generado ventas por \$250.000 millones de dólares y en la actualidad las empresas intervenidas tienen 1,1 millón de empleados⁴⁸.

Fernández (2005) define los fondos de capital privado como una "fuente de financiamiento para emprendimientos riesgosos" y se diferencia de las otras formas de financiación que el fondo se convierte en socio, comparte riesgos y utilidades, y tiene inferencia sobre las decisiones empresariales pues se "establecen relaciones estrechas con las empresas que financian, disminuyendo los problemas de información asimétrica y los costos de agencia que enfrentan los inversores externos"; adicional a este concepto se podría decir que las dos finalidades de estos fondos son: Multiplicar el valor de la empresa en la que invierten de manera que al momento de salir el inversionista de la empresa a través de la venta de su porcentaje de participación –según el estudio de WEF esto sucede luego del año cinco en promedio- se provea un retorno de mediano o largo plazo; esta situación puede hacer que el costo del capital sea mayor al de un crédito tradicional.

Dentro de los beneficios que encuentran las empresas al financiarse a través de los fondos de capital privado según Colombia Capital es la inyección de capital fresco, acceder a la experiencia profesional de los ejecutivos del fondo, mayor foco en el plan de negocios y en el corazón del negocio -core business-, financiación de largo plazo sin exigencia de pagos por concepto de intereses, fortalecimiento de la situación patrimonial de la empresa, mejoras en los mecanismos de toma de decisiones a través de un mejor gobierno corporativo, mayor disciplina financiera a través del planeamiento

⁴⁷ Massachusetts Institute of Technology

⁴⁸ Información tomada de http://www.mitimco.org/Priv_Equity.html

financiero de largo plazo, mayor profesionalización de la estructura gerencial, apoyo a la administración, así como asesoramiento en temas estratégicos y financieros, oportunidad de mayor crecimiento en menor tiempo, ampliación de redes de contactos para el desarrollo de los mercados actuales o para la apertura de nuevos mercados, facilitación de las alianzas estratégicas y fortalecimiento de la imagen de la empresa, entre otros.

En Colombia los fondos de capital privado “solo podrán ser administrados por sociedades comisionistas de bolsa de valores, sociedades fiduciarias y sociedades administradoras de inversión”⁴⁹, y tanto en nuestro país como en el exterior, tienden a especializarse de manera que un mayor conocimiento del sector, conduzca a que los procesos de inversión sean más rápidos –se habla que el proceso tarde entre seis meses y un año-, y aporte sinergias al negocio.

Cada fondo tiene un rango de preferencias de inversión, según D’Apice (2008) para Latinoamérica en el 2007 existían 27 fondos de capital privado que fondeaban recursos por valor de \$4.419 millones de dólares, de los cuales el 84% se invertía en el sector generalista/oportunidad, 10% en energía, 2% en agro-negocios, y el resto está en tecnología y otros sectores; adicional a las preferencias de inversión se diferencian en el tipo de financiación requerido, el perfil y estructura de los fondos de capital privado, y su modo de operación.

De acuerdo a la Guía práctica de fondos de capital privado publicada por Colombia Capital, entre los sectores destino de las inversiones de estos fondos todavía no se encuentra el sector palmicultor, si bien existen algunos fondos que dirigen sus inversiones al cultivo de cacao, plátano y cultivos florales, así como también es receptora de estos capitales la industria de producción, comercialización y venta de aceites y grasas comestibles, entre este rubro no se incluye el cultivo de palma.

Indupalma dentro de su portafolio de servicios oferta un fondo de capital privado orientado a atraer recursos para invertir en proyectos a gran escala en la agroindustria de la palma aceitera; la inversión de recursos incluye la compra de tierra y el desarrollo del cultivo; sin embargo este esquema es un poco diferente en tanto el dueño del proyecto es el fondo y no la empresa en que se invierten los recursos; de otro lado de acuerdo a la información reportada en la entrevista al señor Jairo Cendales de Indupalma, hasta ahora es una idea –que particularmente ya aparece en el portafolio- pero por esta vía no se ha ejecutado ningún proyecto.

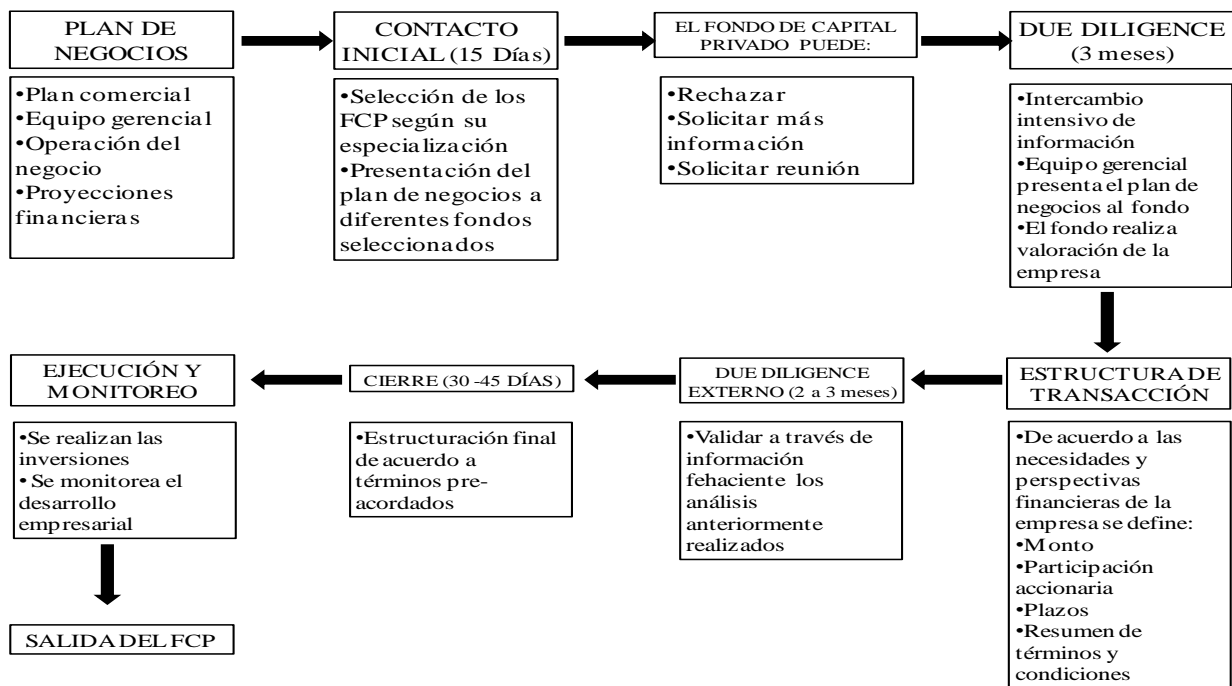
⁴⁹ Artículo 80 del decreto 2175 de 2007

Proceso de financiación a través de un fondo de capital privado (FCP)

En la Figura 6 se pueden observar los pasos que deben seguir las empresas y los fondos de capital privado cuando desean consolidar una negociación de inversión; este proceso inicia con el planteamiento del plan de negocios, a través del cual se debe sustentar a los posibles fondos las razones por las cuales es interesante invertir en la empresa. Posteriormente se debe hacer un estudio de los fondos que se hayan especializado en el sector en el que se desarrolla la empresa, en nuestro país este trabajo se ha hecho a través de FINAGRO el cual cuenta con un fondo de capital de riesgo, y así mismo el Banco Agrario a través de su sociedad fiduciaria Fiduagraria con líneas específicas para la reforestación comercial, siendo éste el único sector al cual se ha dirigido la inversión de estas entidades.

Cuando se presenta el plan de negocios a los fondos de capital seleccionados y éste no lo rechaza, se inicia un proceso denominado due diligence que busca proveer información detallada de la empresa, donde se pretende establecer ventajas, desventajas, necesidades comerciales y financieras, estructura del negocio, potencialidades, entre otras características que permitan ubicar al fondo sobre la operación de la empresa.

Figura 6. Proceso de financiación a través de fondos de capital privado



Fuente: Elaboración de la autora a partir de información de Colombia Capital

Luego de conocer la información detallada de la empresa el fondo procede a realizar su valoración, de manera que pueda iniciarse el proceso de estructuración de la operación, en el cuál se definen los detalles de la operación (monto, plazo, delimitación de responsabilidades) siempre buscando que se ajusten a los requerimientos de la empresa. Dentro de la estructuración para el fondo es muy importante que el empresario demuestre su compromiso financiero a través de la inversión de capital propio en la compañía, de manera que esto le garantice al fondo el interés de la contraparte por ejecutar el plan de negocios.

Otro aspecto a definir durante la estructuración es la forma en la cual el fondo participará en la empresa, el gobierno corporativo y las cláusulas de salida.

La forma de participación puede hacerse a través de:

- Capital accionario
- Acciones ordinarias
- Acciones privilegiadas
- Acciones con dividendo preferencial y sin derecho a voto
- Capital cuasi accionario o mezzanine

Tanto el capital accionario y las acciones son formas de participación ya conocidas, y por tanto vale la pena describir en qué consiste ésta ultima figura.

El capital cuasi accionario o mezzanine es una forma de participación conformada por financiación en forma de deuda y financiación en forma de acciones, Women's World Banking (WWB) define el financiamiento mezzanine como "una forma de deuda "junior" o "subordinada" que cierra la brecha entre las obligaciones senior (deuda) y la emisión de acciones. El financiamiento mezzanine, que es reembolsable únicamente después de que se pagó la deuda senior, tiene una tasa de interés más alta para compensar a los prestamistas por asumir un riesgo mayor" y adicionalmente se incluyen derechos sobre las ganancias. Dado este riesgo también puede que los fondos requieran garantías en segundo grado sobre los activos de la empresa (tienen derecho sobre el activo luego de satisfacer las garantías primarias).

De otro lado, dentro del esquema de gobierno corporativo de la empresa se definen:

- * Asientos en la junta directiva de la empresa o la nominación de miembros independientes de la junta directiva
- * Derechos de veto para cualquiera de las partes, tanto a nivel de asamblea de accionistas como a nivel de junta directiva
- * Cantidad de votos en asamblea de accionistas a favor del fondo
- * Puestos clave del equipo gerencial
- * Esquemas de ajuste de precio o cesión de acciones, en caso de que la empresa no alcance las metas del plan de negocios

Luego de terminada la estructuración, se verifica documentalmente toda la información en una fase que se denomina due diligence externo y finalmente se realiza la estructuración final, se inicia la ejecución de las inversiones a las cuales se les realiza un monitoreo por parte del fondo de capital.

Las inversiones por parte de fondo de capital no son permanentes, desde el inicio se pactan las cláusulas de salida que puede ser entre los tres e inclusive más de diez años luego de iniciadas las operaciones; en este sentido es necesario definir muy bien las condiciones de salida y la empresa como tal debe estar dispuesta a facilitar la salida del fondo aunque esto requiera un esfuerzo financiero, una pérdida del control o la venta de la compañía.

