

Marzo 2010

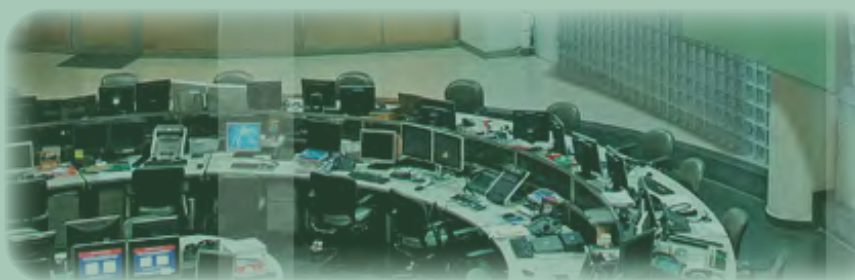


ANIF
Asociación Nacional de Instituciones Financieras
Centro de Estudios Económicos

COREVAL

Mercado de capitales y alternativas de financiamiento en Colombia

Documento elaborado por:
**La Asociación Nacional de
Instituciones Financieras - Anif
y la Firma Comisionista
de Bolsa Correval**



Mercado de capitales y alternativas de financiamiento en Colombia*

Marzo **2010**

* Estudio realizado conjuntamente por Anif y Correal. El equipo de Anif estuvo liderado por S. Clavijo y participaron Carlos I. Rojas, Alejandro Vera, Mario A. González y Alejandro Gaviria Hinestroza; el equipo de Correal estuvo liderado por Germán Verdugo y participaron Santiago Castro, Guillermo Alarcón y Ángel Vargas. Agradecemos la generosa colaboración de la Bolsa de Valores de Colombia y Deceval en lo referente a la detallada información estadística aquí utilizada.



Resumen

Los favorables factores de oferta (mejor regulación) y los de demanda (mayor apetito de los inversionistas institucionales) han dado un impulso especial a la emisión de bonos corporativos por parte del sector privado en Colombia durante el período 2006-2010. Estos alcanzaron cerca de \$13 billones (un 2.8% del PIB) durante el 2009, duplicando el valor de los años recientes, y nuestras proyecciones indican que podrían llegar a unos \$11.6 billones (2.3% del PIB) durante el 2010.

Aunque cerca del 42% de estas emisiones recientes correspondieron directamente al sector financiero, es claro que el sector real está aprovechando este auge de los bonos privados no sólo para complementar sus inversiones de largo plazo, sino también para sustituir (en la fase crediticia actual) crédito intermediado por las vías tradicionales, pujando por reducir sus tasas de interés y logrando ampliar el horizonte de su financiamiento. Si Colombia siguiera la misma trayectoria observada años atrás en Chile, pronto estaríamos pasando de esta primera fase de financiamiento de proyectos de infraestructura hacia una penetración del financiamiento del sector industrial y comercial.

Clasificación JEL: Mercado de Capitales (G10), Crédito Bancario (G21), América Latina (N26).



Índice

I.	Introducción	6
II.	Financiación corporativa en Estados Unidos (2007-2010)	8
III.	La financiación a través del mercado de valores en Colombia	12
IV.	Características de las emisiones de bonos privados en Colombia	17
V.	Reflexiones sobre el Caso de Chile y Lecciones para Colombia	23
VI.	Conclusiones	28

I. Introducción

Las opciones de financiamiento empresarial en Colombia han venido incrementándose, especialmente durante el período 2005-2010. El tradicional crédito bancario ha sido complementado por las alternativas de títulos de renta fija corporativa y la propia emisión de acciones.

En todo esto han jugado un papel clave (por el lado de la oferta) los avances en materia de regulación de portafolios y su acompasamiento con la internacionalización de estos mercados. A este respecto, cabe destacar la mayor seguridad jurídica y el mejor marco regulatorio resultante de Ley 964 de 2005. Como veremos, uno de los hitos recientes en materia de alternativas de financiamiento proviene del auge de la emisión de deuda privada, la cual alcanzó niveles de \$13 billones en 2009 (equivalentes a un 2.8% del PIB). Esta cifra duplicó los valores observados en cada uno de los dos años anteriores y, sin lugar a dudas, marca un nuevo derrotero de cara a 2010-2014.

Estos títulos de renta fija privada se han convertido en el eje principal de la financiación corporativa en Colombia, dando un nuevo impulso al mercado de capitales. Según las cifras consolidadas por Deceval y la Bolsa de Valores de Colombia (BVC), el acervo de bonos empresariales representó el 6% del PIB al finalizar 2009, cifra récord en el país. A nivel de flujos, la emisión de dichos títulos del sector privado se elevó de \$3.8 billones en 2006 a \$12.2 billones en 2009 (incluyendo en esta última cifra sólo los bonos imputables a financiamiento corporativo).

México y Chile habían tomado la delantera desde mediados de los años noventa, pero la actual década ha sido de un gran dinamismo para Brasil,

Perú y Colombia. Por el lado de la demanda, los llamados inversionistas institucionales (AFPs y fiduciarias) vienen dando un gran sustento al despertar de estos mercados, incrementando sus tenencias de renta variable y de bonos del sector privado. Esto después de una década (1995-2005) donde la dominancia provenía de la deuda pública (TES).

A pesar de estas innovaciones financieras, la profundidad del mercado de capitales de Colombia continúa siendo relativamente baja (Clavijo y Vera, 2007). Por ejemplo, mientras en Brasil la relación valor accionario transado/PIB ascendió al 44% en 2009 y en Chile al 26%, en Colombia este indicador sólo llegó al 8.4%.

En el caso de la renta variable, la capitalización bursátil (bruta) de Colombia ascendió a 61.5% al cierre de 2009. Esta cifra era de 34.6% en 2006, antes de registrarse la recuperación del mercado bursátil y del significativo impacto que representó la emisión de US\$2.500 millones de Ecopetrol en 2007 (un 1.3% del PIB).

No obstante, las nuevas emisiones estuvieron prácticamente estancadas en el período 2008-2009. Por razones de mercado y por la oportunidad que ha representado el ciclo de tasas de interés descendentes, muchas firmas optaron por fondearse a través de la emisión de bonos privados. En unos casos se trató de sustitución de deuda bancaria y, en otros, del uso de esta opción para extender plazos y reducir el costo de fondeo sin tener que "compartir" la propiedad de la firma. Sin embargo, tanto en el caso de emisión de bonos como de acciones, hoy por hoy las firmas deben cumplir exigentes requisitos de transparencia y de gobierno corporativo.

La literatura económica ha señalado que el racionamiento de crédito, proveniente de las asimetrías de información, impide que las empresas alcancen una estructura óptima de capital (Stiglitz y Weiss, 1981). Por ejemplo, bajo tales asimetrías, dos empresas pueden enfrentar estructuras de costos financieros diferentes para el mismo proyecto de inversión. La evidencia histórica señala que las firmas que participan del mercado de valores tienden a reducir sus costos de fondeo y se acercan más a su estructura óptima del capital (Faulkender y Petersen, 2003).

Los préstamos bancarios tienen la ventaja de facilitar la reestructuración de pasivos (gracias al acuerdo entre bancos), mientras que firmas recargadas en financiamiento a través de bonos privados enfrentan una mayor complejidad en dichas reestructuraciones. En sus inicios, las firmas encuentran un gran apoyo en el financiamiento bancario e, inclusive, el sistema de créditos "sindicados" ha sido una opción para participar en grandes proyectos. Sin embargo, los ciclos crediticios y el manejo de la política monetaria imponen límites a los plazos, el portafolio y las tasas de interés que pueden ofrecer los bancos (Calomiris y Wilson, 1998).

Finalmente, las empresas tienden a sustituir crédito bancario por bonos corporativos o acciones cuando los *spreads* crediticios se elevan según el ciclo económico. En 2003-2007 la economía colombiana experimentó un importante auge crediticio, donde las alzas de las tasas de interés del Banco de la República se vieron acompañadas de incrementos en los márgenes de intermediación. Como resultado de este ciclo, entre 2008 y 2010 se ha presentado una sustitución de deuda bancaria por emisión de bonos corporativos. Al mismo tiempo, el Banco de la República bajó sus tasas de referencia en 650 puntos básicos (pb) a lo largo de 2009, induciendo una reducción de los márgenes de intermediación bancaria.

Otro factor que ha contribuido a acentuar esta sustitución de créditos por bonos corporativos es el propio tamaño de los proyectos. Cuando estos "escalan" en magnitud, las firmas se recargan más

sobre el mercado de capitales, buscando optimizar su estructura de capital (Bolton y Freixas, 2000).

El propósito de este estudio es analizar este "despertar" del mercado bonos privados en Colombia, con particular atención al período 2006-2010 y sus perspectivas más inmediatas. Cotejaremos entonces los cambios regulatorios (la oferta) y la sostenibilidad de la demanda (el papel de los inversionistas institucionales). En el segundo capítulo centraremos nuestra atención en lo ocurrido en Estados Unidos durante el momento precrisis (2002-2006) y los cambios ocurridos a raíz de la crisis financiera global (2007-2010). En los capítulos tres y cuatro analizaremos los mercados de Colombia poniéndolos en perspectiva con el resto de América Latina, con particular atención a la evolución de la renta fija pública, la renta variable y el repunte de los bonos corporativos en 2006-2010. En el quinto capítulo analizaremos, a manera de *benchmark*, lo ocurrido en Chile y destacaremos cómo Colombia parece dirigirse hacia un camino que combina el mercado accionario con los bonos corporativos, partiendo del financiamiento de proyectos de infraestructura y, posteriormente, diversificándose hacia el resto de sectores. Por último presentamos algunas conclusiones.

Como ya lo comentamos, el mensaje central de este estudio es que tanto los factores favorables de oferta (mejor regulación) como los de demanda (papel de los inversionistas institucionales) han permitido un despegue crucial del mercado de bonos privados en Colombia. Las emisiones de bonos corporativos prácticamente duplicaron en 2009 los valores observados cada uno de los años 2007-2008, representando un 2.8% del PIB. También se espera un mercado dinámico en 2010, que podría alcanzar los \$11.6 billones, un 2.3% del PIB. Si Colombia siguiera la misma trayectoria observada años atrás en Chile, cabría esperar que, después de esta primera fase de financiamiento de proyectos de infraestructura, viniera una fase de expansión hacia muchos otros sectores, especialmente el industrial y comercial, con beneficios de tasa de interés (en función del ciclo económico) y de plazos más extendidos.

