

Director: Sergio Clavijo

ISSN 1909-0137

Con la colaboración  
de Alejandro González y Alejandro Vera



SEPTIEMBRE 15 DE 2010

EDICIÓN 47

## EL FINANCIAMIENTO CORPORATIVO EN COLOMBIA

Las opciones de financiamiento empresarial en Colombia han venido aumentando sustancialmente, por diversos canales, durante el período poscrisis local (2003-2010). De una parte, al interior del mercado intermediado se nota un gran interés por llegar a nichos de mercado que antes se creían vedados a los grandes bancos (tales como el mercado Pyme o el microcrédito). Al mismo tiempo, entidades bancarias de tamaño mediano han usado los avances tecnológicos para competir en precio y en menú de opciones con las de gran tamaño.

De otra parte, el marco regulatorio, en particular la Ley 964 de 2005, ha creado alternativas de financiamiento para el sector real a través de la emisión de bonos corporativos, encontrando una buena acogida por parte de los inversionistas institucionales (tipo Administradoras de Fondos de Pensiones -AFPs- y fiduciarias). Estos nuevos instrumentos de financiamiento muestran características atractivas para el mercado de capitales, iniciando por el sector de infraestructura y continuando con el de industria y comercio, tal como ha ocurrido en otras latitudes.

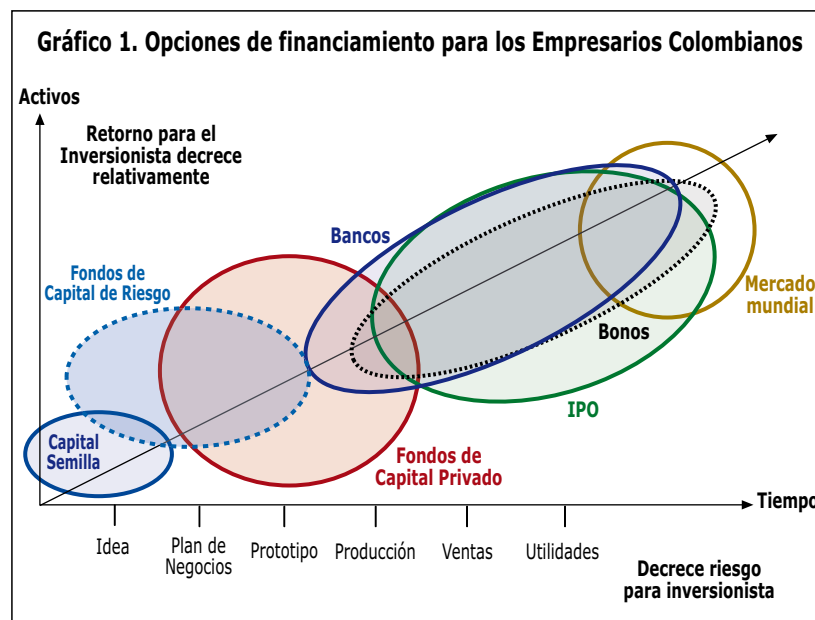
Apesar de estas innovaciones, la profundidad del mercado de valores de Colombia continúa siendo relativamente baja. Por ejemplo, mientras que en Brasil el valor de las acciones transadas como porcentaje del PIB ascendió al 43.7% en 2009 y en Chile al 25.8%, en Colombia ese indicador tan sólo llegó al 8.4% del PIB.

En esta edición de *Enfoque* analizaremos el contexto de la financiación corporativa en Colombia a la luz del despertar de estas nuevas alternativas. Como veremos, han sido las grandes empresas del sector de

infraestructura las que mejor han aprovechado este mercado, al tiempo que las AFPs han jugado un papel central a la hora de otorgar liquidez a la emisión de bonos privados. Este mercado había tenido una dinámica interesante en lo referente a emisiones del propio sector bancario, pero lo importante ahora es su expansión hacia diversos sectores productivos.

### La racionalidad de la financiación corporativa

En general, la forma que toma la financiación se da en función del tamaño de la empresa, del sector en que opera (asociado a un riesgo de mercado) y de la dinámica que ella muestra al interior de ese mercado. El gráfico 1 ilustra las diversas alternativas conforme a la etapa de desarrollo de la firma y a su estructura societaria. Por ejemplo, una empresa pequeña usualmente recurre al capital propio, dadas sus limitaciones, mientras que empresas maduras pueden optar por apalancarse vía deuda bancaria, emitiendo sus propias acciones o colocando sus bonos en el mercado de capitales.