Las opciones de salida del fondo de capital privado son:

- * Venta directa a otra empresa: Venta privada a un tercero con interés estratégico en la industria.
- * Venta directa a otro fondo de capital privado
- * Oferta de acciones en el Mercado Público de Valores
- * Reventa de sus acciones a los otros socios de la empresa

Un fondo de capital privado para el sector palmicultor

En Colombia se tiene información de fondos de capital privado para invertir en extracción de almidones a base de yuca, inversión forestal y sector ganadero, siendo éste último el que ha participado con mayores productos de innovación; de hecho el sector ganadero se destaca por haberse financiado a través de titularizaciones, de contratos estandarizados, de leasing ganadero y más recientemente por el Fondo de Capital Privado Inversiones Ganaderas; todas las anteriores operaciones se han incubado y desarrollado desde SFA Cebar, una empresa de Soluciones Financieras Agropecuarias que se ha especializado en ofrecer alternativas de financiación al sector Ganadero.

Tomando como ejemplo la experiencia recorrida por el sector ganadero, la creación de un fondo de capital privado para el sector palmicultor, debe iniciar por la conformación de una empresa gestora o administradora que tenga un amplio conocimiento del sector para que a través de ésta se cree el fondo de capital privado y también se pueda acceder a otros mecanismos de financiación como el crédito, leasing y contratos estandarizados.

Esta empresa gestora deberá tener capacidad técnica, operativa y financiera en el sector palmicultor de manera que pueda brindar un apoyo integral que incluya la evaluación y gestión de riesgos, así como proveer de manera directa la asistencia técnica a los cultivos –especialmente a los más pequeños- y en este sentido exista una correcta ejecución del paquete tecnológico diseñado por los órganos de investigación como Cenipalma, pues por ejemplo esta entidad a través de su área de transferencia de tecnología encuentra grandes diferencias entre lo que ellos recomiendan a los cultivos y lo que los cultivos en la práctica ejecutan; en la vinculación directa de dicha asesoría técnica, se encontraría uno de los blindajes del producto financiero que se ofrezca a través del fondo.

La creación del fondo debe hacerse de la mano de un comisionista de bolsa, de una sociedad fiduciaria o de una sociedad administradora de inversión, y para ello es posible tomar una de las conclusiones del momento uno en el cual se habló de las preferencias de los palmicultores por establecer relaciones comerciales con el Banco Agrario; bajo este esquema se haría necesaria que la estructuración del fondo se haga a través de Fiduagraria la sociedad fiduciaria filial del Banco Agrario. Otra opción podría ser aprovechar la experiencia adquirida por el comisionista “Profesionales de

Bolsa” quien administra el fondo de capital privado Inversiones Ganaderas y también tiene otro en caucho⁵⁰.

Los demás detalles de estructuración de la transacción serán descritos más adelante, ya que éstos pueden aplicar tanto para el producto de financiación a través de un fondo de capital privado, así como para los contratos estandarizados a término.

11.5. CONTRATOS ESTANDARIZADOS A TÉRMINO

Estos contratos se denominan estandarizados en tanto las condiciones como especie, cantidad de producto y plazo son iguales, consiste en la venta inmediata de un subyacente con pacto de recompra, y el vendedor se compromete a la custodia y administración de los productos agropecuarios, agroindustriales u otros commodities hasta el vencimiento del contrato; el documento expedido adquiere la calidad de título valor y “permite a los inversionistas canalizar sus excesos de liquidez, obteniendo una rentabilidad fija”⁵¹.

Los elementos de estandarización estipulados en el decreto 1340 de 2008, son:

- * Especie: Se refiere a uno o más productos agropecuarios, agroindustriales u otros commodities susceptibles de ser transados a través de una bolsa de productos agropecuarios, agroindustriales o de otros commodities.
- * Tamaño: Se refiere a la cantidad de la especie objeto del contrato y que deberá permitir establecer claramente el peso, volumen, masa o cualquier otra modalidad de medida de estándar nacional o internacional para el sector que produzca o comercialice la respectiva especie.
- * Calidad del subyacente: Se refiere a las normas de individualización de un género específico de la especie objeto del contrato, las cuales

⁵⁰ Información tomada en la Revista Dinero #341 de enero 22 de 2010

⁵¹ Información tomada de la BNA

son usualmente utilizadas en el mercado nacional o internacional en el sector que produzca o comercialice la respectiva especie.

- * Fechas de vencimiento: Se refiere a las fechas de vencimiento de los contratos que deberán corresponder a los ciclos productivos o de consumo, de la respectiva especie subyacente del contrato.
- * Plazo de recompra: Se refiere al plazo en el que se debe ejercer la recompra del contrato a término y la terminación del servicio de custodia y engorde, extracción o cosecha, según proceda, de conformidad con el ciclo biológico, productivo o de extracción de la especie objeto del contrato a término.

En la actualidad existen tres tipos de contratos de este tipo que se transan en la BNA, los tres están constituidos para el levante y engorde de semovientes (pollos, cerdos, ganado) y cabe anotar que todavía no existe ninguno de este tipo para cultivo de alguna especie natural. En la Tabla 29 se muestran los tres tipos de contratos estandarizados existentes:

Tabla 29. Contratos estandarizados a términos que se transan a través de la BNA

TIPO DE CONTRATO	SUBAYCENTE	MODALIDADES	CANTIDAD DE ANIMALES	VENTA INICIAL	PESO FINAL	VALOR RECOMPRA	PLAZO RECOMPRA
CAT - Contrato Avícola a Término	Pollos de cualquier raza	Especializadas para engorde	20.000 Pollitos de un día	Valor de la recompra menos la tasa de interés pactada	2000 gramos	Precio del pollo gordo por la tasa de descuento del 20%	90 días
CPT - Contrato Porcícola a Término	Especies porcinas para las actividades de levante y ceba.	Levante y ceba de cerdos	100 cerdos entre 20 y 22 kilos	Valor de la recompra menos la tasa de interés pactada	95 – 100 kilos	Precio del cerdo en por la tasa de descuento del 30%	105 días
CGT - Contrato Ganadero a Término	Ganado en pie (Bos indicus; Bos taurus; Bubalus bubalis)	Levante de machos en pastoreo o confinamiento. Ceba de machos en pastoreo o confinamiento.	5.000 kilogramos de ganado en pie	Precio del ganado flaco en pie por la tasa de descuento	NA	Precio de venta inicial por la tasa de interés pactada.	90, 120, 150, 180, 210, 240, 270, 300 ó 360 días calendario.

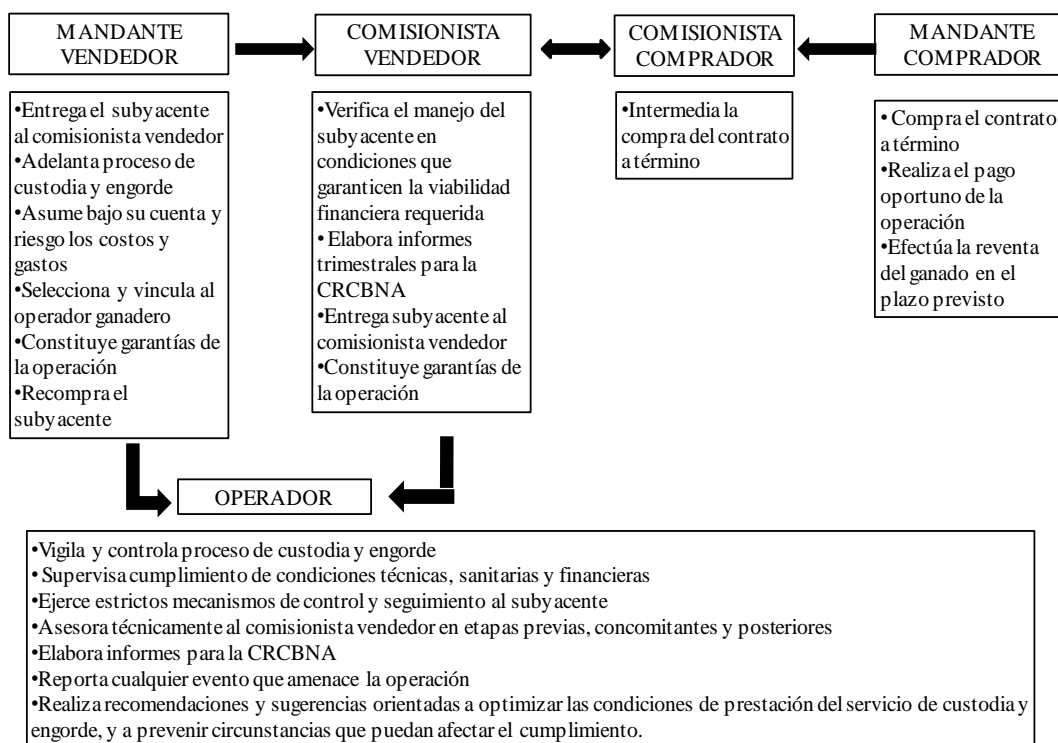
Fuente: BNA y CRCBNA

Como se puede observar estos contratos tienen muy definidas las condiciones del mismo en cuanto a las características de los semovientes que cubre el documento, los plazos, el valor presente y valor futuro del contrato.

Participantes de la operación y obligaciones

En las operaciones de contratos estandarizados a término participan de un lado una punta vendedora que se encuentra representada por un comisionista de bolsa vendedor y una punta compradora que igualmente está representado por un comisionista de bolsa comprador. Adicionalmente participa un operador logístico (ganadero, porcícola o avícola) el cual tiene un conocimiento especializado en de acuerdo a la actividad productiva de cada contrato; en la Figura 7 se pueden visualizar las funciones específicas de cada participante.

Figura 7. Participantes en la elaboración de contratos estandarizados a término y obligaciones de cada participante



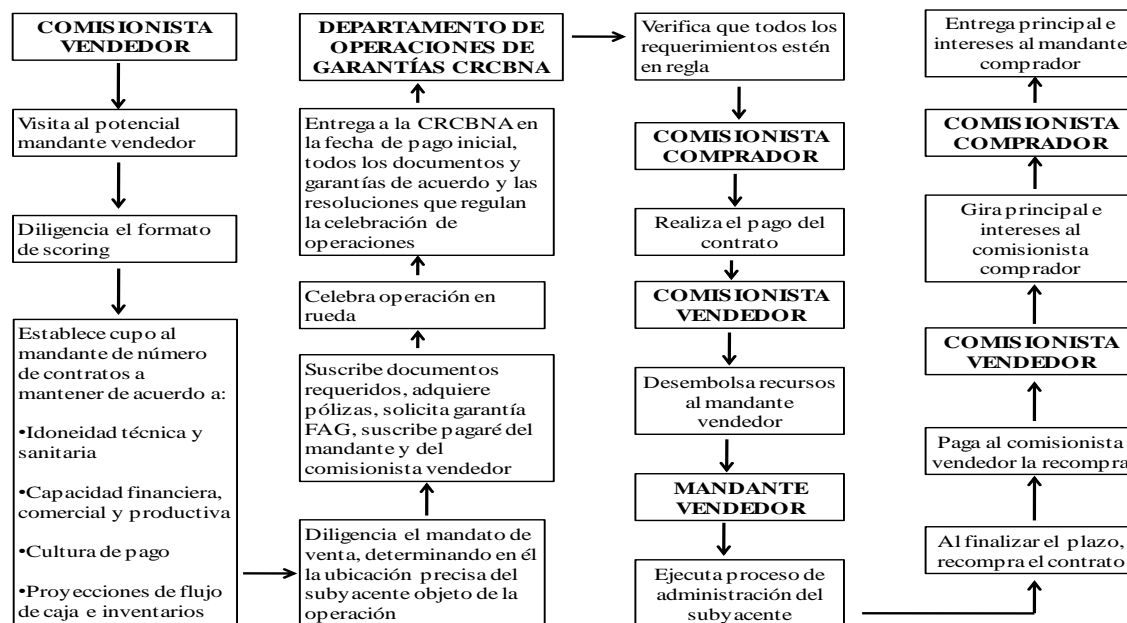
Fuente: Elaboración de la autora a partir de información de CRCBNA y Comiagro

Para el cumplimiento de cada una de las obligaciones enunciadas en la Figura 6, se realizan diferentes sub-contratos en los cuales se delimitan responsabilidades y se establecen cláusulas en caso de incumplimiento; así mismo se realizan certificaciones, se realiza un “scoring”⁵², se pactan las pólizas y otras garantías adicionales, y finalmente se autorizan las revisiones y visitas técnicas para la supervisión, realización de informes por parte de los encargados.