II. Financiación corporativa en Estados Unidos (2007-2010)

El estallido de la burbuja hipotecaria en Estados Unidos en 2007 desató una desvalorización de activos bancarios que se extendió a todo el sistema financiero. La crisis, transmitida a través de los derivados de crédito de vivienda, degeneró en una retracción del crédito que afectó la financiación del sector productivo y, por esa vía, el crecimiento económico.

A diferencia de otros eventos sistémicos, la cadena de desvalorizaciones contagió a bancos en Europa, Asia y a varios mercados emergentes (especialmente en Europa Oriental). El círculo vicioso de desconfianza y tensión financiera alcanzó su punto más álgido en septiembre de 2008, cuando el banco de inversión Lehman Brothers se declaró en bancarrota. La probabilidad de impago en los mercados monetarios sin cámara de contraparte

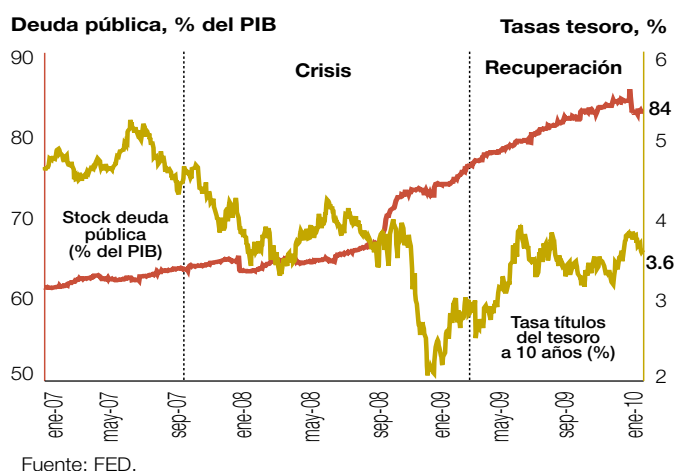
(sobre el mostrador - OTC) aumentó bruscamente, llevando a los inversionistas a recomponer aceleradamente sus portafolios.

Esta recomposición consistió esencialmente en liquidar posiciones en renta variable y derivados para refugiarse en títulos de deuda pública estadounidense, considerados más seguros. El exceso de demanda presionó fuertemente al alza los precios de los títulos del tesoro americano, cuyas tasas cayeron de forma abrupta hasta un mínimo histórico de 2.1% a la altura de diciembre de 2008 (ver gráfico 1). De otro lado, los índices accionarios cayeron a niveles similares a los de la década anterior y los *spreads* de los bonos corporativos alcanzaron niveles históricamente elevados.

La materialización del riesgo sistémico obligó a las autoridades económicas a intervenir para evitar la profundización de la crisis. Así, el gobierno de Estados Unidos destinó US\$700.000 millones (cerca de un 8% del PIB) a través del *Troubled Asset Relief Program* (TARP) para adquirir activos de los bancos a precios en libros y limpiar los balances, conteniendo la dimensión de la retracción crediticia. Adicionalmente, la Reserva Federal (FED) tuvo que aceptar como colateral de sus préstamos de liquidez buena parte de los derivados hipotecarios que generaron la crisis.

Las medidas de salvataje financiero se complementaron con grandes estímulos fiscales y monetarios para contrarrestar el efecto del ciclo. La FED recortó sus tasas de referencia al rango de 0%-0.25% desde diciembre de 2008 y se cree

Gráfico 1. Renta fija pública en Estados Unidos



que allí las mantendrá hasta septiembre de 2010 (habiendo dado ya una señal de inicio de la "normalización" monetaria, al incrementar su *discount window* a 0.75% desde principios de marzo). El mercado interbancario se ha logrado estabilizar desde principios de 2009 y ya se ven señales de recuperación en el mercado hipotecario americano (aunque aún son débiles).

La política fiscal también fue clave para restablecer la confianza y moderar los efectos de la crisis. El Congreso de Estados Unidos aprobó US\$787.000 millones (un 6% del PIB) bajo el paquete de estímulo económico (TALP), destinados a programas de infraestructura, educación, salud y alivios tributarios. Con ello, el stock de deuda pública norteamericana alcanzó la asombrosa cifra de 84% del PIB al cierre del 2009 (ver gráfico 1). Aun así, Estados Unidos no logró evitar una contracción de 2.4% en su PIB real durante el 2009, el peor registro desde la segunda guerra mundial. En línea con ello, su tasa de desempleo llegó a niveles del 10%, cifra no vista en los últimos 25 años.

La Renta Variable

Esta espiral recesiva se hizo sentir en el mercado de valores. La renta variable en Estados Unidos cayó un 33% en el caso del Dow-Jones, casi un 40% en el Nasdaq y 38% en el S&P 500 durante

2008 (ver gráfico 2). Los mercados emergentes sufrieron contagios significativos: la bolsa de China perdió un 64% y la de Brasil un 40% durante 2008, siendo uno de los peores años para la renta variable desde la Gran Depresión (1929-1933).

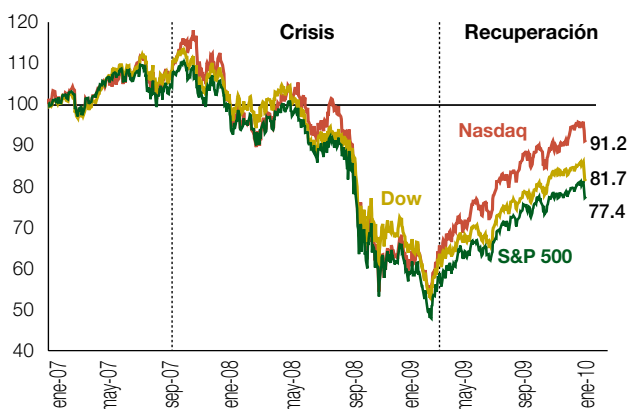
Gracias a las políticas anticíclicas de los gobiernos y los oportunos recortes en las tasas de interés de los bancos centrales, los títulos de deuda corporativa iniciaron su recuperación a partir de marzo de 2009. Posteriormente, también "rebotarían" los índices accionarios, a pesar de las debilidades de los sectores productivos a nivel global.

Esta mejoría ha estado sostenida sobre dos pilares. Por un lado, la laxitud monetaria ha abierto el espacio propicio para la inversión en instrumentos diferentes a la renta fija soberana. Adicionalmente, los paquetes de estímulo fiscal se han apalancado en emisiones de deuda pública, generando un arbitraje entre la tasa de intervención monetaria (a niveles reales de cero) y el rendimiento de los bonos públicos. De hecho, los bonos del tesoro estadounidense a 10 años se han estado negociando entre 3.5% y 4% a partir de junio de 2009 con alta volatilidad (ver gráfico 1), implicando empinamientos reales de más de 350 puntos básicos, cifra onerosa para cualquier fisco.

De otro lado, los inversionistas han enfrentado una menor aversión al riesgo. El índice VIX (el cual mide la volatilidad sobre las opciones del S&P 500) ha venido cayendo durante 2009-2010 tras alcanzar su nivel pico en noviembre de 2008, reflejando una disminución de esta aversión (ver gráfico 3). Aprovechando las bajas tasas de interés y los buenos puntos de entrada, los inversionistas han renovado su interés en instrumentos más riesgosos, como los bonos privados y las acciones. Entretanto, los créditos bancarios se contraían a ritmos del 3% nominal en los Estados Unidos al cierre de 2009.

Los índices accionarios, a nivel global, han repuntado significativamente durante 2009-2010. Por ejemplo, el Dow-Jones se valorizó un 15.4%

Gráfico 2. Índices accionarios en los Estados Unidos (enero de 2007=100)



Fuente: Bloomberg

durante 2009, el Nasdaq repuntó un 39% y el S&P 500 recuperó cerca del 20% (ver gráfico 2). Algo similar ocurrió en los mercados emergentes: Brasil se valorizó 70.4%, Colombia un 52.2% y China un 73.5%. Aun así, los índices de los países desarrollados todavía no recuperan el nivel pre-crisis de enero de 2007, mientras los mercados emergentes ya lo han sobrepasado (ver gráfico 4).

La renta variable fue entonces una de las inversiones más atractivas durante 2009, aunque han surgido dudas sobre su sostenibilidad. Por ejemplo, las Razones Precio-Ganancia (RPG) hoy

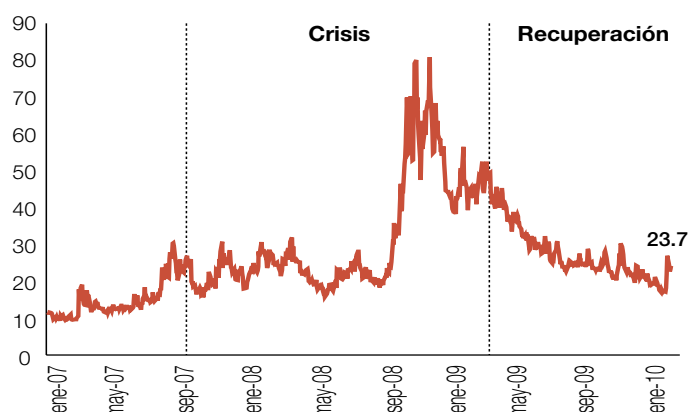
bordean sus promedios históricos o los superan. En el caso del Dow-Jones, su RPG fue de 16 en 2009 versus el 17.2 de la década y para el Bovespa de Brasil se tiene uno de 24 frente a un histórico de 13.3. De allí la adopción de controles de capital en el Brasil para enfriar dicho mercado, el cual ahora disfruta de grado de inversión "unánime" por parte de las calificadoras. En el caso de China, se observó que los RPGs regresaron a su media histórica de 30, cifra inferior al pico observado en 2004-2006.

Los grandes recursos de salvataje del sector financiero y productivo (especialmente automotriz) han debilitado las monedas de Estados Unidos y de la Unión Europea. Por ejemplo, el dólar ha perdido casi un 20% real frente a la canasta ponderada del Euro, el yen (de Japón), el yuan (de China), entre otras. Esta debilidad del dólar también ha contagiado los bonos del tesoro estadounidense (ver gráfico 1).

La caída del dólar, paradójicamente, se ha contenido por el agravamiento fiscal de la zona Euro (debido a lo ocurrido en Grecia, España y Portugal). También ha contribuido el debilitamiento de Gran Bretaña e Irlanda, por lo que los metales preciosos se han convertido en un refugio interesante. Así, el precio del oro se ha prácticamente duplicado, al tiempo que repunta el precio de algunos *commodities* como el petróleo, que se habían visto fuertemente afectados por la crisis internacional (ver gráfico 5).