Fuente: BVC.

# ENFOQUE

## MERCADO DE CAPITALES



SEPTIEMBRE 15 DE 2010

PÁGINA 2

Cada vez es más común que firmas pequeñas y medianas, ya establecidas en el mercado, puedan inyectar capital a través de los fondos de capital de riesgo (*venture capital*). En Colombia se ha avanzado en la reglamentación de esta opción a través del Decreto 2175 de 2007. Allí se permitió crear carteras colectivas con, entre otros, ese fin.

En general, se ha observado que las firmas recurren a la emisión de acciones en su etapa más madura. Aquí está subyacente el riesgo de los proyectos que este tipo de empresas asumen: dada su dimensión, el costo de diluir capital es menor que el costo esperado de una bancarrota (cuando se financian a través de bonos) o el costo de los créditos bancarios (Bolton y Freixas, 2000).

Otro factor que influye la forma de financiamiento es el relacionado con el llamado racionamiento crediticio resultante de las asimetrías de información. Ello impide que las empresas alcancen el apalancamiento que exige una estructura de capital óptima (Stiglitz y Weiss, 1981). Debido a esa asimetría, dos empresas pueden enfrentar el mismo proyecto de inversión con costos de capital diferentes. Se ha observado que las empresas que emiten bonos (y se someten a las reglas de divulgación de información) muestran apalancamientos superiores que aquellas que permanecen simplemente en el mercado intermediado. Dicho en otras palabras, el mercado de valores no sólo reduce el costo de fondeo, sino que acerca a las firmas a su “frontera óptima de capital” (Faulkender y Petersen, 2003).

Ahora bien, estos procesos se van dando por etapas. Los préstamos bancarios

*Se ha observado que las empresas que emiten bonos (y se someten a las reglas de divulgación de información) muestran apalancamientos superiores que aquellas que permanecen simplemente en el mercado intermediado.*

tienen la ventaja de facilitar una reestructuración de pasivos, pues simplemente la empresa negocia directamente con los bancos. No existen acreedores diferentes. No obstante, con el tiempo, esas ventajas iniciales del mercado intermediado bancario se verán superadas por la estructura de balance más profunda que otorga el mercado de valores.

En la etapa más madura, las empresas tienden a sustituir crédito bancario por bonos corporativos o acciones, buscando menores *spreads* y horizontes más amplios. Esta fase de “desintermediación” requiere, sin embargo, un mercado relativamente maduro. Por el lado de la oferta de papeles, deben existir firmas dispuestas a abrirse

al mercado y, por el lado de la demanda, debe tenerse una masa de ahorro privado que quiera usar esos vehículos. Cuando las empresas crecen, la naturaleza de sus proyectos las lleva de forma natural en esa dirección de la “desintermediación”, optimizando la estructura de capital (Bolton y Freixas, 2000).

### Instrumentos de financiación corporativa en Colombia

Si bien los instrumentos de financiación a través del mercado de valores han existido desde hace varias décadas en Colombia, ello vino a consolidarse a través de la Ley 964 de 2005. A partir de 2006, estos instrumentos han mostrado un dinamismo interesante, tanto en la emisión de bonos como de acciones. Por ejemplo, la emisión de bonos corporativos se duplicó entre 2008 y 2009, pasando de cerca de \$5.6 billones a \$13.7 billones, generándose un *stock* en circulación de bonos corporativos de casi el 6% del PIB. Este *stock* de bonos corporativos actualmente se distribuye casi por partes iguales entre el sector financiero (utilizándolo para generar capital subordinado) y el sector real de Colombia.

En efecto, dichos flujos de emisión de bonos corporativos eran de \$3.8 billones en 2006 y llegaron a \$12.2 billones en 2009 (incluyendo aquí sólo bonos imputables a financiamiento corporativo). Ello no sólo se refleja en mayores volúmenes, sino también en un número creciente de compañías del sector productivo que se fondean a través de bonos (ver *Enfoque* No. 41 de marzo de 2010). Si al saldo del crédito bancario ahora le añadimos este acervo de bonos corporativos, se tiene

# ENFOQUE

## MERCADO DE CAPITALES



SEPTIEMBRE 15 DE 2010

PÁGINA 3

que en realidad la profundización financiera (bancaria más mercados de bonos) alcanza un 32.8% del PIB al cierre de 2009 (ver gráfico 2). Sin embargo, esta cifra todavía se queda corta si la comparamos con la profundización financiera del 86% del PIB que se observa en Chile, donde el 16% del PIB es atribuible al *stock* de bonos corporativos.