Proceso

El proceso para llevar a cabo la celebración de operaciones de contratos estandarizados a término inicia con la visita al potencial mandante vendedor por parte de comisionista vendedor (Figura 8), en forma detallada se cumple con los requerimientos que garanticen seguridad tanto a los comisionistas como a la CRCBNA el cumplimiento de la operación, luego de cumplidos todos los requisitos, se “canta” la operación en la rueda de la BNA, y en este punto inicia la intervención del comisionista comprador que en representación del mandante comprador, efectúa la operación de compra.

Figura 8. Proceso para celebrar operaciones de contratos estandarizados a término



Fuente: Construcción de la autora propia a partir de información de CRCBNA y Comiagro

⁵² El scoring consiste en una evaluación del mandante vendedor en cuanto a su experiencia como productor, experiencia comercial, niveles de productividad y desempeño financiero.

Luego de transcurrido el plazo determinado para el vencimiento de la operación, el mandante vendedor realiza la recompra del subyacente objeto del contrato y se realizan los respectivos desembolsos necesarios para finalizar la operación.

Contratos estandarizados a término para el sector palmicultor

Como ya se ha dicho, en la actualidad no existen instrumentos en los que el subyacente sea un producto de agricultura, hasta el momento sólo se realizan contratos sobre semovientes y por tanto las características del mismo deben ser diferentes, en tanto el subyacente final en este caso sería el aceite de palma⁵³, pero el subyacente inicial serían las palmas sembradas; así mismo el objeto del contrato cambiaría de “custodia y engorde” y se reemplazaría por “sostenimiento, cosecha y extracción”, para la extracción debe realizarse un contrato de tercerización con las plantas extractoras.

Otro aspecto relevante a tener en cuenta son los plazos, pues los contratos existentes no superan los 360 días y en momentos anteriores de este informe se determinó que el plazo debe ser a 120 meses; en cuanto a normatividad no hay un limitante, sin embargo esta situación vista desde el inversionista se configura en una actividad de mayor riesgo.

Los contratos estandarizados no realizan pagos parciales al mandante comprador, pues se realiza un único pago al final de la operación; para contratos a los cultivos de palma deben contemplarse pagos parciales y amortizaciones a partir del año cinco. En este caso se debería incluir en las condiciones un “pacto de recompra anticipada y parcial distribuido en un porcentaje del valor futuro de la operación”; esta recompra anticipada liberaría unos recursos pertenecientes al mandante comprador quien podría elegir comprar nuevas emisiones de contratos palmeros o invertir en otro tipo de valores.

Para la realización de todos los contratos estandarizados es necesario solicitar autorización de la Cámara de Riesgo Central de Contraparte de la BNA, la cual analiza todos los riesgos de la operación y autoriza o no la realización de las operaciones.

⁵³ El subyacente final debe ser la palma de aceite, pues el mercado no maneja información de precios del fruto, ya que comercialmente sólo se transa aceite crudo de palma.

Conclusión del capítulo:

Tanto los contratos estandarizados a término como los fondos de capital de riesgo cumplen los requerimientos de estructuración para la financiación de los cultivos de palma, de hecho podría pensarse en apertura de ambos productos a través de la creación un “operador palmero” que funcione como una gran empresa que agrupa los intereses de grandes, medianos y pequeños palmicultores y que provea adicional a estos productos financieros, servicios de asistencia técnica y educación financiera y sobre todo que se realice una correcta vinculación entre CENIPALMA como centro de investigación, la academia, el gremio y el Estado.

12. NOTAS AL CIERRE

Una discusión a manera de conclusión

Un esfuerzo central de esta investigación fue el diseño de un producto financiero que consulte las especificidades del sector de la palma; tal producto queda como una especie de propuesta cuya aplicación es incierta; lo que sí es cierto es que se podrán diseñarse nuevos productos quizás muy refinados y eficientes, pero siempre tendrán que enfrentarse a una política estatal que, de cierta forma, pone frenos a la expansión del mercado de capitales, tal como se pretende argumentar. Significa lo dicho, llevar la conclusión al terreno de la discusión del papel del Estado como agente económico.

A nivel ideológico y de política económica es reiterada la controversia acerca del papel del Estado en la economía; para unos, la tesis de partida es que al mercado se le debe dejar actuar libremente como mecanismo de distribución de recursos y la intromisión del Estado a través de impuestos, subsidios, barreras arancelarias, normatividad ambiental o cualquier otro mecanismo de intervención, significa inducir ineficiencias al sistema. Otros en cambio – la antítesis-, reclaman un Estado todo poderoso, propietario de todos los factores de producción y como tal, capaz de planificar la asignación de recursos. Pero en épocas de síntesis, va quedando claro que la participación del Estado como agente económico es necesaria, básicamente y pese a las ineficiencias que pueda inducir, por razones de equidad o también de atención a las externalidades que la operación de los mercados genera.

Para el caso de la palma en una mirada general se va haciendo claro que la intervención del Estado no ha sido acertada. Por inequitativa e incapaz de promover eficiencia: *“ la agricultura y la ganadería colombianas han disfrutado de una protección excesiva desde que se inició el desarrollo económico moderno y eso ha contribuido a tener alimentos muy caros, al mismo tiempo que la falta de competencia los ha aletargado manteniendo estancados sus niveles de productividad... el gobierno los compró (a la SAC y a FEDEGAN) con Agro Ingreso Seguro, destinando a regalos al latifundismo empresarial, del orden de medio billón de pesos anuales de*

*nuestros impuestos*⁵⁴ y con razón voces autorizadas llaman a “... *desmontar la política agraria que se basó en el latifundismo empresarial y que distribuyó recursos públicos entre personas muy ricas*”⁵⁵. Tampoco ha contribuido a apaciguar problemas sociales; por el contrario, parece que los ha agudizado si se acoge el reporte de la comisión interamericana de derechos humanos – CIDH- que “*reseña casos graves de violencia, desplazamiento y usurpación de tierras contra comunidades afrocolombianas, motivados especialmente por el gran valor de los territorios que habitan, así como por la expansión de la industria de agrocombustibles mediante la palma africana*”⁵⁶ y ha sido negligente ante las externalidades ambientales derivadas del cultivo de palma: “*los empresarios de biocombustibles –palma, caña, yuca amarga (...) están comprando tierra que les quieran –o no les quieran- vender (...) . Los nuevos empresarios destrozan humedales, canalizan caños, tumban morichales y la vista del Ministerio de Interior, arriendan tierras de resguardo. El Modelo Carimagua – Arias está entrando a saco contra lo que se le atraviere*”⁵⁷.

Para el caso particular del objeto de esta investigación, se pudo establecer que la intervención del Estado al tiempo que induce a un **relajamiento financiero** de los empresarios de la palma, plantea una restricción a la profundización del mercado de capitales. En efecto, los subsidios surten de ingresos para efectos de sacar adelante los proyectos; se genera así una baja necesidad de recursos que anula la creatividad y las iniciativas de asociación alrededor del diseño de un producto financiero específico para el sector; de manera simultánea, la política de subsidios actúa como competencia en la oferta de capitales: nadie en uso de su racionalidad, acudirá al mercado financiero tras la búsqueda de recursos monetarios ante la certeza de obtenerlos por otras vías que implican costos más favorables, la consecuencia de ello es el retardo del crecimiento de dicho mercado. Así, la política se pone a contrapelo de llamados como el del WFE que invita a la creación e innovación en productos financieros que permitan al sector productivo acceder a recursos que impliquen menores costos del capital; pues existe una clara relación que una mayor inversión demanda un mercado de capitales amplio y diversificado en productos, y a su vez un mayor desarrollo del mercado de capitales genera un mayor ingreso per cápita.

⁵⁴ Salomón Kalmanovitz. “El tratado de libre comercio con Europa”. El espectador, 19 de abril de 2010, página 22

⁵⁵ Ibid.

⁵⁶ Gustavo Gallón Giraldo. “Temas de debate es lo que hay”. En: El espectador, 22 de abril de 2010, página 24.

⁵⁷ Alfredo Molano Bravo. “Tierra arrasada”. En: El espectador, 25 de abril de 2010, página 41.

El párrafo previo –incluso los anteriores– abre el interrogante acerca del papel que se le pide al Estado para el caso específico de la problemática del mercado de capitales: ¿un alejamiento casi total para dejar actuar libremente el mercado en la asignación de recursos? ¿Tesis o antítesis? La respuesta pone el acento en la síntesis y eso significa una reorientación de la política de subsidios y hacerla más integral en el sentido abarcar aspectos como: educación financiera, asistencia técnica, conexión con la academia, legalización de tierras, énfasis en pequeños productores y asociaciones de economía solidaria.

Con modestia se sugieren tres vías de actuación del Estado, todas conectadas con las posibilidades de profundización y ampliación del mercado de capitales.

I) Favorecimiento de pequeños palmicultores: Se parte de considerar que el problema de la carencia de títulos de propiedad sobre la tierra afecta de manera especial a los pequeños productores; sin duda la legalización de predios aporta el respaldo patrimonial necesario ante la eventualidad de acudir al mercado financiero tras los recursos .

II) El apoyo del Estado en la creación de una gran empresa que funcione como “**operador palmero**” por medio del cual se ofrezcan alternativas de financiación para el sector, se provean servicios de asistencia técnica, brinde asesoría integral y que en alianza con entidades financieras puedan proyectar una oferta innovadora de productos de financiación. Esta iniciativa está inspirada en la experiencia del sector ganadero la cual se cuenta como un caso exitoso, porque ha innovado en el lanzamiento de productos para financiar sus actividades de inversión, esto lo ha hecho a través del operador ganadero “SFA Cebár”. Como “**empresa operadora**” le corresponde asesorar a los ganaderos en la presentación de proyectos para ser aprobados por las entidades; facilitar el acceso a los subsidios estatales; realizar estudio técnico de riesgos; asesorar a los ganaderos en su gestión; y en compañía de otras instituciones financieras diseñar productos a la medida de las condiciones del sector⁵⁸.