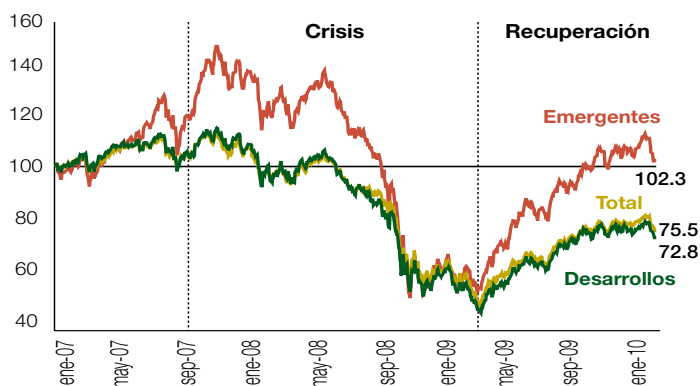
Dicho todo lo anterior, no debe sorprendernos que la capitalización bursátil en Estados Unidos haya caído de un 145% del PIB en 2007 a 82.6% en 2008, un descenso de más de 60 puntos porcentuales. El mercado más afectado fue el NYSE, por lo que las empresas del sector industrial fueron las que más sufrieron la crisis. Para enero de 2010, la capitalización se había recuperado hasta el 104% del PIB. No obstante, esta cifra tan sólo nos lleva a niveles de 2002, los cuales ya habían sido afectados por la crisis de las "punto.com" (principalmente en el caso del Nasdaq), ver gráfico 6.

Gráfico 3. Volatilidad de derivados Sobre S&P 500 (VIX)



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 4. Índice global de acciones (MSCI) (enero de 2007=100)



Fuente: Bloomberg

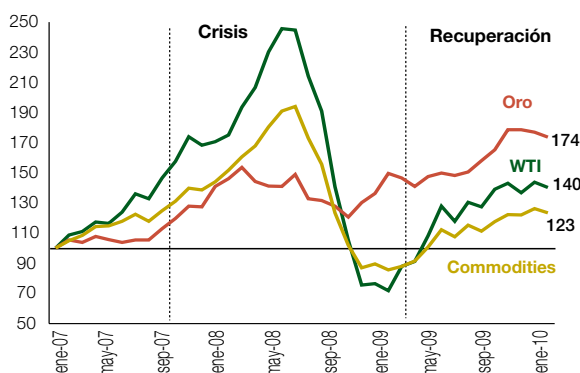
El Mercado de Bonos Corporativos

El mercado de bonos ha tenido un comportamiento similar al de las acciones, aunque su recuperación ha sido mucho más rápida. El índice global de bonos corporativos (*Bank of America-Merrill Lynch Global Broad Market Corporate Index*) recuperó en enero de 2010 sus niveles pre-crisis (ver gráfico 7). Dado que la incertidumbre financiera amenaza más a la renta variable que a la fija, el mercado ha continuado recargándose sobre los bonos corporativos.

El acervo de bonos corporativos en Estados Unidos alcanzó un 48.1% del PIB a finales de

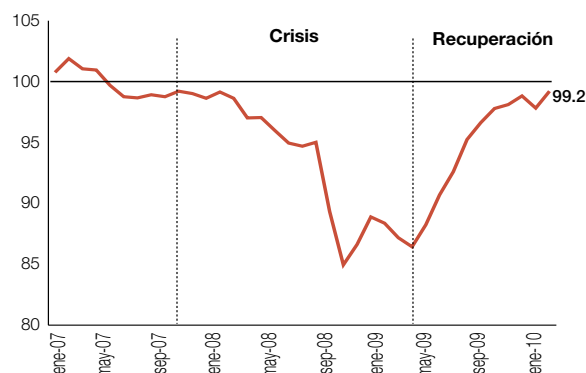
2009, cifra 12% superior a la observada en 2008 (ver gráfico 8). Como ya lo comentamos, este dinamismo hace parte de la preferencia que los inversionistas están dando a los bonos sobre las acciones, dado el riesgo asociado con la renta variable. Cabe señalar que, en caso de quiebra, el capítulo 11 del Código de Bancarrota da prelación a los acreedores de bonos frente a los accionistas, al tiempo que estas últimas pueden perder valor rápidamente en épocas de turbulencia. Teniendo en cuenta este panorama internacional, resulta de la mayor importancia analizar ahora los desarrollos que, en estos frentes financieros, están teniendo los mercados de Colombia en estos años 2006-2010.

Gráfico 5. Alternativas de inversión (enero 2007=100)



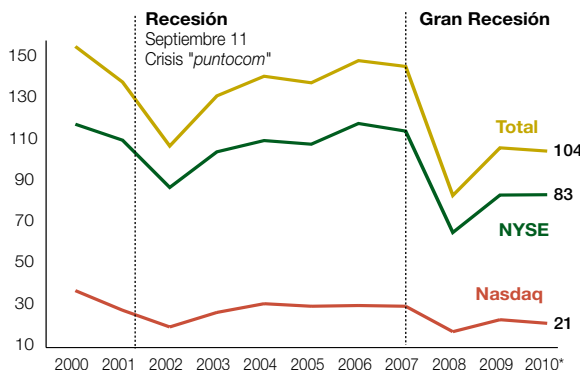
Fuente: Bloomberg

Gráfico 7. Índice global de bonos corporativos (BoA-ML) (Dic 1996=100)



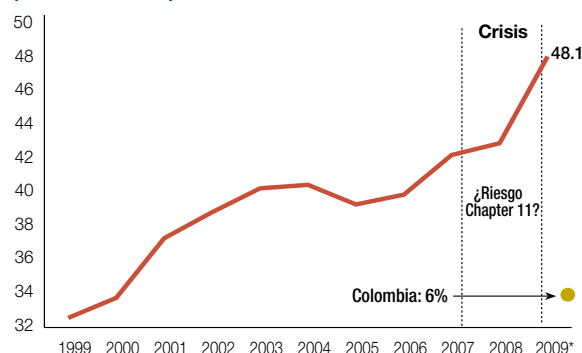
Fuente: Bloomberg

Gráfico 6. Capitalización bursátil en Estados Unidos (% del PIB)



Fuentes: WFE e IMF.

Gráfico 8. Stock de bonos corporativos en Estados Unidos (como % del PIB)



*Stock al tercer trimestre de 2009.

Fuentes: SIFMA y BEA.

III. La financiación a través del mercado de valores en Colombia

El caso de los Bonos Corporativos en Colombia

En Colombia, la financiación a través de instrumentos del mercado de capitales ha venido profundizándose gracias, entre otros factores, a los avances en el plano regulatorio. En este sentido, la Ley 964 de 2005 marcó un hito en materia de consolidación de la seguridad jurídica para los diversos instrumentos. Además, implicó avances sensibles en lo referente a la autorregulación, coordinada a través del Autorregulador del Mercado de Valores (AMV).

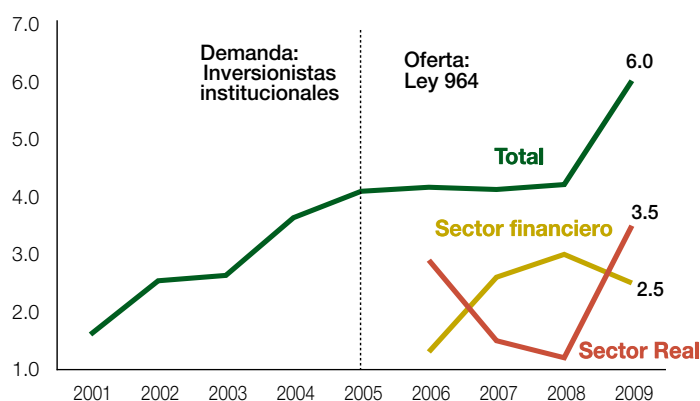
Un impulso particular se ha sentido en el segmento de bonos corporativos. Las emisiones de los bonos del sector privado se elevaron de \$4.7

billones en 2006 (1.2% del PIB) a un récord de \$13.7 billones en 2009 (2.8% del PIB), prácticamente duplicándose en cuestión de cuatro años. En parte, ello obedece al mejor marco regulatorio y, así mismo, al propio ciclo crediticio, el cual fue de auge y de ampliación de márgenes de intermediación en 2006-2008 y de normalización en 2009-2010.

El manejo del ciclo monetario por parte del Banco de la República describe esa trayectoria: alza de 600 pb en su tasa de intervención durante 2006-2008 y recorte de 650 pb a lo largo de 2009. La transmisión de este recorte hacia todo el espectro crediticio y la permanencia de la liquidez durante 2009-2010 han hecho virar al mercado hacia la búsqueda de menores tasas y mayores plazos por medio de la emisión de bonos corporativos. Analizando la volatilidad de la renta variable a nivel global (como ya lo comentamos), este auge ha coincidido (por el lado de la oferta) con un repunte de la demanda de estos títulos por parte de los inversionistas institucionales (AFPs y fiduciarias).

El stock acumulado de bonos corporativos (excluyendo títulos hipotecarios o CDTs) llegó a \$29.6 billones al cierre de 2009, equivalentes al 6% del PIB (ver gráfico 9). Esta cifra fue de sólo \$3.4 billones en 2001, un 1.6% del PIB. En 2009 se dio la particularidad de que el grueso del flujo (77.4%) pasó a incrementar el stock con bajos vencimientos y ampliación de plazos. Se infiere así, dada la composición del flujo durante 2006-

Gráfico 9. Stock de bonos corporativos en Colombia (% del PIB)



Fuente: cálculos Anif con base en Deceval y Dane.

2009, que el sector productivo representaría el grueso del stock a la altura de este último año (3.5% del PIB).