Por el lado de la renta variable, la capitalización bursátil en Colombia ascendió al 61.5% en 2009, un aumento de casi 30 puntos porcentuales frente a la capitalización que se tenía antes de la emisión de Ecopetrol en 2007. Sin embargo, al calcular la capitalización bursátil efectiva (contemplando únicamente la porción del capital correspondiente a la emisión de acciones y su valorización) se tiene que dicho valor se reduce al 18% del PIB.

El Decreto 2175 de 2007 también impulsó los fondos de capital privado (FCPs) en Colombia. En la actualidad existen más de 25, muchos de los cuales se han visto apoyados por inversionistas institucionales (ver *Enfoque* No. 40 de febrero de 2010). En particular, las administradoras de fondos de pensiones tienen inversiones por el equivalente al 1% de su portafolio, mientras que en Chile ascienden al 2.5% del portafolio. Ésta es una señal de que existe aún un largo camino por recorrer en este frente.

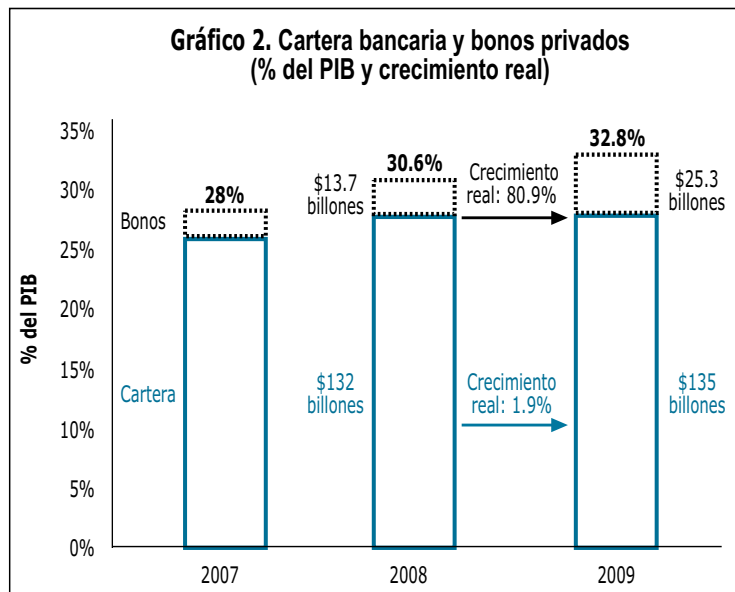
*Prevalecen retos importantes para lograr una mayor democratización de la propiedad de las empresas. Ahora lo que más se requiere es consolidar un crecimiento económico superior al 5% anual, mantener la inflación bajo control, equilibrar las finanzas y velar por la estabilidad jurídica.*

### Conclusiones

Hemos visto cómo, durante 2006-2010, se han multiplicado las opciones de financiamiento corporativo en Colombia, incluyendo ahora la emisión de acciones y bonos corporativos, con un dinamismo que es nuevo para el país. En ello ha jugado un papel crucial, por el lado de la oferta, el desarrollo del marco regulatorio (Ley 964 de 2005) y, desde el lado de la demanda, el interés de los inversionistas institucionales (AFPs y fiduciarias).

Ahora la emisión de bonos corporativos permite acercar la estructura de financiamiento de las firmas a su “óptimo teórico”, con tasas de interés más bajas y horizontes de plazo más extendidos. Como vimos, el acervo de títulos de renta fija corporativa llegó al 6% del PIB al cierre de 2009, cifra récord para Colombia. Sin embargo, esa cifra todavía es un tercio de la observada en Chile.

Prevalecen retos importantes para lograr una mayor democratización de la propiedad de las empresas. Se ha ganado en transparencia y gobierno corporativo, especialmente en la propiedad del sector financiero y también del minero-energético, a través de la mayor profundidad del mercado de valores. Ahora lo que más se requiere es consolidar un crecimiento económico superior al 5% anual, mantener la inflación bajo control, equilibrar las finanzas y velar por la estabilidad jurídica; si ello se hace pronto y de forma ordenada y sostenible, los capitales del exterior vendrán por añadidura.



Fuente: cálculos Anif con base en Superfinanciera, BVC y Dane.

Escribanos sus comentarios a: [vduran@deceval.com.co](mailto:vduran@deceval.com.co) o [crojas@anif.com.co](mailto:crojas@anif.com.co)

\* La información contenida en el documento anterior no compromete a Deceval, ni constituye asesoría legal de su parte en la materia.