⁵⁸ A través de SFA Cebár se ofrecen productos de financiación como Fondo de Capital Privado Inversiones Ganaderas, Crédito Agropecuario Bancolombia, Hato Leasing y Contrato Ganadero a Término (CGT)

III) Promover y favorecer alianzas estratégicas entre Estado – Universidad – Palmeros con miras al apoyo de la investigación. La información acopiada en este trabajo da cuenta del escaso interés de financiar proyectos investigativos; esto tiene su razón de ser dado que los retornos de la inversión son de largo plazo, poco tangibles y no se reflejan en el incremento del flujo de caja; no obstante, la solidez de un posible mercado de capitales específico para la palma se vertebra con la investigación. Esta última afirmación se respalda en la evidencia que aporta el caso del sector ganadero. Se sabe del éxito que este sector ha tenido en la gestión de recursos, y sus productos financieros gozan de acogida; con seguridad, en esta provechosa situación algo tiene que ver el control de los riesgos de enfermedad, el aumento de productividad como resultado de cruce de especies, novedosas prácticas culturales en los hatos, etc.; es sencillo deducir que en la base de estos logros están la investigación y la educación a través de campañas. En resumen, menos riesgos y más productividad son señales que el potencial inversionista percibe como favorables al tomar una decisión de acoger títulos valores emitidos para financiar al sector.

Igual que lo reportado para el sector ganadero se esperaría con la palma. La investigación es clave en la intención de controlar problemas fitosanitarios, de prevenir enfermedades como pudrición del cogollo, marchitez letal y otras, de lograr minimizar pérdidas y de mejorar los niveles de productividad; en el momento en que estas cosas sucedan, se estarían controlando riesgos y creando así un ambiente de confianza tan fundamental en un mercado de capitales.

Otras conclusiones

- * Todos los procesos de financiación externa, aunque se intenten diseñar de manera sencilla, terminan involucrando diversos trámites, contratos, garantías, que hacen complejas estas operaciones; esta situación se atribuye a la necesidad de asegurar el retorno de los recursos. Si se realizara una verdadera alfabetización financiera, se generaría mayor confianza entre las partes y a futuro se podrían simplificar los trámites en el momento de diseñar un producto de financiación.
- * Se ha tenido la concepción que al mercado de capitales sólo pueden ingresar empresas de gran tamaño, en la actualidad la BVC se encuentra realizando promoción de este mercado como escenario de financiación tanto para inversores grandes y pequeños, como para prestamistas grandes y pequeños; pues la experiencia en otros

países, demuestra que la bolsa de valores puede financiar actividades de microfinanzas.

- * Cada vez se reafirma que la asociatividad es excelente vehículo para lograr propósitos mayores; en la búsqueda de agregar valor a las empresas se hace necesario la consolidación de grandes núcleos productivos para que a través de ellos se consigan metas que en individual serían muy difíciles de lograr.
- * Es necesario eliminar el paradigma existente entre instituciones bancarias, comisionistas de bolsas, calificadoras de riesgo, de profunda desconfianza hacia el sector agropecuario. Dicha desconfianza ha limitado el crecimiento del sector en sí, y se convierte en una forma de exclusión para aquellos que han encontrado en la producción agrícola y pecuaria una alternativa productiva.
- * La propuesta de financiación se configura en ejemplo para la inserción de alternativas de financiación para las actividades agrícolas, pues la carencia de servicios financieros para apalancar proyectos productivos ha generado la contracción del sector.

Rótulos finales

- * Con el fin de captar el verdadero efecto de los subsidios en el sector, se hace necesario realizar un estudio en el que se puedan evaluar las mejoras en rentabilidad, productividad, implementación de mejores prácticas agronómicas y empresariales, entre otras, con el fin de verificar si la forma en que se han diseñado las políticas para este sector han sido efectivas o por el contrario han ocasionado un “relajamiento” al sector.
- * Debido a la limitación de recolección de información primaria, se hace necesario realizar una prueba entre los cultivadores de palma para evaluar la operatividad del producto, y así mismo realizar un sondeo entre potenciales inversionistas para conocer su aceptación.
- * Solicitar a la BNA una mayor fluidez en la información de precios del sector palmicultor, pues para consolidar al sector en el mercado de capitales se hace necesario contar con información histórica de cotizaciones de precios en mercados locales y externos; así mismo el gremio debe dinamizar la publicación de informes sectoriales que permitan conocer las variaciones de la oferta y la demanda, tendencia de los precios, análisis de expertos y prospectiva con el fin de

entender la volatilidad de los precios, las estacionalidades, los incrementos en productividad, la incidencia de plagas y enfermedades, entre otras.

- * Desde FEDEPALMA se debe ampliar su objeto social o su población de influencia, de manera que el trabajo del gremio sea más inclusivo con los pequeños y medianos palmicultores.

BIBLIOGRAFÍA

AGROASEMEX. Administración de riesgo en el sector agropecuario: Situación actual y perspectivas. México, 2002. Disponible en: <http://www.infoaserca.gob.mx/ponencias/Aserca151002-3-1.pdf> Consultado el 22 de abril de 2010.

AGUDELO RUEDA, Diego; ARANGO ARANGO, Mónica. La curva de rendimientos a plazo y las expectativas de tasas de interés en los mercados colombianos de renta fija 2002-2007. Lecturas de Economía, Universidad de Antioquia, No. 68 (Ene – Jun.) pág. 39 -66 2008

ARIAS, Jairo. La titularización y otras alternativas de financiamiento para los proyectos de palma de aceite. Revista Palmas, Vol. 21 No. Especial. Tomo 2, 2000.

BODIE, Zvi; MERTON, Robert. Finanzas. Primera Edición. Editorial Pearson. 2003

BOŽIĆ, Dragica; MUNČAN, Petar; BOGDANOV; Natalija. Credits for Serbian agriculture in the transition, Belgrado: Universidad de Belgrado, 2009, 10p. {En línea} {23 de febrero de 2009} Disponible en: <http://ageconsearch.umn.edu/bitstream/57339/2/Bozic%20Dragica%20cover.pdf>

BANCO CAJA SOCIAL. Financiación del cultivo de palma de aceite a pequeños productores del Magdalena Medio. Noviembre de 2005. En línea: www.agronet.gov.co/microfinanzas/012-luis_gomez.ppt. Consultado el: 28 de febrero de 2010

BRC Investor Services S.A. Notas del Mercado de capitales. Las Titularizaciones de activos agropecuarios: Una alternativa de financiamiento a la medida. No. 16. 2007

BRC Investor Services S.A. Títulos de contenido crediticio para la inversión palmera “Tip Palmero”. Calificación Inicial y seguimiento y revisiones extraordinarias. 2005 a 2009.

BREALEY, Richard; MYERS, Stewart; ALLEN, Franklin. Principios de Finanzas Corporativas. Octava Edición. Mc-Graw Hill. 2006.

CÁRCAMO, Ulises; CAUSIL, Catalina. Valoración de opciones para el mercado agropecuario colombiano, El modelo de Heston – Nandi como alternativa. EAFIT. 2007

CENDALES, Jairo. Crédito para siembras de palma de aceite: ¿Por qué la banca no quiere prestar? Revista Palmas, Vol. 22 No. 1. 2001.

CENTRO DE ESTUDIOS REGIONALES CAFETEROS Y EMPRESARIALES (CRECE). Impactos socioeconómicos de la agroindustria de la palma de aceite en Colombia. 2003

CLAVIJO, Sergio; VERA, Alejandro; CAICEDO, Juan Guillermo. El mercado de capitales. Enfoque mercado de capitales. Asociación Nacional de Instituciones Financieras (ANIF). Edición 2. 2006.

CONTO POSADA, Myriam. Financiamiento de los agricultores al desarrollo tecnológico. Universidad del Rosario, Fedepalma. 2008

CORBETT, Jenny; JENKINSON, Tim. How is investment financed. The Manchester School Supplement. Pág. 69 – 93. 1997

CORREDOR, Armando; MARTÍNEZ, Gerardo; SILVA, Álvaro. Problemática de la Pudrición del cogollo en Tumaco e instrumentos para su manejo y la renovación del cultivo. Palmas Volumen 29 No.3 Edición Especial de 2008.

D’APICE, Patricio. Fondos de capital privado en tiempos de recesión. Colombia Capital. 2008. Disponible en: [http://www.colombiacapital.com.co//mx2/administracion/contenido/editor/homeFiles/FCP_en_epoca_de_recesion\(97-03\).pdf](http://www.colombiacapital.com.co//mx2/administracion/contenido/editor/homeFiles/FCP_en_epoca_de_recesion(97-03).pdf) consultado el: 24 de marzo de 2010

DEPARTAMENTO DE PLANEACIÓN NACIONAL. Documento CONPES 3510. Lineamientos de política para promover la producción sostenible de biocombustibles en Colombia. 2008.

----- 3447. Estrategia para el desarrollo competitivo del sector palmicultor colombiano. 2007.

DUPPORT JARAMILLO, Eric; VIVEROS RUBIANO, Sergio. Titularización: Una nueva visión para el desarrollo del país. Pontificia Universidad Javeriana, Tesis de grado no publicada. 2001

ECHEVERRY, Juan Carlos; NAVAS, Verónica, GÓMEZ, María Paula. Promoviendo el desarrollo del mercado de capitales. Hoja de ruta. BRC Investor Service y Cepal. 2008.

FRADIQUE-MÉNDEZ, Carlos. Guía Colombiana del mercado de valores, Bogotá: Bolsa de Valores Colombia (BVC), 250 pág. 2007

FEDERACIÓN NACIONAL DE CULTIVADORES DE PALMA DE ACEITE (FEDEPALMA). Anuario Estadístico 2008. La agroindustria de la palma de aceite en Colombia y en el mundo 2003 – 2007.

----- Informe de Gestión. 2007

FIDUAGRARIA. Cartera colectiva escalonada “Agrorenta”. Bogotá, 2010. Disponible en <http://www.fiduagraria.gov.co:8090/admin-7.7/uploads/FichaAgrorentaMarzo2010.pdf>. Consultado: 16 de marzo de 2010

FUNDACIÓN PARA LA EDUCACIÓN SUPERIOR Y EL DESARROLLO (FEDESARROLLO). Seminario “La competitividad de la empresa y su estructura de capital” El Caso Colombiano. 2007

GALE, William; ORZAG, Peter. Deficits, Interest Rates, and the User Cost of Capital: A Reconsideration of the Effects of Tax Policy on Investment. Booking Institution. July 2005.

GARCÍA, Santillán, HERRERA, Santiago; NAVARRO, Edel. Decisiones Financieras y la Administración del Riesgo desde el enfoque del aprendizaje. En: Contribuciones a la Economía, marzo 2006.