Evolución de la Renta Variable en Colombia

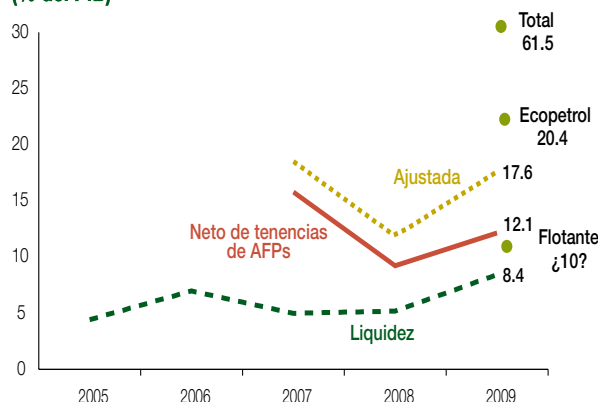
Si bien el potencial de la renta variable en Colombia sigue siendo alto, las nuevas emisiones se estacaron durante 2008-2009, tras la impresionante acogida que tuvo la colocación del 10% del valor de Ecopetrol (por el equivalente a US\$2.500 millones, un 1.3% del PIB) en 2007. Esta falta de dinamismo en la emisión de acciones no parece obedecer a problemas regulatorios, sino más a las preferencias de financiamiento de las firmas, en función del ciclo crediticio y como reacción a la turbulencia internacional en ese segmento.

La renta variable registró una importante recuperación durante 2009, donde su capitalización bursátil llegó al 61.5% del PIB (después de haber registrado tan sólo un 35.9% al cierre del año anterior). Alrededor de una cuarta parte del total corresponde a una sola compañía, Ecopetrol. Ahora bien, si computamos la capitalización global utilizando únicamente la porción emitida en acciones (por ejemplo, el 10% del valor de Ecopetrol y no el 100%), encontramos que este valor "ajustado" sólo asciende al 17.6% del PIB al cierre de 2009, frente al 18% que se tenía en 2007 (ver gráfico 10).

Ahora bien, para examinar el dinamismo que "sienten y participan" los actores del mercado bursátil, la cifra relevante viene dada por la liquidez de ese mercado. Este indicador se ha incrementado de forma importante, al pasar de un 5% del PIB en 2006 a cerca del 8.4% del PIB en 2009. Dicha liquidez depende en buena medida de la vocación de transabilidad que muestren las acciones, pues si ellas se emiten y se mantienen bajo la propiedad de sus emisores o son adquiridas por inversionistas institucionales durante períodos largos, ese potencial de transabilidad no se materializa.

Aunque no se cuenta con información de-

Gráfico 10. Capitalización bursátil en Colombia (% del PIB)



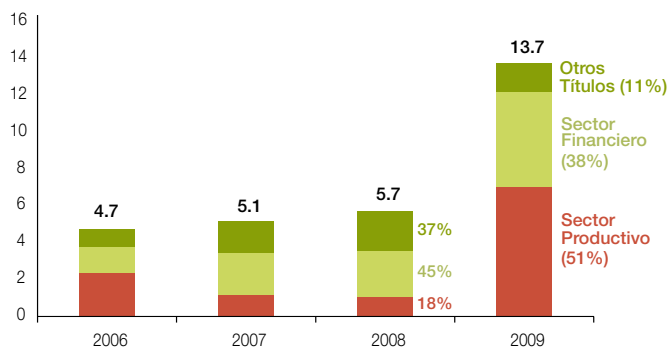
Fuentes: cálculos Anif con base en IMF y WFE.

purada al respecto, una conjetura aproximada indica que el stock de acciones dispuestas para transar estaría tan sólo en el rango de 8%-13% del PIB, dependiendo de si se toma únicamente el *flotante* (acciones en manos de dueños no controlantes) o si se calcula el *neto de tenencias* de los inversionistas institucionales con vocación de tenencia de largo plazo. Los portafolios de las AFPs en acciones locales (un 33.5% de su portafolio) representaban un 5.4% del PIB al cierre de 2009. Si el grueso de estas carteras tienen vocación de permanencia, entonces el potencial transable se reduciría a solamente un 12% del PIB (= 17% capitalización bursátil ajustada - 5% de portafolios inmóviles).

Particularidades del mercado de bonos privados 2006-2009

El 11% de las emisiones de 2009, equivalentes a \$13.7 billones, correspondió a instrumentos tales como CDTs o titularizaciones hipotecarias y el restante a bonos corporativos. Del total de la renta fija en 2009, un 51% correspondió a emisiones de bonos corporativos del sector real de la economía (\$7.1 billones). Este sector había emitido unos \$2.4 billones en 2006, participando en ese momento con un 49.9%. El año 2007 fue un año difícil para este segmento, llegando a sólo \$1.2 billones, un 23.2% del total (ver gráfico 11). Cabe recordar

Gráfico 11. Emisiones de títulos de renta fija corporativa (\$ billones)



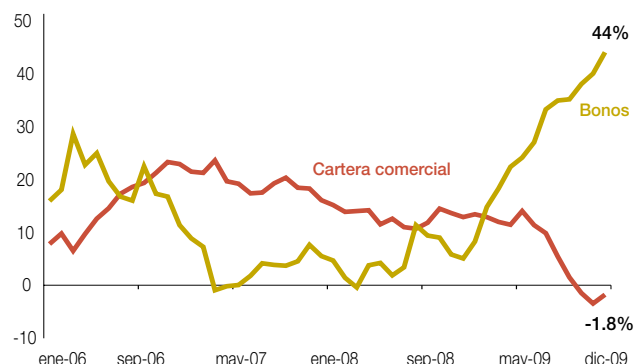
* Incluye emisiones de entidades territoriales consideradas como bonos ordinarios. Si no se toman estos datos, el flujo de 2006 y 2007 sería de \$3.5 y \$3.33 billones. Fuente: BVC.

que este mercado se vio afectado por la limitación de las operaciones preacordadas, implementadas por medio del Decreto 1802 de 2007.

Durante 2008 continuó gravitando ese “ruido”, alcanzando emisiones por sólo \$1 billón, un 28.8% del total. El grueso del flujo de ese año fue de bonos emitidos por las entidades del sistema financiero. Sólo hacia finales de 2008 se solucionó este problema, gracias a la claridad que al respecto hizo el Decreto 1121 de 2008 (ver gráfico 12).

Como ya comentamos, la cartera comercial se desaceleró en 2009 (ver gráfico 13), pasando de expansiones del 12.9% en 2008 a una contracción

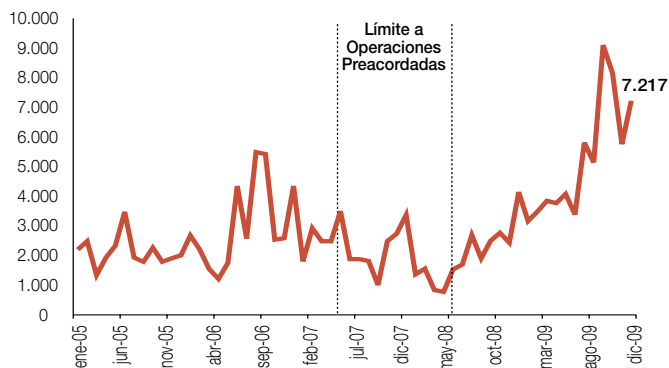
Gráfico 13. Evolución Real de la emisión de bonos y cartera comercial ¿Desintermediación?



Fuente: cálculos Anif con base en Deceval y Superfinanciera.

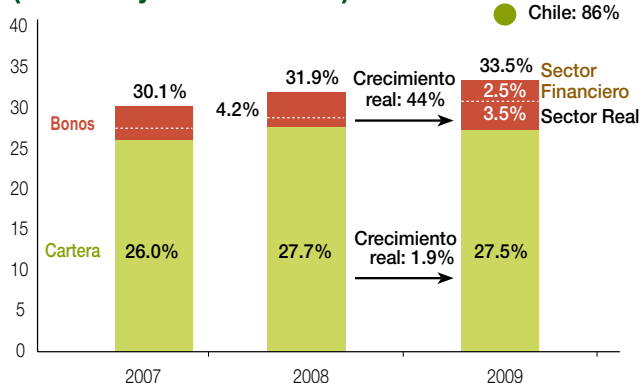
de -1.8% en 2009. En un año de recesión económica como 2009, el stock de bonos privados creció un 44% anual, sugiriendo una sustitución (parcial) de la cartera bancaria. Es interesante que, al sumar el stock de bonos corporativos (un 6% del PIB) con el total de cartera bancaria (un 27.5% del PIB al cierre de 2009), el total de financiamiento ascendió a 33.5% del PIB (ver gráfico 15). Si tomamos sólo el stock de bonos del sector real (el susceptible de estar sustituyendo crédito bancario por bonos) dicho total sería de 31%. En este sentido, la alícuota de financiamiento que proveen los bonos corporativos se ha incrementado a un 18% frente al 13% que mostraba en 2008.

Gráfico 12. Transacciones mensuales de bonos (Mercado OTC, \$ miles de millones)



Fuente: BVC

Gráfico 14. Cartera bancaria y bonos privados (% del PIB y crecimiento real)



Fuente: BVC y Superfinanciera.

Elementos de oferta en la renta fija corporativa

La Ley 964 de 2005 ayudó a consolidar la seguridad jurídica del mercado de capitales y a mejorar su eficiencia (Córdoba et. al, 2009). Uno de los avances más importantes en materia de mejor gobierno corporativo provino del Decreto 3923 de 2006, incrementando a no menos de un 25% de miembros independientes en las juntas directivas y prohibiendo a sus representantes legales presidirlas. Esta Ley también obliga a los representantes legales a refrendar los estados financieros, incluyendo sus anexos, y a divulgarlos a través del Sistema Integral del Mercado de Valores (SIMEV) de la Superintendencia Financiera.

De otra parte, el Decreto 1941 de 2006 garantiza los derechos de los accionistas minoritarios. Con ello, Colombia se acercó a las prácticas internacionales de *tag along* y *drag along*. Se volvió entonces un tema prioritario la profesionalización del mercado, apuntalando la confianza en el sistema. Ello ocurrió en un momento histórico para Colombia, previo a la grave crisis de confianza global de 2007-2010.

Elementos de demanda en la renta fija corporativa

La demanda de títulos también ha jugado un papel crucial en el desarrollo del mercado de bonos corporativos. Los principales agentes en el mercado colombiano de valores son los inversionistas institucionales, particularmente las administradoras de fondos de pensiones (AFPs) y las fiduciarias (Clavijo y Salamanca, 2006). Los portafolios de pensiones obligatorias gestionan recursos por el equivalente a 16.3% del PIB (al corte de diciembre de 2009). Cerca del 42% de su portafolio está dedicado a la deuda pública, un 38% a la renta variable y tan sólo un 7.9% se refiere a bonos privados, bien por debajo de su límite regulatorio del 30%.