GARCÍA, Sofía; VICENS, José. Determining factors in the measurement of the sovereign risk in the emerging countries. En: Business Source Complete. Estudios de Economía Aplicada; 2006, Vol. 24 Issue 1, p245-272, 28p.

GONZÁLEZ GUILLÉN, Rafael María. Desarrollo del mercado de capitales en Colombia: Rompiendo el círculo vicioso. BRC Investor Service. 2007

JARAMILLO, Luis Fernando. Propalma fortalecerá la titularización y se diversificará. Revista El Palmicultor #421, marzo de 2007. Bogotá, 36 p. 2007.

JULIO, Brandon; KIM, Woojin; WEISBACH, Michael. What Determines the Structure of Corporate Debt Issues Ohio State University. 2005. Disponible en: <http://www.cob.ohio-state.edu/fin/dice/papers/2008/2008-11.pdf>. Consultado: Agosto 4 de 2009

KALMANOVITZ, Salomón. La cuestión agraria, Bogotá: El Espectador, abril 5 de 2010.

LA NOTA.COM. Proyecciones 2003 – 2013. Indicadores Macroeconómicos. Disponible en: <http://lanota.com/index.php/Proyecciones-2003-2013.html>. Consultado: Agosto 4 de 2009

LÓPEZ MONTAÑO, Cecilia. Carimagua, Un modelo desplazador. Bogotá, Julio 2008. Disponible http://www.semana.com/documents/Doc-1673_2008822.pdf Consultado marzo 20, 2009

MAYA, Cecilia; RODRIGUEZ, Jorge Andrés. Valoración de opciones tipo lookback. Una aplicación a la tasa de cambio. EAFIT FALTA AÑO

MINISTERIO DE AGRICULTURA Y DESARROLLO RURAL. Perspectivas Agropecuarias: Primer Semestre 2008. Consultado en: http://www.minagricultura.gov.co/archivos/perspectivas_agropecuarias_2008.pdf. Fecha: Julio 20 de 2009

MONTILLA, Federico Ezequiel. Banca Estrecha: Alternativa para un sistema financiero vulnerable a las corridas bancarias. Revista académica virtual: Contribuciones a la economía. Junio de 2003. Disponible en: http://www.eumed.net/ce/fem-banca_estrecha.htm consultado el 7 de abril de 2010

MWANAMAMBO, Brian; SALIN, Victoria; MUKUMBUTA, Likando. Lending in Zambia. En: American Agricultural Economics Association Annual Meeting (29 Julio – 1 Agosto: Portland, OR). Memorias. 2007. 36 p.

PALMICULTOR. Exitosa colocación del tercer tramo de la titularización palmera. Bogotá, ed. 419 ene, 36 p, 2007.

----- . Propalma fortalecerá titularización y se diversificará. Bogotá, ed. 421 marzo, 36p, 2007.

----- . Colocado segundo lote de la titularización palmera. Bogotá, ed. 414 ago., 32 p 2006

PARDO, César. Estrategias para la financiación de la agroindustria de la palma de aceite. Revista Palmas, Vol. 23 No. Especial. 2002.

----- . Financiamiento para el desarrollo del cultivo de la palma de aceite en Colombia. Revista Palmas, Vol. 21 No. Especial. Tomo 2, 2002.

PROMOTORA DE PROYECTOS AGROINDUSTRIALES DE PALMA DE ACEITE (PROPALMA S.A.) Informe de Gestión 2007.

PROMOTORA DE PROYECTOS AGROINDUSTRIALES DE PALMA DE ACEITE (PROPALMA S.A.) Prospecto de colocación títulos palmeros.166p. 2005

QUESADA, H.G. Cultivo e industria de la palma aceitera (*Elaeis guineensis*). San José: Infoagro, 2001.

RED INFORMACIÓN Y COMUNICACIÓN ESTRATÉGICA DEL SECTOR AGROPECUARIO: AGRONET. Boletines de coyuntura económica. PIB Agropecuario. Primer Trimestre 2009.

-----,----- . Cuarto Trimestre 2008. Año 2008

REVISTA DINERO. Bonos, otro buen año. Edición No. 346, marzo 26 de 2010.

----- . Nuevas apuestas para el agro. Edición No. 342, febrero 5 de 2010.

----- . Bancos dura competencia. Edición No. 298, marzo 28 de 2008.

REVISTA PALMAS. La titularización palmera: Financiación para el desarrollo competitivo del sector palmero. Vol. 26 No. 3. 2005

----- . Estrategias para la financiación de la agroindustria de la palma de aceite. Vol. 23. No. Especial. 2002.

----- . Servicios financieros para las exportaciones del sector palmicultor. Vol. 23. No. Especial. 2002.

----- . La palma de aceite en Colombia se encuentra desprotegida. Vol. 22 No. 2 2001.

RIVERA GODOY, Jorge Alberto. Teoría sobre la estructura de capital. Cali: ICESI. Estudios Gerenciales vol.18 no.84 Julio/Sept. pág. 31 -59. 2002

RUBIO, Fernando. Estructura de financiamiento: ¿Cuánta deuda debería incorporar en mi empresa? Múnich: MPRA. Múnich Personal RePec Archive. Paper No. 578, posted 07. November 2007 / pág. 01:08. Disponible en: http://mpra.ub.uni-muenchen.de/578/1/MPRA_paper_578.pdf Consultado: 7 de marzo de 2010

SEMINARIO LA COMPETITIVIDAD DE LA EMPRESA Y SU ESTRUCTURA DE CAPITAL. EL CASO COLOMBIANO. Memorias. Bogotá: Fedesarrollo, 10 p. 2007

URIBE GIL, Jorge Mario. Caracterización del Mercado accionario Colombiano 2001 – 2006: Un análisis comparativo. Borradores de Economía No. 456. 2007

VAN HORNE, James; WACHOWICZ, John M. Jr. Fundamentos de administración financiera, México: Pearson Education, 2002, 743 p.


VILLEGAS ALZATE, Lorena Fernanda Tesis de grado Remington, Propuesta de creación del fondo de empleados de la corporación universitaria Remington, Medellín 2003.

WORLD ECONOMIC FORUM. The global competitiveness record 2008 – 2009.

ZORRILLA, Salgador, J.P.: "La administración de riesgos financieros en las Pymes de exportación" en Contribuciones a la Economía, noviembre 2003 en <http://www.eumed.net/ce/>

ANEXOS

ANEXO A: FORMATO DE ENCUESTA DIRIGIDA AL ÁREA FINANCIERA DEL SECTOR PALMICULTOR

MAESTRÍA EN ADMINISTRACIÓN - SEDE MANIZALES - 2010 Encuesta dirigida al área financiera de empresas del sector palmicultor, con el fin de diseñar un nuevo producto de financiación Estudiante: Lorena Fernanda Villegas Alzate E-mail: lorefv@hotmail.com Director: Gabriel Eduardo Escobar Arias E-mail: gescobara@unal.edu.co						 UNIVERSIDAD NACIONAL DE COLOMBIA		
NOMBRE DE LA EMPRESA <input style="width: 80%;" type="text"/>								
ESTRUCTURA EMPRESARIAL						CONFIDENCIALIDAD		
Cuántos empleados tiene su organización:								
Fijos	<input style="width: 40px;" type="text"/>							
Temporales	<input style="width: 40px;" type="text"/>							
¿Cuál o cuáles son las actividades principales a las que se dedica la empresa? Por favor señale con una X								
Cultivo	<input type="checkbox"/>	Planta Extractora	<input type="checkbox"/>	Comercializadora	<input type="checkbox"/>			
Según las actividades antes señaladas, por favor indique el nivel de producción y/o comercialización anual en toneladas. Si es cultivo por favor indique también el número de hectáreas.								
	Hectáreas	Toneladas		Toneladas		Toneladas		
Cultivo	<input style="width: 40px;" type="text"/>	<input style="width: 40px;" type="text"/>	Planta Extractora	<input style="width: 40px;" type="text"/>	Comercializadora	<input style="width: 40px;" type="text"/>		
¿Cuál fue el valor aproximado de sus activos a diciembre de 2009? \$ <input style="width: 100px;" type="text"/>								
¿Cuál fue el valor de sus ventas a diciembre de 2009? \$ <input style="width: 100px;" type="text"/>								
EXPERIENCIA FINANCIERA								
De los siguientes instrumentos de financiación, cuáles utiliza, cuánto es su valor y cuál es su destino? En los montos por favor indique el valor, y en destino solamente señale con una X								
INSTRUMENTO	MONTO (\$)	DESTINO (Señale con una X)						
		Capital de Trabajo	Nuevas siembras	Planta de procesamiento	Reestructuración de pasivos	Inversión	Investigación	Otro, Cual?
Crédito	<input style="width: 100px;" type="text"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Emisión de deuda	<input style="width: 100px;" type="text"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Recursos Propios	<input style="width: 100px;" type="text"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Titularización Palmera	<input style="width: 100px;" type="text"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Subsidios	<input style="width: 100px;" type="text"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Emisión de acciones	<input style="width: 100px;" type="text"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Papeles comerciales	<input style="width: 100px;" type="text"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Leasing	<input style="width: 100px;" type="text"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Otro ¿Cuál?	<input style="width: 100px;" type="text"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
De acuerdo con la historia crediticia de la empresa, aproximadamente ¿qué porcentaje de los recursos solicitados han sido aprobados por la diferentes entidades? <input style="width: 40px;" type="text"/> %								

Anexo A. (Continuación)

De forma general, ¿cuáles son los plazos en años o en meses otorgados por las instituciones de financiación?					Tiempo de gracia					
					Pago de la deuda					
¿Cuál es la tasa de interés que tiene pactada para sus diferentes obligaciones financieras? (Si la tasa pactada incluye DTF por favor indíquelo)										
INSTRUMENTO					%					
Crédito										
Emisión de deuda										
Recursos Propios										
Titularización										
Subsidios										
Emisión de acciones										
Papeles comerciales										
Leasing										
Otro ¿Cuál? _____										
¿Cómo es el esquema de amortización a capital y pago de intereses más utilizado por la empresa?										
Cuotas										
Cuotas Fijas		Cuotas Crecientes		Cuotas Decrecientes		Cuotas Diferenciales		Otra Cuál?		
Periodicidad pago de amortización a capital:										
Mensual		Bimestral		Trimestral		Semestral		Anual		
Periodicidad pago de intereses:										
Mensual		Bimestral		Trimestral		Semestral		Anual		
INSTITUCIONES OFERENTES DE FUENTES DE FINANCIACIÓN:										
¿Cuáles de los siguientes requisitos son exigidos por las entidades financieras en el momento de otorgar financiación? (Por favor seleccione con una X)										
Estados Financieros	Proyecciones Financieras		Soporte Técnico del proyecto		Garantías Hipotecarias		Prenda sobre la producción	Garantía FAG	Fiduciaria	Otro Cuál?
Si alguna vez le ha sido rechazada una solicitud de financiación, ¿cuáles han sido los motivos argumentados por la entidad? (Por favor marque con una X teniendo en cuenta que pueden ser varios los motivos)										
Falta de Garantías	Capacidad de pago		Legales ó Jurídicos		Tipo de sociedad		Otro Cuál?			
Por favor mencione algunas de las instituciones financieras que considera son las más accequibles para las relaciones crediticias										
• _____					• _____					
• _____					• _____					
• _____					• _____					
REQUERIMIENTOS FUTUROS DE FINANCIACIÓN:										
Por favor realice una relación de proyectos que su empresa tenga pendiente a iniciar y que con mayor certeza piense emprender en un horizonte de 5 años										
• _____					• _____					
• _____					• _____					
• _____					• _____					
• _____					• _____					
• _____					• _____					
A futuro, ¿cuáles de los siguientes instrumentos, requiere utilizar para cubrir sus necesidades financieras? (Por favor indique monto y destino)										

Anexo A. (Continuación)

INSTRUMENTO	MONTO (\$)	DESTINO (Señale con una X)						
		Capital de Trabajo	Nuevas siembras	Planta de procesamiento	Reestructuración de pasivos	Inversión	Investigación	Otro, Cuál?
Crédito								
Emisión de deuda								
Recursos Propios								
Titularización								
Subsidios								
Emisión de acciones								
Papeles comerciales								
Leasing								
Otro ¿Cuál?								

En una escala de prioridad de 1 a 7, siendo 1 el más importante y 7 el menos importante, por favor establezca sus prioridades en el momento de seleccionar una institución que ofrezca recursos para el cubrimiento de sus necesidades financieras futuras. (No se deben repetir números, por favor escriba una sola vez 1, 2, 3... hasta 7)

Tasa de interés	Acompañamiento técnico	Tiempo de Gracia	Constitución de garantías	Rapidez en los desembolsos	Respaldo	Plazos	Otro Cuál?

De las siguientes instituciones, ¿a cuál de ellas preferiría recurrir para cubrir sus necesidades financieras futuras?

Banca Privada	Bolsa Nacional Agropecuaria	Banco Agrario	Bolsa de Valores	Asociaciones, cooperativas	Otra ¿Cuál?

De los tiempos de gracia en meses o años, ¿cuáles son los requeridos por su empresa?

De acuerdo al destino de los fondos solicitados, ¿cuál cree usted que sea el plazo total en meses que su empresa requiere? (Por favor incluya el tiempo de gracia)

Destino	Plazo (Meses)
Capital de Trabajo	
Nuevas siembras	
Planta de procesamiento	
Reestructuración de pasivos	
Sustitución de obligaciones financieras	
Investigación	
Otros	

¿Cuál es la tasa de interés que considera adecuada para pagar sus obligaciones financieras? %

De los siguientes esquemas de amortización, ¿cuál considera es el más adecuado para su negocio?

Cuotas

Cuotas Fijas	Cuotas Crecientes	Cuotas Decrecientes	Cuotas Diferenciales	De acuerdo a la producción	Otra Cuál?

Periodicidad pago de amortización a capital:

Mensual	Bimestral	Trimestral	Semestral	Anual

Periodicidad pago de intereses:

Mensual	Bimestral	Trimestral	Semestral	Anual

En la constitución de garantías para acceder a la financiación, cuál es la mayor limitante para su empresa?

De manera general, ¿cuáles son las principales limitaciones que usted o su empresa ha detectado para el acceso a recursos financieros en el sector palmicultor?

TITULARIZACIÓN PALMERA (Esta pregunta sólo aplica para empresas que hayan participado de la titularización palmera realizada a través de Propalma S.A.)
De acuerdo a su experiencia con la titularización palmera, ¿Cuál o cuáles fueron los problemas de esta forma de financiación?

Muchas gracias por su colaboración, esperamos a futuro poder compartir con usted lo resultados de esta investigación.

ANEXO B: PRESUPUESTOS Y FLUJO DE CAJA DEL ESTABLECIMIENTO DE UNA HECTÁREA DE PALMA DE ACEITE

INVERSIÓN INICIAL	CANTIDAD	VALOR UNITARIO	VALOR TOTAL
Preparación suelo	1	\$ 1,836,000	\$ 1,836,000
Material Vegetal E.o x E.g	0	\$ 15,000	\$ 0
Material Vegetal E.g	143	\$ 12,000	\$ 1,716,000
Siembra	1	\$ 164,069	\$ 164,069
Estudios Preliminares	1	\$ 200,000	\$ 200,000
Total Inversión Inicial			\$ 3,916,069

TIEMPO	AÑO 0	AÑO 1	AÑO 2	AÑO 3	AÑO 4	AÑO 5	AÑO 6	AÑO 7	AÑO 8	AÑO 9	AÑO 10
	AÑO 2010	AÑO 2011	AÑO 2012	AÑO 2013	AÑO 2014	AÑO 2015	AÑO 2016	AÑO 2017	AÑO 2018	AÑO 2019	AÑO 2020
Proyección Tasa de Inflación en Colombia	2.60%	3.20%	3.80%	2.80%	2.80%	2.80%	2.80%	2.80%	2.80%	2.80%	2.80%
Proyección DTF	3.93%	2.90%	3.20%	3.60%	3.50%	3.50%	3.50%	3.50%	3.50%	3.50%	3.50%

Presupuesto de ventas											
CONCEPTO	AÑO 2010	AÑO 2011	AÑO 2012	AÑO 2013	AÑO 2014	AÑO 2015	AÑO 2016	AÑO 2017	AÑO 2018	AÑO 2019	AÑO 2020
Producción en Toneladas de fruto	-	-	-	5	12.3	17.6	18.5	19.3	20	20	20
Porcentaje de extracción	20.45%	20.45%	20.45%	20.45%	20.45%	20.45%	20.45%	20.45%	20.45%	20.45%	20.45%
Producción en toneladas de aceite crudo	-	-	-	1.02	2.52	3.60	3.78	3.95	4.09	4.09	4.09
Precio por tonelada aceite crudo de palma	\$ 1,679,000	\$ 1,722,654	\$ 1,777,779	\$ 1,845,335	\$ 1,897,004	\$ 1,950,120	\$ 2,004,723	\$ 2,060,856	\$ 2,118,560	\$ 2,177,879	\$ 2,238,860
Total ventas	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 1,886,855	\$ 4,771,629	\$ 7,018,872	\$ 7,584,370	\$ 8,133,888	\$ 8,664,909	\$ 8,907,526	\$ 9,156,937

Anexo B. (Continuación)

Presupuesto de Insumos											
CONCEPTO	AÑO 2010	AÑO 2011	AÑO 2012	AÑO 2013	AÑO 2014	AÑO 2015	AÑO 2016	AÑO 2017	AÑO 2018	AÑO 2019	AÑO 2020
Fertilizantes	\$87,055	\$89,319	\$535,377	\$555,721	\$872,569	\$897,001	\$922,117	\$1,160,089	\$1,192,571	\$1,225,963	\$1,260,290
Total Insumos	\$87,055	\$89,319	\$535,377	\$555,721	\$872,569	\$897,001	\$922,117	\$1,160,089	\$1,192,571	\$1,225,963	\$1,260,290

Presupuesto Mano de Obra Directa											
CONCEPTO	AÑO 2010	AÑO 2011	AÑO 2012	AÑO 2013	AÑO 2014	AÑO 2015	AÑO 2016	AÑO 2017	AÑO 2018	AÑO 2019	AÑO 2020
Fertilización	\$ 12,172	\$ 12,489	\$ 72,438	\$ 75,190	\$ 53,095	\$ 54,581	\$ 56,109	\$ 57,660	\$ 59,275	\$ 60,934	\$62,641
Control Sanitario	\$ 107	\$ 110	\$ 92,061	\$ 95,559	\$ 113,253	\$ 116,424	\$ 119,684	\$ 125,057	\$ 128,559	\$ 132,158	\$135,859.
Control Malezas	\$ 9,049	\$ 9,284	\$ 177,479	\$ 184,223	\$ 175,064	\$ 179,966	\$ 185,005	\$ 146,366	\$ 150,464	\$ 154,677	\$159,008
Cosecha	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 620,563	\$ 637,939	\$ 655,801	\$ 810,009	\$ 832,689	\$ 856,004	\$879,972
Otras actividades	\$ 29,620	\$ 30,390	\$ 31,362	\$ 32,554	\$ 33,465	\$ 34,402	\$ 35,366	\$ 36,356	\$ 37,374	\$ 38,420	\$39,496
Total MOD	\$ 50,948	\$ 52,272	\$ 373,339	\$ 387,526	\$ 995,441	\$ 1,023,313	\$ 1,051,966	\$ 1,175,448	\$ 1,208,361	\$ 1,242,195	\$ 1,276,976

Presupuesto de Costo Extracción											
CONCEPTO	AÑO 2010	AÑO 2011	AÑO 2012	AÑO 2013	AÑO 2014	AÑO 2015	AÑO 2016	AÑO 2017	AÑO 2018	AÑO 2019	AÑO 2020
Costo Extracción por tonelada	\$306,110	\$314,069	\$324,119	\$336,436	\$345,856	\$355,540	\$365,495	\$375,729	\$386,249	\$397,064	\$408,182
Crédito Almendra	\$150,601	\$154,516	\$159,461	\$165,521	\$170,155	\$174,919	\$179,817	\$184,852	\$190,028	\$195,349	\$200,818
Producción en toneladas de aceite crudo	-	-	-	1.02	2.52	3.60	3.78	3.95	4.09	4.09	4.09
Total costo extracción	\$-	\$-	\$-	\$174,761	\$441,949	\$650,088	\$702,465	\$753,361	\$802,544	\$825,016	\$848,116

Anexo B. (Continuación)

Estado de costo proyectado											
CONCEPTO	AÑO 2010	AÑO 2011	AÑO 2012	AÑO 2013	AÑO 2014	AÑO 2015	AÑO 2016	AÑO 2017	AÑO 2018	AÑO 2019	AÑO 2020
Insumos	\$ 87,055	\$ 89,319	\$ 535,377	\$ 555,721	\$ 872,569	\$ 897,001	\$ 922,117	\$ 1,160,089	\$ 1,192,571	\$ 1,225,963	\$ 1,260,290
Mano de Obra Directa	\$ 50,948	\$ 52,272	\$ 373,339	\$ 387,526	\$ 995,441	\$ 1,023,313	\$ 1,051,966	\$ 1,175,448	\$ 1,208,361	\$ 1,242,195	\$ 1,276,976
Costo Extracción	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 174,761	\$ 441,949	\$ 650,088	\$ 702,465	\$ 753,361	\$ 802,544	\$ 825,016	\$ 848,116
Costo de Producción Total	\$ 138,003	\$ 141,591	\$ 908,716	\$ 1,118,008	\$ 2,309,959	\$ 2,570,403	\$ 2,676,548	\$ 3,088,898	\$ 3,203,476	\$ 3,293,174	\$ 3,385,382