Los cambios regulatorios han continuado ampliando el menú de opciones para este tipo de portafolios. Por ejemplo, el Decreto 2175 de 2007 habilitó a los fondos de capital privado y a las carteras colectivas. Así, el tope de inversión en títulos de renta variable local se amplió del 30% al 40%. Estos cambios también han provocado nuevo apetito por la renta variable en general, donde las

Cuadro 1. Portafolio de los fondos de pensiones obligatorias en Colombia (en % total)

	dic-07 (límite máximo)	2007	dic-08	ago-09	dic-09 (límite máximo)	2009 (límite máximo)
Deuda pública (TES y otros)	44.1	50	48.4	43.6	42.0	50
Títulos Públicos (Fogafin)	1.4	10	0.7	0.2	0.2	10
Titularización de cartera hipotecaria	0.1	40	0.1	0.1	0.1	40
Titularización de cartera no hipotecaria	1.1	20	0.9	0.7	0.5	20
Intermediarios Financieros	4.4	30	6.2	4.5	2.6	30
Sector real doméstico	11.8	30	10.4	9.0	7.9	30
Renta variable	23.5	30	21.9	29	33.5	40
Títulos y activos externos	12	20	9.4	11	11.6	40
Fondos de capital privado y otro tipo de carteras			1.5	1.2	1.4	15
Total porcentual	100.0		100.0	100.0	100.0	
Total en % del PIB	14.3		15.0	15.0	16.3	

Fuente: cálculos Anif con base en Superfinanciera.

acciones pasaron de representar un 23% en 2007 a casi un 32% en 2009. Al sumar los componentes de renta variable local y externa, ahora se llega a la suma de 41% del total del portafolio de las AFPs.

Sus tenencias de bonos también han venido aumentando, llegando a \$6.3 billones al cierre de 2009, casi un 8% de su portafolio (ver cuadro 1). En este sentido, las AFPs se han convertido en

un jugador importante. En el caso de las fiducias, su demanda ascendía a \$141.300 millones, representando un 15.2% de su portafolio, complementando así el papel de las AFPs.

En el siguiente capítulo analizaremos las condiciones de emisión de estos títulos y su posible motivación (fondar proyectos frente a sustitución de pasivos).

IV. Características de las emisiones de bonos privados en Colombia ¹

La emisión de títulos de renta fija corporativa es uno de los componentes más dinámicos del mercado colombiano de valores. Sus condiciones de emisión varían según el ciclo económico y el marco regulatorio, antes comentados.

En el cuadro 2 se observa que en dichas emisiones se han venido reduciendo las tasas de interés y sus plazos se han ampliado. Sin embargo, los *spreads* de los bonos indexados al IPC han aumentado de 470 pb a 590 pb en 2009. Este aumento responde, entre otros factores, al mayor riesgo que representa la extensión de plazos (pasando de 7.2 a 7.9 años).

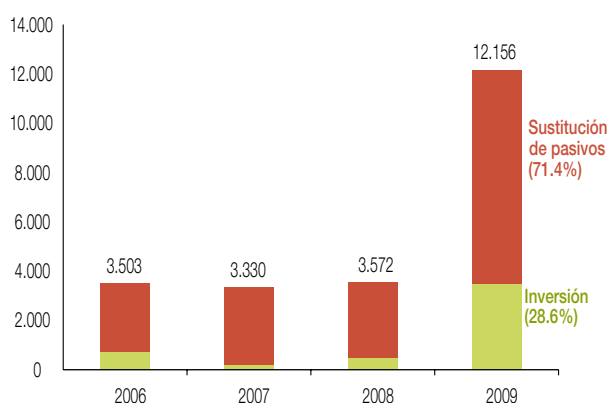
Al sacar el neto de la emisión de bonos de las entidades financieras, el total de títulos destinados a inversión en el “sector real” ha oscilado entre

Cuadro 2. Evolución de los *spreads* de tasas y los plazos de los bonos corporativos totales

	2006	2007	2008	2009
Tasa				
IPC +	4,7%	5,6%	6,8%	5,9%
DTF +	3,7%	2,7%	2,9%	1,7%
Tasa fija	9,0%	9,1%	12,7%	8,9%
Plazo (en años)				
Maduración	7,2	5,0	5,2	7,9

*Excluyendo bonos emitidos por entidades territoriales.
Fuente: cálculos Anif con base en BVC.

Gráfico 15. Emisión de bonos corporativos totales: por destino (\$ miles de millones)



Fuente: cálculos Anif con base en BVC.

6% y 28.6% de las emisiones del período 2006-2009, alcanzando el máximo en este último año (ver gráfico 15).

Vale la pena destacar que los mayores plazos de emisión no han sido uniformes. En los años 2007 y 2008 los plazos se vieron afectados por el rebrote inflacionario (perdiéndose la meta en ambos años) y el “ruido” que produjo los reparos

¹ El cálculo de la madurez de los bonos y de sus tasas-*spreads* pondera el plazo de emisión por el valor facial del bono. Si los prospectos de los bonos no establecían la finalidad de la emisión, imputamos un 50% a inversión y 50% a sustitución de pasivos.

a las operaciones preacordadas. Así, la madurez disminuyó a 5 años en 2007 y se amplió ligeramente a 5.2 años en 2008.

El ciclo de la política monetaria también ha afectado las tasas de emisión. Los *spreads* sobre la DTF cayeron en 2009, reflejando la mayor laxitud. Estas brechas disminuyeron más de 100 pb durante 2008-2009. Los bonos emitidos a tasa fija marcan con mayor claridad el ciclo, pues la tasa pasó de 9% en 2006 a 12.7% en 2008, para luego caer a 8.9% en 2009.

Condiciones de emisión para el sector real

La madurez de los títulos de renta fija corporativa del sector real se ha venido ampliando, pasando de 8.7 años en 2006 a 9.4 en 2009. Este último horizonte ya empieza a replicar lo observado en los Estados Unidos, cuya madurez fue de 12 años en 2009 (ver cuadro 3).

Los *spreads* de los títulos indexados al IPC han aumentado a lo largo del tiempo, pasando de 460 pb en 2006 a 600 pb en 2009. Así, los inversionistas han mantenido su rentabilidad nominal constante, a pesar de la reducción de la inflación en 2009. Los *spreads* sobre la DTF (ponderados por plazo) se han reducido de 480 pb en 2006 a

150 pb en 2009. En este caso, los *spreads* han seguido de cerca el comportamiento de la tasa de referencia. Finalmente, la tasa fija ha bajado de 9.3% a 8.7%, reducción más pronunciada que en el total de bonos.

Condiciones por destino de las emisiones del sector real

¿Cuánto de estas emisiones del sector productivo correspondieron a financiamiento de proyectos de inversión? Los prospectos de emisión revelan que el 30.4% de las emisiones de 2006 (unos \$714.000 millones) se emitieron para proyectos de inversión. Esta proporción cayó a 16.5% en 2007 (\$196.500 millones), pero después aumentó al 46.6% en 2008 (\$480.300 millones) y a 49.5% en 2009 (\$3.5 billones - ver gráfico 16). Así, el sector real ha ido incrementando, tanto en términos absolutos como relativos, el financiamiento de su inversión a través de este mecanismo de colocación. Aun así, inferimos que cerca del 50% de la colocación de bonos en 2009 (unos \$3 billones) tuvo como motivación la sustitución de pasivos, principalmente relacionados al sector bancario.

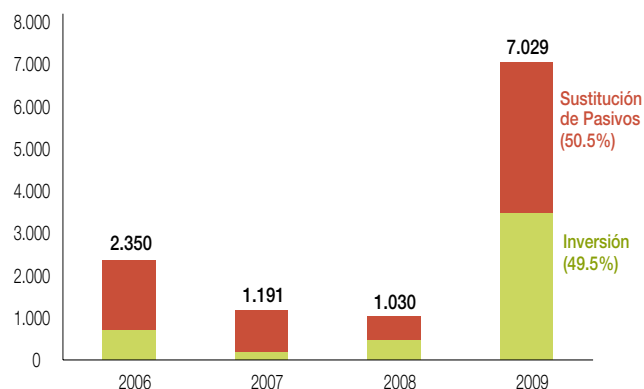
Las condiciones de las emisiones destinadas a inversión son muy similares a las de los análisis anteriores. El plazo de emisión se redujo de 10.2

Cuadro 3. Evolución de los *spreads* de tasas y los plazos de los bonos del sector real

	2006	2007	2008	2009
Tasa				
IPC +	4.6%	5.6%	7.2%	6.0%
DTF +	4.8%	2.3%	2.5%	1.5%
Tasa fija	9.3%	-	12.8%	8.7%
Plazo (en años)				
Maduración	8.7	8.5	7.5	9.4

Fuente: cálculos Anif con base en BVC.

Gráfico 16. Emisión de bonos corporativos del sector real: por destino (\$ miles de millones)



Fuente: cálculos Anif con base en BVC.

años en 2006 a 9.1 en 2007 y 8.3 en 2008. Pero en 2009 se logró ampliar el horizonte a los 10 años (ver cuadro 4).

Las tasas también han tenido un comportamiento similar al del mercado global. Estas se redujeron de 11% en 2006 a 8.6% en 2009, tras alcanzar un máximo de 12.5% en 2008. Los bonos indexados han tenido un comportamiento similar, con *spreads* sobre el IPC elevándose de 450 pb en 2006 a 710 pb en 2008, pero disminuyendo 90 pb en 2009 hasta 620 pb. Los *spreads* sobre la DTF son los de mayor reducción, pasando de 610 pb en 2006 a 150 pb en 2009.

Cuadro 4. Evolución de los *spreads* de tasas y los plazos de los bonos del sector real destinados a inversión

	2006	2007	2008	2009
Tasa				
IPC +	4.5%	5.7%	7.1%	6.2%
DTF +	6.1%	-	2.6%	1.5%
Tasa fija	11.0%	-	12.5%	8.6%
Plazo (en años)				
Maduración	10.2	9.1	8.3	10.0

Fuente: cálculos Anif con base en BVC.