Presupuesto de gastos operacionales											
CONCEPTO	AÑO 2010	AÑO 2011	AÑO 2012	AÑO 2013	AÑO 2014	AÑO 2015	AÑO 2016	AÑO 2017	AÑO 2018	AÑO 2019	AÑO 2020
Gastos Fijos	\$ 136,163	\$ 139,703	\$ 144,174	\$ 149,652	\$ 153,843	\$ 158,150	\$ 162,578	\$ 167,131	\$ 171,810	\$ 176,621	\$ 181,566
Total Gastos Operativos	\$ 136,163	\$ 139,703	\$ 144,174	\$ 149,652	\$ 153,843	\$ 158,150	\$ 162,578	\$ 167,131	\$ 171,810	\$ 176,621	\$ 181,566

Presupuesto de gastos financieros											
CONCEPTO	AÑO 2010	AÑO 2011	AÑO 2012	AÑO 2013	AÑO 2014	AÑO 2015	AÑO 2016	AÑO 2017	AÑO 2018	AÑO 2019	AÑO 2019
Requerimientos capital	\$ 4,190,234	\$ 281,294	\$ 1,052,890	\$ 1,267,660							
Tasa de interés (DTF + 10%)	13.93%										
Valor Futuro desembolsos en año 5						\$ 11,719,587					
Producción en ton. de aceite						3.60	3.78	3.95	4.09	4.09	4.09
% amortización de acuerdo a la producción						15.25%	16.03%	16.72%	17.33%	17.33%	17.33%
Amortizaciones						\$ 1,787,389	\$ 1,878,790	\$ 1,960,035	\$ 2,031,124	\$ 2,031,124	\$ 2,031,124
Intereses						\$ 1,632,538	\$ 1,383,555	\$ 1,121,840	\$ 848,807	\$ 565,871	\$ 282,936
Total Gastos Financieros						\$ 3,419,928	\$ 3,262,345	\$ 3,081,875	\$ 2,879,931	\$ 2,596,995	\$ 2,314,060

Anexo B. (Continuación)

ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO											
AÑOS	AÑO 2010	AÑO 2011	AÑO 2012	AÑO 2013	AÑO 2014	AÑO 2015	AÑO 2016	AÑO 2017	AÑO 2018	AÑO 2019	AÑO 2020
VENTAS	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 1,886,855	\$ 4,771,629	\$ 7,018,872	\$ 7,584,370	\$ 8,133,888	\$ 8,664,909	\$ 8,907,526	\$ 9,156,937
COSTOS DE VENTAS	\$ 138,003	\$ 141,591	\$ 908,716	\$ 1,118,008	\$ 2,309,959	\$ 2,570,403	\$ 2,676,548	\$ 3,088,898	\$ 3,203,476	\$ 3,293,174	\$ 3,385,382
UTILIDAD BRUTA	-\$ 138,003	-\$ 141,591	-\$ 908,716	\$ 768,847	\$ 2,461,670	\$ 4,448,469	\$ 4,907,822	\$ 5,044,990	\$ 5,461,432	\$ 5,614,353	\$ 5,771,554
GASTOS OPERACIONALES	\$ 136,163	\$ 139,703	\$ 144,174	\$ 149,652	\$ 153,843	\$ 158,150	\$ 162,578	\$ 167,131	\$ 171,810	\$ 176,621	\$ 181,566
GASTOS DE ADMON											
DEPRECIACIONES											
AMORTIZACIONES											
UTILIDAD OPERATIVA	-\$ 274,166	-\$ 281,294	-\$ 1,052,890	\$ 619,195	\$ 2,307,827	\$ 4,290,319	\$ 4,745,243	\$ 4,877,859	\$ 5,289,622	\$ 5,437,732	\$ 5,589,988
GASTOS FINANCIEROS	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 1,632,538	\$ 1,383,555	\$ 1,121,840	\$ 848,807	\$ 565,871	\$ 282,936
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS	-\$ 274,166	-\$ 281,294	-\$ 1,052,890	\$ 619,195	\$ 2,307,827	\$ 2,657,780	\$ 3,361,688	\$ 3,756,020	\$ 4,440,815	\$ 4,871,860	\$ 5,307,052
IMPUESTOS	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0
UTILIDAD NETA	-\$ 274,166	-\$ 281,294	-\$ 1,052,890	\$ 619,195	\$ 2,307,827	\$ 2,657,780	\$ 3,361,688	\$ 3,756,020	\$ 4,440,815	\$ 4,871,860	\$ 5,307,052

Depreciaciones y amortizaciones diferidos											
CONCEPTO	AÑO 2010	AÑO 2011	AÑO 2012	AÑO 2013	AÑO 2014	AÑO 2015	AÑO 2016	AÑO 2017	AÑO 2018	AÑO 2019	AÑO 2020
Plantaciones agrícolas (activo amortizable)	\$ 4,190,234	\$ 281,294	\$ 1,052,890	\$ 1,267,660							
Amortización de diferidos						\$ 271,683	\$ 271,683	\$ 271,683	\$ 271,683	\$ 271,683	\$ 271,683

Anexo B. (Continuación)

FLUJO DE CAJA DEL PROYECTO											
CONCEPTO	AÑO 2010	AÑO 2011	AÑO 2012	AÑO 2013	AÑO 2014	AÑO 2015	AÑO 2016	AÑO 2017	AÑO 2018	AÑO 2019	AÑO 2020
Utilidad Operativa	-\$ 274,166	-\$ 281,294	-\$ 1,052,890	\$ 619,195	\$ 2,307,827	\$ 4,290,319	\$ 4,745,243	\$ 4,877,859	\$ 5,289,622	\$ 5,437,732	\$ 5,589,988
- Impuestos	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0
+ Depreciaciones	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0
+ Amortizaciones de Diferidos	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 271,683	\$ 271,683	\$ 271,683	\$ 271,683	\$ 271,683	\$ 271,683
FLUJO DE CAJA BRUTO	-\$ 274,166	-\$ 281,294	-\$ 1,052,890	\$ 619,195	\$ 2,307,827	\$ 4,562,002	\$ 5,016,926	\$ 5,149,542	\$ 5,561,305	\$ 5,709,415	\$ 5,861,671
- Inversión Total (Año cero)	\$ 3,916,069										
+ Valor de Salvamento (o continuidad) Año n											\$ 75,843,971
FLUJO DE CAJA LIBRE	-\$ 4,190,234	-\$ 281,294	-\$ 1,052,890	\$ 619,195	\$ 2,307,827	\$ 4,562,002	\$ 5,016,926	\$ 5,149,542	\$ 5,561,305	\$ 5,709,415	\$ 81,705,642

INDICADORES	
Tasa de Oportunidad (TIO)	9.2%
WACC	12.97%
Valor Presente Neto (VPN)	\$ 44,538,668.87
Tasa Interna de Retorno (TIR)	45%
Relación Beneficio Costo (B/C)	11.63

TIO	
Beta Sector	1.36
Rf (TES 2010)	11.00%
Rm (IGBC)	9.70%

WACC		%	COSTO	WACC
Deuda	\$ 11,719,587	80%	13.93%	11.09%
Patrimonio	\$ 3,000,000	20%	9.2%	1.9%
Total	\$ 14,719,587			12.97%

ANEXO C: FLUJO DE CAJA DEL INVERSIONISTA

CONCEPTO	AÑO 2010	AÑO 2011	AÑO 2012	AÑO 2013	AÑO 2014	AÑO 2015	AÑO 2016	AÑO 2017	AÑO 2018	AÑO 2019	AÑO 2020
Utilidad Neta	-\$ 274,166	-\$ 281,294	-\$ 1,052,890	\$ 619,195	\$ 2,307,827	\$ 2,657,780	\$ 3,361,688	\$ 3,756,020	\$ 4,440,815	\$ 4,871,860	\$ 5,307,052
+ Depreciaciones	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0
+ Amortizaciones de Diferidos	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 271,683	\$ 271,683	\$ 271,683	\$ 271,683	\$ 271,683	\$ 271,683
FLUJO DE CAJA BRUTO	-\$ 274,166	-\$ 281,294	-\$ 1,052,890	\$ 619,195	\$ 2,307,827	\$ 2,929,464	\$ 3,633,371	\$ 4,027,703	\$ 4,712,498	\$ 5,143,543	\$ 5,578,736
- Amortización a Capital (Deuda)	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 1,787,389	\$ 1,878,790	\$ 1,960,035	\$ 2,031,124	\$ 2,031,124	\$ 2,031,124
- Inversión Inicial con Recursos Propios	\$ 3,916,069										
+ Valor de Salvamento (o continuidad) Año n											\$ 75,843,971
FLUJO DE CAJA LIBRE	-\$ 4,190,234	-\$ 281,294	-\$ 1,052,890	\$ 619,195	\$ 2,307,827	\$ 1,142,074	\$ 1,754,581	\$ 2,067,668	\$ 2,681,374	\$ 3,112,419	\$ 79,391,582

ANEXO D: PRODUCTOS QUE NO APLICARÍAN PARA LA INVERSIÓN EN CULTIVOS OFRECIDOS POR ALGUNAS INSTITUCIONES BANCARIAS, 2010

Encasillado 2. Productos que no aplicarían para la inversión en cultivos ofrecidos por algunas instituciones bancarias, 2010

Banco de Bogotá	
Producto	Cartera ordinaria
Descripción	Crédito para libre inversión, capital de trabajo Plazo máximo: 60 meses Cuotas fijas
Producto	Crédito activo
Descripción	Se asemeja a un sobregiro, que se difiere automáticamente a 24 meses
Producto	Crédito cesantías e impuestos
Descripción	Crédito para pago de cesantías e impuestos
Producto	Crédito a empleados
Descripción	Préstamos dirigidos a los empleados de la empresa
Producto	Capital de trabajo
Descripción	Crédito para capital de trabajo
Producto	Contingencias
Descripción	Aval del banco ante un tercero
Banco Popular	
Producto	Aceptaciones bancarias
Descripción	Letras de cambio que el comprador a crédito de una mercancía gira a favor del vendedor, aceptadas por un banco para su cancelación al vencimiento en un plazo no mayor a 6 meses.
Bancolombia	
Producto	Línea de microcrédito
Descripción	Créditos con propósitos productivos (capital de trabajo, compra de materias primas, adecuaciones locativas y compra de activos fijos nuevos o usados. Desde \$800.000 hasta 25 SMLV Plazo: 24 meses.
City Bank	
Producto	Descuento de facturas
Descripción	Crédito para mejorar la estructura del balance general
Producto	Préstamos a devaluación
Descripción	Préstamos indexados al dólar
Producto	Crédito de tesorería
Descripción	Corto plazo
Producto	Repos

Encasillado 2. (Continuación)	
Descripción	Operación de venta de un título con pacto de recompra en una fecha futura, el plazo es inferior a 30 días, el precio de compra de futuro se pacta el día del cierre de la operación, se entrega un título en la operación, lo cual mejora tasa de interés, ajusta el flujo de caja según la necesidades de liquidez.
Requisitos	Certificación de acuerdo de compra futura Carta de instrucciones
HSBC	
Producto	Líneas Agencias Multilaterales y de Desarrollo
Descripción	Agencias multilaterales como MIGA, OPIC, CCC, involucradas en macroproyectos. En la actualidad no está muy involucradas con el sector agropecuario
Producto	Créditos Sindicados
Descripción	En compañía con otras entidades financieras, ejecutan megaproyectos, los cuales no sólo contribuyen a una empresa sino al desarrollo de todo un país.
HELM BANK	
Producto	Credicash
Descripción	A 60 meses
Producto	Crédito 7-0
Descripción	Sobregiro a 7 días
Producto	Préstamo ordinario
Descripción	60 meses
Davivienda	
Producto	Canje
Descripción	Le permite disponer de los recursos que se encuentran en canje en su cuenta corriente.
Producto	Sobregiro
Descripción	Crédito de corto plazo, máximo 15 días, que permite girar cuando se requiera, sin tener fondos en la cuenta corriente.
Producto	Crédito de tesorería
Descripción	Cubre necesidades de capital con un plazo no mayor a 180 días, para pago anticipado de facturas, pago a proveedores, impuestos, etc.
Producto	Capital de trabajo
Descripción	Cubre necesidades de capital con plazos mayores a 180 días. Para financiación de inventarios, apalancamiento de estrategias, etc.
Colpatría	
Producto	Cartera Ordinaria
Descripción	Línea de recursos propios destinada a satisfacer las necesidades de capital de trabajo a las empresas. Financiación a tasas competitivas en el mercado. Plazo, intereses y amortización acorde con las necesidades de su empresa.