Cuadro 5. Evolución de los *spreads* de tasas y los plazos de los bonos del sector real destinados a sustituir pasivos

	2006	2007	2008	2009
Tasa				
IPC +	4.8%	5.5%	7.2%	5.9%
DTF +	0.4%	2.3%	2.5%	1.5%
Tasa fija	9.3%	-	13.7%	8.4%
Plazo (en años)				
Maduración	8.1	8.4	6.8	8.9

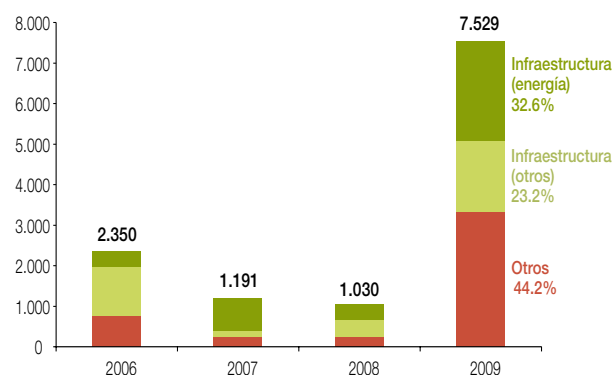
Fuente: cálculos Anif con base en BVC.

Los bonos del sector productivo destinados a sustituir pasivos lograron ampliar su horizonte, pasando de 8.1 años en 2006 a 8.4 en 2007. Sin embargo, las restricciones en el mercado de bonos lo redujeron a 6.8 años en 2008, pero se recuperaron a 8.9 años en 2009 (ver cuadro 5). En conclusión, durante el período 2006-2009 la sustitución de pasivos ha implicado una ampliación de plazo para los emisores de bonos privados.

Composición sectorial de las emisiones del sector real

En Colombia, el grueso de las emisiones de bonos corresponde al ramo de infraestructura, incluyendo telecomunicaciones, energía, aguas y concesiones viales. Las emisiones del sector de infraestructura ascendieron a \$3.7 billones en 2009, un 52.6% del total del sector productivo, donde sólo las de infraestructura energética explican el 58.4% de dicho total (ver gráfico 17).

Gráfico 17. Composición sectorial de emisiones de bonos del sector real (\$ miles de millones)



Fuente: cálculos Anif con base en BVC.

Infraestructura

Dado que los activos de infraestructura tienen una duración larga (20 a 30 años, con ejecuciones de 3 a 5 años), el mercado de bonos privados les presta un gran servicio. El monto

Cuadro 6. Evolución de los *spreads* de tasas y los plazos de los bonos del sector real destinados a inversión en infraestructura (incluyendo energía)

	2006	2007	2008	2009
Tasa				
IPC +	3.8%	5.6%	7.1%	6.0%
DTF +	-	-	2.6%	1.5%
Tasa fija	-	-	13.8%	7.4%
Plazo (en años)				
Maduración	10.9	9.1	9.7	9.1

Fuente: cálculos Anif con base en BVC.

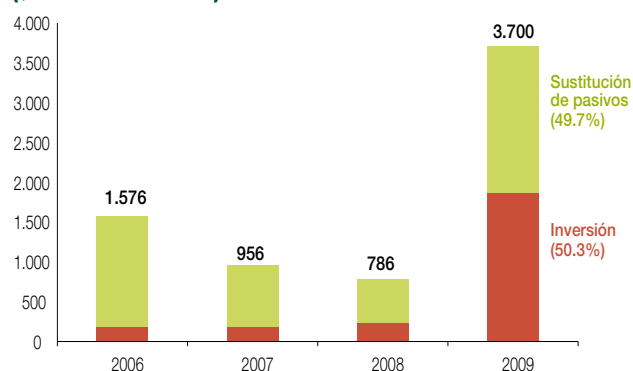
emitido para infraestructura fue de \$1.6 billones en 2006, explicando el 67% de ese mercado. En 2007-2008 este comprometió cerca del 75% de las emisiones, pero sus montos se redujeron a cerca de \$1 billón.

El plazo de emisión (ponderado por monto) fue de 10.9 años en 2006 y luego cayó a 9.1 años en 2007. Pero en 2008 se elevó a 9.7 años y en 2009 regresó a los niveles de 2007 (ver cuadro 6). Aun así, estos plazos de emisión superan el promedio de la deuda corporativa como un todo.

Los *spreads* de las emisiones de infraestructura se incrementaron de 380 pb en 2007 a 710 pb en 2008, pero en 2009 cayeron a 600 pb. Ello está muy correlacionado con el riesgo y el plazo. Adicionalmente, no hubo emisiones indexadas a DTF ni a tasa fija durante 2006 y 2007, pero en 2008-2009 su comportamiento fue similar al del total.

Una buena parte del sector de infraestructura aprovechó también para sustituir pasivos. Hemos estimado que, en 2006, cerca del 88.3% de sus emisiones tuvieron que ver con ello, incluyendo fondeos para pasivos denominados en moneda extranjera. Para 2009, dicha proporción se había reducido al 49.7% (ver gráfico 18). Sus plazos se han ampliado de 8 años en 2006 a 8.9 años en 2009 (ver cuadro 7).

Gráfico 18. Emisión de bonos de infraestructura total: por destino (\$ miles de millones)



Fuente: cálculos Anif con base en BVC.

Cuadro 7. Evolución de los *spreads* de tasas y los plazos de los bonos del sector real destinados a sustituir pasivos en infraestructura

	2006	2007	2008	2009
Tasa				
IPC +	4.2%	5.3%	7.2%	5.7%
DTF +	0.4%	2.3%	2.5%	1.5%
Tasa fija	7.6%	-	13.7%	7.6%
Plazo (en años)				
Maduración	8.0	7.6	6.8	8.9

Fuente: cálculos Anif con base en BVC.

Sus tasas muestran un dinamismo similar al de la composición global de los títulos de renta fija corporativa. Los *spreads* en bonos indexados al IPC subieron de 420 pb en 2006 a 720 pb en 2008, pero cayeron a 570 pb en 2009. Algo similar ocurrió con los *spreads* sobre DTF. Las tasas de los títulos emitidos a tasa fija pasaron de 7.6% en 2006 a 13.7% en 2008 y cayeron a 7.6% en 2009.

Buena parte del flujo de infraestructura corresponde al negocio de energía. Los emisores de este sector incluyen distribución, transmisión y generación de energía. Las emisiones del sector

energía han oscilado entre el 23.4% y el 84.6% del total de infraestructura durante 2006-2009. Las condiciones de emisión siguen de cerca el comportamiento del grueso de los títulos de infraestructura (ver cuadro 8).

El resto de la infraestructura incluye compañías dedicadas a otros negocios, principalmente concesiones viales, aguas, telecomunicaciones e, incluso, empresas dedicadas a todo el ramo de infraestructura (como EPM u Odinsa). Este tipo de emisiones han obtenido una mejora significativa en sus plazos de emisión, pasando de 7.6 años en 2006 a 8.4 años en 2009 (ver cuadro 9).

Cuadro 8. Evolución de los *spreads* de tasas y los plazos de los bonos de infraestructura de energía

	2006	2007	2008	2009
Tasa				
IPC +	3.8%	5.2%	6.9%	5.8%
DTF +	-	2.3%	2.5%	1.5%
Tasa fija	-	-	-	9.3%
Plazo (en años)				
Maduración	10.9	7.9	8.3	9.4

Fuente: cálculos Anif con base en BVC.

Cuadro 9. Evolución de los *spreads* de tasas y los plazos de los bonos de infraestructura (excluyendo energía)

	2006	2007	2008	2009
Tasa				
IPC +	4.6%	5.7%	7.5%	5.8%
DTF +	0.4%		2.6%	1.5%
Tasa fija	7.6%	-	13.7%	7.2%
Plazo (en años)				
Maduración	7.6	7.8	7.1	8.4

Fuente: cálculos Anif con base en BVC.

Otros sectores

Sectores diferentes a la infraestructura también han emitido bonos para proyectos de inversión, pero su frecuencia es relativamente baja. Cabe destacar los casos de Alquilería en 2007 y la Corporación Andina de Fomento en 2008. Claramente el desafío en estos otros sectores es la generación de liquidez de dichos títulos. Aun así, la maduración promedio de estos bonos se ha incrementado de 10 años a 11.8 años durante 2006-2009. Asimismo, las condiciones de tasa han continuado mejorando (ver cuadro 10) y también se han usado estas emisiones para sustituir deuda (ver cuadro 11).

Cuadro 10. Evolución de los *spreads* de tasas y los plazos de los bonos del sector real destinados a inversión en otros sectores

	2006	2007	2008	2009
Tasa				
IPC +	6.1%	6.8%	-	6.5%
DTF +	6.1%			
Tasa fija	11.0%	-	11.6%	10.7%
Plazo (en años)				
Maduración	10.0	7.0	6.9	11.8

Fuente: cálculos Anif con base en BVC.

Cuadro 11. Evolución de los *spreads* de tasas y los plazos de los bonos del sector real destinados a sustituir pasivos en otros sectores

	2006	2007	2008	2009
Tasa				
IPC +	7.3%	5.8%	-	6.2%
DTF +	-	-	-	-
Tasa fija	11.0%	-	-	10.7%
Plazo (en años)				
Maduración	8.5	10.9	-	8.9

Fuente: cálculos Anif con base en BVC.

El Sector financiero

El propio sector financiero ha aprovechado las condiciones del mercado de valores para disminuir su costo de fondeo, especialmente en lo relativo a capital subordinado. Los plazos promedio de sus emisiones fueron de 4 años en 2006 y aumentaron hasta 5.8 años en 2009 (ver cuadro 12). Sus tasas de emisión han sido más bajas que las del sector real. Así, aquellas emisiones indexadas al IPC pasaron de tener *spreads* de 480 pb en 2006 a 560 pb en 2009, mientras las indexadas a la DTF pasaron de 2.7% a 2% en el mismo período. En cambio la tasa fija aumentó, pasando de 8.3% en 2006 a 9.5% en 2009.

Cuadro 12. Evolución de los *spreads* de tasas y los plazos de los bonos del sector financiero

	2006	2007	2008	2009
Tasa				
IPC +	4.8%	5.8%	6.6%	5.6%
DTF +	2.7%	2.7%	2.9%	2.0%
Tasa fija	8.3%	9.1%	12.6%	9.5%
Plazo (en años)				
Maduración	4.0	3.0	4.3	5.8

Fuente: cálculos Anif con base en BVC.