Encasillado 2. (Continuación)	
Banco Agrario	
Producto	Sobregiro
Producto	Líneas para la normalización de cartera
Descripción	Reestructuración de pasivos
Producto	Líneas de crédito para capital de trabajo
Descripción	Producción agrícola Transformación primaria y comercialización de bienes Servicios de apoyo a la producción agropecuaria Actividades rurales Bonos de prenda El plazo no es superior a 24 meses
Banco Procredit	
Producto	Crédito para muy pequeñas empresas
Descripción	Créditos para capital de trabajo, compra de activos fijos Los plazos para capital de trabajo hasta 24 Meses y para activo fijo: hasta 36 meses
Requisitos	Ser dueño o propietario de un negocio o empresa que tenga mínimo un año de funcionamiento en el mercado Permitir visita y brindar información completa y veraz Presentar documento de identidad (Cédula de Ciudadanía)
Producto	Crédito para pequeña y mediana empresa
Descripción	El destino de los créditos es capital de trabajo y compra de activos fijos. Créditos desde \$55.380.001 hasta capacidad de pago del cliente Plazos hasta 36 meses Plazos y cuotas adecuadas a sus ingresos
Requisitos	La empresa o negocio debe tener mínimo un año de antigüedad en el mercado Permitir visita y brindar información completa y veraz Documentos legales mínimos y acordes a la actividad de la empresa
Producto	De oportunidad
Descripción	Acceso rápido a recursos en temporadas altas del año, máximo el 70% del crédito inicialmente otorgado y según capacidad de pago del cliente, plazo hasta 6 meses
Requisitos	Excelente comportamiento o hábito de pago con el Banco ProCredit
Bancamía	
Producto	Credimía campo
Descripción	Crédito para microempresarios, máximo con 74 años de edad, dedicados al sector agrícola o pecuario, con experiencia de 24 meses en la actividad y 10 meses en el sitio de ubicación.

Encasillado 2. (Continuación)	
Requisitos	Fotocopia de la cédula del solicitante, (cónyuge si lo tiene), de (los) codeudor(es) si los tiene. Si tiene propiedad raíz, certificado de tradición y libertad vigente o fotocopia del impuesto predial cancelado. Si el codeudor o cónyuge es asalariado, se debe presentar carta laboral o último desprendible de pago de la persona asalariada. No estar reportado como moroso en centrales de riesgo. Ser empresario agrícola o pecuario.
Producto	Credimia semilla
Descripción	Microempresas que por sus características de patrimonio y garantías tiene dificultad de acceso al crédito. Usualmente presentan bajas inversiones en patrimonio pero tienen un alto nivel de rotación de capital, y altos márgenes de rentabilidad. Los montos de préstamo oscilan entre los 300 y 900 mil pesos, entre 3 y 15 meses.
Producto	1ª
Descripción	Crédito para microempresarios, clientes antiguos, máximo con 74 años de edad, que no estén reportados como morosos por otras entidades. Se deben haber cancelado dos créditos con nota 4 ó 5 y tener uno vigente con igual calificación ó 24 meses de experiencia crediticia con la entidad.
BCSC	
Producto	Créditos para capital de trabajo
Descripción	Adquisición de inventarios, financiación de cuentas por cobrar y/o proveedores. Cuota fija única durante la vigencia del crédito. Elegir financiación directa al Banco o Bancoldex, a través de las líneas de fomento. Facilidad para el pago de la cuota a través del servicio de débito automático Plazos hasta 12 meses. Formas de Pago: Cuotas fijas mensuales ó Cuotas fijas trimestrales.
Requisitos	Fotocopia del documento de identidad Fotocopia NIT Certificado de Existencia y Representación Legal con fecha de expedición no mayor a 60 días. Declaración de renta de los dos últimos años Estados financieros fiscales de los dos últimos años al cierre de año (Balance de Pérdidas y Ganancias) y estados financieros con corte al último trimestre inmediatamente anterior a la fecha de la solicitud. Estos documentos deben estar firmados por el representante legal y el contador.
Producto	Crédito para Maquinaria y Equipos

Encasillado 2. (Continuación)	
Descripción	<p>Facilita la compra o reparación de activos que su empresa o negocio requiere para operar.</p> <p>Cuota fija única durante la vigencia del crédito.</p> <p>Escogencia del plazo para el pago del crédito, de acuerdo con las necesidades del negocio.</p> <p>Elegir financiación directa Banco Caja Social BCSC o BancoldeX, a través de las líneas de fomento.</p> <p>Plazo hasta 36 meses.</p> <p>Cuotas mensuales o cuotas fijas trimestrales.</p>
Requisitos	<p>Fotocopia NIT</p> <p>Certificado de Existencia y Representación Legal con fecha de expedición no mayor a 60 días.</p> <p>Declaración de renta de los dos últimos años.</p> <p>Estados financieros fiscales de los dos últimos años al cierre de año (Balance de Pérdidas y Ganancias) y estados financieros con corte al último trimestre inmediatamente anterior a la fecha de la solicitud.</p> <p>Estos documentos deben estar firmados por el representante legal y el contador.</p>

Fuente: Elaboración de la autora con base en información de las instituciones

ANEXO E: TABLA DE AMORTIZACIONES PARA UN CRÉDITO LÍNEA DE FINAGRO

PRÉSTAMO	\$ 11,719,587				
INTERES	13.93%				
PLAZO	6	AÑOS			

CUOTA #	CUOTA	% PROD.	AMORTIZACIÓN	INTERÉS	SALDO
0					\$ 11,719,587
1	\$ 3,419,928	15.25%	\$ 1,787,389	\$ 1,632,538	\$ 9,932,197
2	\$ 3,262,345	16.03%	\$ 1,878,790	\$ 1,383,555	\$ 8,053,408
3	\$ 3,081,875	16.72%	\$ 1,960,035	\$ 1,121,840	\$ 6,093,373
4	\$ 2,879,931	17.33%	\$ 2,031,124	\$ 848,807	\$ 4,062,248
5	\$ 2,596,995	17.33%	\$ 2,031,124	\$ 565,871	\$ 2,031,124
6	\$ 2,314,060	17.33%	\$ 2,031,124	\$ 282,936	\$ 0
TOTALES	\$ 17,555,134		\$ 11,719,587	\$ 5,835,547	

ANEXO F: ESTRUCTURACIÓN FINANCIERA DE TÍTULO VALOR PARA LA FINANCIACIÓN DE CULTIVOS DE PALMA DE ACEITE

CONCEPTO	AÑO 2011	AÑO 2012	AÑO 2013	AÑO 2014	AÑO 2015	AÑO 2016	AÑO 2017	AÑO 2018	AÑO 2019	AÑO 2019	AÑO 2020
Emisiones	\$ 4,500,000	\$ 0	\$ 1,000,000	\$ 1,500,000							
Tasa de interés E.A.	12.00%										
Valor Futuro desembolsos en año 4					\$ 10,015,237						
Amortizaciones						\$ 1,159,944	\$ 1,338,050	\$ 1,534,115	\$ 1,843,004	\$ 1,990,444	\$ 2,149,680
Intereses						\$ 801,219	\$ 708,423	\$ 601,379	\$ 478,650	\$ 331,210	\$ 171,974
FC INVERSIONISTA	-\$ 4,500,000	\$ 0	-\$ 1,000,000	-\$ 1,500,000	\$ 0	\$ 1,961,163	\$ 2,046,473	\$ 2,135,495	\$ 2,321,654	\$ 2,321,654	\$ 2,321,654
VPN	\$ 2,761,103.13										
TIO (AGRORENTA)	4.36%										
TIR	9.94%										

MERCADO SECUNDARIO

Tasa de descuento	8%
Año 1	\$ 4,888,338.20
Año 2	\$ 5,279,405.25
Año 3	\$ 6,621,757.67
Año 4	\$ 9,214,018.15
Año 5	\$ 8,146,869.86
Año 6	\$ 6,915,863.98
Año 7	\$ 5,504,477.76
Año 8	\$ 3,808,914.13
Año 9	\$ 1,977,705.42

ANEXO G: FLUJO DE CAJA DEL INVERSIONISTA CON LA NUEVA ESTRUCTURA DE FINANCIACIÓN

CONCEPTO	AÑO 2010	AÑO 2011	AÑO 2012	AÑO 2013	AÑO 2014	AÑO 2015	AÑO 2016	AÑO 2017	AÑO 2018	AÑO 2019	AÑO 2020
Utilidad Neta	-\$ 274,166	-\$ 281,294	-\$ 1,052,890	\$ 619,195	\$ 2,307,827	\$ 2,982,723	\$ 3,569,930	\$ 3,863,282	\$ 4,468,196	\$ 4,717,526	\$ 4,983,150
+ Depreciaciones	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0
+ Amortizaciones de Diferidos	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 271,683	\$ 271,683	\$ 271,683	\$ 271,683	\$ 271,683	\$ 271,683
FLUJO DE CAJA BRUTO	-\$ 274,166	-\$ 281,294	-\$ 1,052,890	\$ 619,195	\$ 2,307,827	\$ 3,254,406	\$ 3,841,613	\$ 4,134,965	\$ 4,739,879	\$ 4,989,210	\$ 5,254,833
- Amortización a Capital (Deuda)	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 1,102,353	\$ 1,339,468	\$ 1,609,597	\$ 843,507	\$ 944,727	\$ 1,058,095
- Inversión Inicial con Recursos Propios	\$ 3,916,069										
+ Valor de Salvamento (o continuidad) Año n											\$ 75,843,971
FLUJO DE CAJA LIBRE	-\$ 4,190,234	-\$ 281,294	-\$ 1,052,890	\$ 619,195	\$ 2,307,827	\$ 2,152,053	\$ 2,502,145	\$ 2,525,368	\$ 3,896,373	\$ 4,044,482	\$ 80,040,710