V. Reflexiones sobre el Caso de Chile y lecciones para Colombia

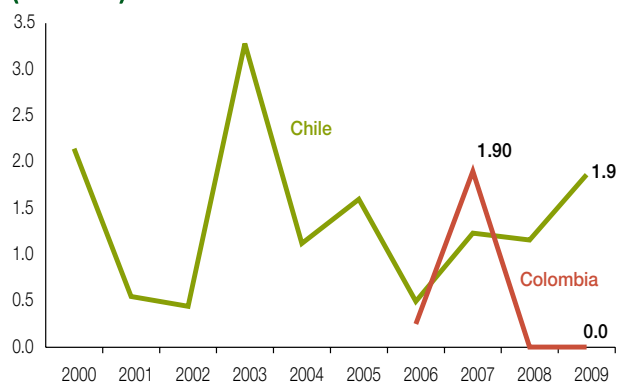
Chile inició un proceso de desregulación financiera a través de Ley del Mercado de Valores de octubre de 1981 (Cifuentes y otros, 2002), que impulsó las llamadas *Agencias de Valores*, importantes intermediarias de títulos valores. En 2002, Chile adoptó el esquema de *multifondos* generacionales y, en 2003, avanzó con la Reforma al Mercado de Capitales (RMC). Recientemente ha liberado el sector de seguros, reglamentado los fondos mutuos y los fondos de capital de riesgo, así como ha avanzado en la estandarización de sus requerimientos de capital (US Commercial Service, 2005).

Todas estas transformaciones regulatorias han desembocado en una mayor profundización del mercado de valores chileno. La liquidez del mer-

cado (valor accionario transado) se elevó del 2% en 1980 al 23% del PIB en 2009. La emisión de acciones ha venido promediando un 1.4% del PIB anual durante la última década, muy por encima de lo observado en Colombia, cuyo mejor año fue 2007 (ver gráfico 19). La capitalización bursátil de Chile pasó del 80% del PIB en 2000 a 153% en 2009, alta en comparación con la de Colombia (61% - ver gráfico 20), donde jugaron un papel importante los avances regulatorios de 2005.

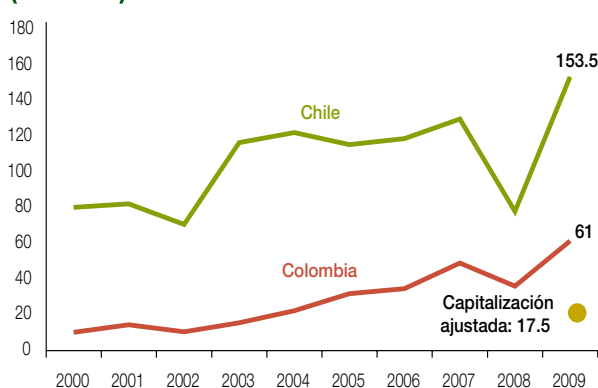
En lo relacionado con los bonos corporativos de Chile, su acervo se elevó de 9.1% del PIB en 2001 a 16% en 2009, más el doble del que hoy registra Colombia (ver gráfico 21). Las emisiones de títulos de renta fija corporativa reflejan el buen desempeño de la economía chilena y la alternativa

Gráfico 19. Colocación de acciones (IPO's) (% del PIB)



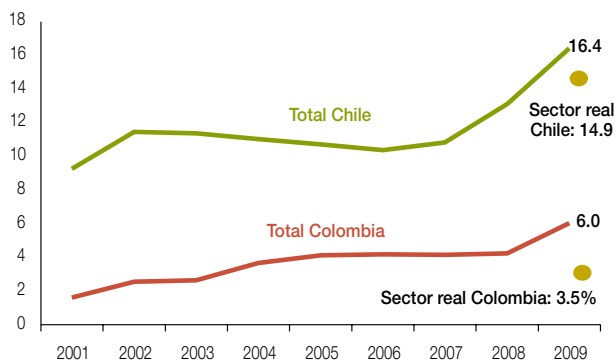
Fuente: cálculos Anif con base en Superintendencia de Valores y Seguros de Chile, Banco Central de Chile, BVC y Dane.

Gráfico 20. Capitalización bursátil (% del PIB)



Fuente: cálculos Anif con base en FIABV, Banco Central de Chile, BVC y Dane.

Gráfico 21. Stock de bonos corporativos (% del PIB)



Fuente: cálculos Anif con base en Superintendencia de Valores y Seguros de Chile, Banco Central de Chile y Deceval.

que representa este mercado. Éstas representaron un 1.7% del PIB en 2000 y 3.8% del PIB en 2009, mostrando algunas fluctuaciones según el ciclo económico (ver gráfico 22). Adicionalmente, el sector real juega un papel clave, a diferencia del caso colombiano en donde el gran impulso del último lustro lo ha dado el sector financiero.

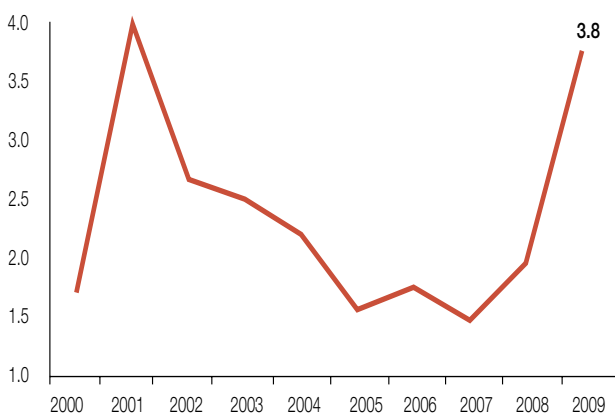
En Chile, las emisiones han estado lideradas por infraestructura, industria, ventas al detal y el sector financiero. Al igual que en Colombia, el grueso corresponde a infraestructura, explicando

hasta el 65% en 2003. Pero una vez pasó el auge de la infraestructura, otros sectores han repuntado. Esto quiere decir que Colombia (que emitió el 0.8% del PIB en infraestructura en 2009) podría seguir los pasos de Chile, por lo que el peso de la infraestructura se irá diluyendo para dar paso a otros sectores (ver gráfico 23). No obstante, con el daño causado por el terremoto de febrero de 2010, estimado en unos US\$30.000 millones, seguramente los proyectos de infraestructura estarán tomando en Chile nuevamente el liderazgo. Se ha estimado que Chile cuenta con ahorros públicos por valor de US\$12.000 millones, luego la diferencia tendrá que ser fondeada a largo plazo con una combinación de créditos de multilaterales, créditos sindicados internacionales, entre otros. Todo ello redundará en un gran repunte de los proyectos de infraestructura.

Las tasas de emisión de bonos corporativos han venido descendiendo de niveles de 7.1% (ponderado por maduración) en 2000 a 4.7% en 2009. Uno de los sectores más beneficiados ha sido el financiero, cuya tasa descendió de 7.4% a 4.5% durante ese mismo período (ver cuadro 13).

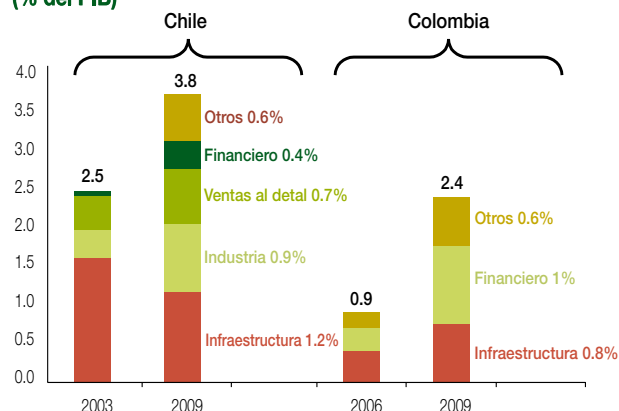
La maduración de los títulos ha permanecido estable, pasando de un promedio ponderado de

Gráfico 22. Emisión de bonos corporativos en Chile (como % del PIB)



Fuente: cálculos Anif con base en Superintendencia de Valores y Seguros de Chile.

Gráfico 23. Composición sectorial de las emisiones de bonos corporativos (% del PIB)



Fuente: cálculos Anif con base en SVS, Banco Central de Chile, BVC y Deceval.

Cuadro 13. Tasas de las emisiones por sector en Chile (%)

	Total	Infraestructura	Industria	Ventas al detal	Financiero	Otros
2000	7.1	7.1	6.9	6.6	7.4	-
2001	6.3	6.1	6.3	6.3	6.4	6.4
2002	5.8	5.9	6.0	5.3	5.9	4.2
2003	5.5	5.5	5.5	5.4	5.6	-
2004	4.7	4.9	4.1	4.3	4.4	-
2005	3.8	3.8	3.6	4.8	4.7	3.8
2006	4.0	3.7	4.1	4.3	4.3	4.2
2007	4.0	3.7	4.0	4.6	4.4	-
2008	4.2	4.5	4.0	4.0	4.6	3.2
2009	4.7	4.7	4.6	4.9	4.5	4.6

Fuente: cálculos Anif con base en SVS.

14 años en 2000 a 13.7 en 2009. Inclusive, en 2004 se alcanzaron máximos de 19 años. La maduración más alta corresponde a infraestructura, con un pico de 23 años logrado en 2004 (ver cuadro 14).

En lo referente al destino de los recursos, casi una tercera parte corresponde a proyectos de inversión y el restante ha sido para sustitución de pasivos. En el caso de las emisiones dedicadas a proyectos de inversión, se ha logrado bajar la

tasa de forma significativa (de 7.2% a 4.6% - ver cuadro 15).

Los plazos de los proyectos de inversión pasaron de 15.9 años en 2000 a 13.5 años en 2009. Sin embargo, esto oculta que hubo años en que la madurez ponderada de las emisiones llegó hasta 21.2 años, como en 2004. En total, el promedio de la última década indica que la madurez de los bonos corporativos ha sido de 16.3 años (ver cuadro 16).

Cuadro 14. Madurez de las emisiones en Chile (años)

	Total	Infraestructura	Industria	Ventas al detal	Financiero	Otros
2000	14.0	17.4	9.6	10.1	14.2	-
2001	15.0	15.5	11.9	12.8	18.4	21.0
2002	14.2	17.6	11.1	7.0	11.6	10.0
2003	16.7	19.2	9.9	13.0	18.1	-
2004	19.0	22.6	14.0	11.2	12.5	-
2005	17.0	19.2	14.7	18.2	7.4	18.5
2006	18.4	20.2	18.2	16.0	12.6	22.5
2007	14.3	15.3	12.9	14.5	8.6	-
2008	14.6	17.5	11.6	14.7	3.1	5.2
2009	13.7	13.0	15.0	14.7	14.4	11.5

Fuente: cálculos Anif con base en SVS.

Cuadro 15. Tasas de las emisiones destinadas a inversión en Chile (%)

	Total	Infraestructura	Industria	Ventas al detal	Otros
2000	7.2	7.0	7.3	6.6	-
2001	6.3	6.1	6.3	6.3	6.4
2002	5.9	5.9	6.2	5.3	-
2003	5.4	5.4	5.4	6.3	-
2004	4.8	4.9	-	4.3	-
2005	3.7	3.8	3.5	-	3.8
2006	3.9	3.7	4.0	4.1	4.2
2007	3.9	3.6	-	4.6	-
2008	4.1	4.1	4.4	4.2	3.2
2009	4.6	4.7	4.4	4.8	4.9

Fuente: cálculos Anif con base en SVS.

En conclusión, el grueso de las inversiones en Chile se realiza en tasa fija, reflejando la confianza de los inversionistas en la estabilidad de la economía chilena. En contraste, en Colombia éstas todavía se recargan en indexaciones a IPC o DTF. Dado que Colombia aún no es grado de inversión y que su mercado es más joven, la tasa promedio ha sido del 9% frente al 5% observado en Chile. Como vimos, las emisiones de bonos corporativos en Chile han ido evolu-

cionando del sector de infraestructura hacia otros sectores, como la industria y las llamadas "grandes superficies". Colombia bien podría estar experimentando algo parecido en el futuro inmediato, después de que hemos constatado el gran auge del financiamiento del sector de infraestructura.

Dicho lo anterior, ¿cuál sería el flujo de renta fija corporativa para 2010 en Colombia? Hemos

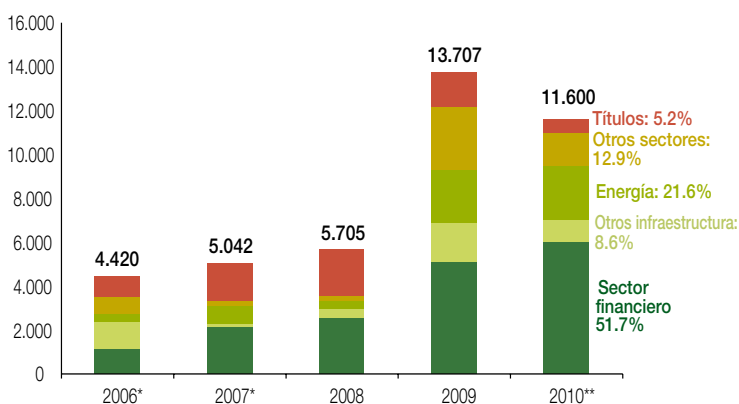
Cuadro 16. Madurez de los bonos destinados a inversión en Chile (años)

	Total	Infraestructura	Industria	Ventas al detal	Otros
2000	15.9	18.8	12.0	10.1	-
2001	14.6	12.9	16.9	13.1	21.0
2002	14.7	15.8	12.9	7.0	-
2003	20.1	20.1	14.8	21.0	-
2004	21.2	23.7	-	11.2	-
2005	18.9	23.7	12.1	-	18.5
2006	17.8	20.7	19.5	15.4	22.5
2007	14.3	15.1	-	14.5	-
2008	11.8	10.3	11.3	16.0	14.4
2009	13.5	12.6	14.3	17.8	11.4

Fuente: cálculos Anif con base en SVS.

estimado que la emisión de bonos corporativos podría superar los \$11 billones durante 2010, cifra algo inferior a la de 2009, pero que aun así representaría un 2.3% del PIB (ver gráfico 24). Así, al finalizar 2010, el stock de bonos privados en circulación ascendería a unos \$11.6 billones. Buena parte de esa oferta podría venir del propio Ecopetrol, esperándose \$1.5 billones en este año (sobre anuncios de \$5 billones en los próximos dos años). El sector financiero participaría con un 51.7% del total y el resto de sectores con un 35.3%.

Gráfico 24. Renta fija corporativa en Colombia (\$ miles de millones)



* No incluye emisiones de entidades territoriales. ** proyectado
Fuente: cálculos Anif con base en BVC.

VI. Conclusiones

El mercado de valores ha venido experimentando una importante recuperación durante 2009-2010, después de la Gran Recesión global (2007-2008). Sin embargo, la coyuntura actual luce desafiante, particularmente para la renta variable y para la renta fija pública, dado el contagio de riesgo fiscal que han generado los grandes paquetes de salvataje (tanto financiero como de sector productivo) en el mundo desarrollado.

El mercado de valores de deuda privada se convirtió en una opción importante en la etapa postcrisis en Estados Unidos y, en el caso de Colombia, este repunte ocurrió durante 2006-2009 gracias a encontrarse, en su lugar, avances importantes en materia regulatoria y el potencial de demanda por parte de los inversionistas institucionales (principalmente las AFPs).

Las principales conclusiones de este estudio se pueden resumir así:

1. En este “despertar” de la emisión de bonos del sector privado ha jugado un papel clave, por el lado de la oferta, los avances en materia de regulación de portafolios y su acompasamiento con la internacionalización de estos mercados. Sin lugar a dudas, la Ley 964 de 2005 ha generado una mayor seguridad jurídica y un mejor marco regulatorio.
2. Lo anterior produjo un hito en materia de alternativas de financiamiento, donde la emisión de deuda privada alcanzó niveles

de casi \$14 billones en 2009 (equivalentes a un 2.8% del PIB). Dicha cifra duplicó los valores observados en cada uno de los dos años anteriores y, con seguridad, marcará un nuevo derrotero de cara al período 2010-2014.

3. En 2009, cerca del 57.8% de las emisiones de bonos corporativos han sido realizadas por firmas del sector real y el restante 42.2% por entidades del sector financiero. De aquéllas realizadas por el sector real, encontramos que casi un 50% de esos recursos se habían destinado a realizar proyectos de inversión y el otro 50% se habían destinado a sustituir pasivos (principalmente bancarios), logrando reducir sus tasas de interés y ampliando el horizonte de su financiamiento.
4. Las cifras consolidadas por Deceval y la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) nos señalan que el acervo de bonos empresariales llegó a representar el 6% del PIB al finalizar 2009, cifra récord en el país. Este financiamiento viene entonces a complementar el 27.5% del PIB que representa el crédito bancario, de tal manera que, al finalizar el año, el total del crédito bancario sumado al acervo de bonos emitidos por el sector privado totalizó el equivalente al 33.5% del PIB. Cabe destacar, que al incluir solo el stock de bonos del sector real el total de crédito + bonos llegó al 31% del PIB.

5. Comparando con lo que se observa en Chile, notamos que Colombia se está moviendo en la dirección correcta, pero sus niveles de financiamiento todavía dejan mucho que desear relativo al tamaño de nuestra economía. Por ejemplo, mientras el crédito bancario en Chile totalizó cerca del 70% del PIB y el stock de bonos privados llegó a 16% del PIB en 2009 (para un total de 86%), en Colombia esta cifra consolidada de financiamiento tan sólo alcanzó el 33.5% del PIB.
6. Ahora bien, si Colombia sigue una trayectoria similar a la observada durante la última década en Chile, cabría esperar que,

después de esta primera fase de financiamiento de proyectos de infraestructura, seguiría una fase de expansión hacia muchos otros sectores, especialmente industria y ventas al detal. Con ello vendrían beneficios de tasa de interés (en función del ciclo económico) y de plazos, complementando así el desarrollo del mercado de capitales con el del mercado crediticio. La demanda de portafolios diferentes a la deuda pública por parte de las AFPs constituyen una buena garantía de liquidez hacia el futuro, especialmente con el advenimiento de los portafolios generacionales aprobados por la reciente reforma financiera en Colombia (Ley 1328 de 2009).

Bibliografía

- Anif (2007) "La regulación financiera en Colombia: el paso de Basilea I a II". *Informe semanal* No. 868, febrero.
- Anif (2010a) "Emisión de bonos y profundización del mercado de capitales". *Comentario económico del día* 28 de enero.
- Anif (2010b) "Mercados financieros y renta variable". *Comentario económico del día* 10 de febrero.
- Bolton, P. y X. Freixas (2000), "Equity, Bonds and Bank Debt: Capital Structure and Financial Market Equilibrium under Asymmetric Information", in *The Journal of Political Economy*, Vol. 108 No. 2, April, pp. 324-351.
- Calomiris, C. y B. Wilson (1998), "Bank Capital and Portfolio Management: The 1930's Capital Crunch and Scramble to Shed Risk" Working Paper No. 6649. NBER, July.
- Clavijo, S. y C. Salamanca (2006) "Fusiones y adquisiciones bancarias en Colombia" En *Carta Financiera*, No. 134, junio-agosto, pp. 7-19.
- Clavijo, S. y A. Vera (2007) "El desarrollo del mercado de capitales en Colombia" En *Carta Financiera*, No. 136, noviembre-febrero, pp. 7-13.
- Cifuentes, R., J. Desormeaux y C. González (2002), "Capital markets in Chile: from financial repression to financial deepening", BIS Papers No. 11, June.
- Córdoba, J. P., R. Junguito, S. Montenegro y F. Renjifo (2009) "Perspectivas del mercado de capitales: ¿qué queda por hacer?" En *Carta Financiera*, No. 148, octubre-diciembre, pp. 25-28.
- Deceval-Anif (2009a) "Financiamiento de infraestructura y mercados de Capitales". *Enfoque*. Abril
- Deceval-Anif (2009b) "Multifondos: lecciones desde Chile y Perú". En *Enfoque*. Septiembre
- Deceval-Anif (2009c) "Desafíos del esquema de multifondos en Colombia". En *Enfoque*. Noviembre
- Faulkender, M. y M. Petersen (2003), "Does the Source of Capital Affect Capital Structure?" Working Paper No. 9930, NBER, August.
- Stiglitz, J. y A. Weiss (1981), "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information", in *American Economic Review*, Vol.71, issue: 3, pp.393-410.
- US Commercial Service (2005), "Capital Market Reforms in Chile", in www.buyusa.gov/chile/en/capital_market_reforms.pdf

Anexos

Conferencia: Bolsa de Valores de Colombia
Juan Pablo Córdoba
Presidente



Bolsa de Valores de Colombia

- **Misión y Estrategia**
 - Resultados del Mercado
 - Que Falta?
 - La BVC: Indicadores Financieros

Misión de la BVC: Promover el desarrollo del Mercado de Capitales



ESTRATEGIA:

- ❖ Mas Inversionistas
- ❖ Mas Emisores
- ❖ Mas Productos
- ❖ Desarrollar el negocio de nuestros Aliados

ESTRATEGIA BVC

INVERSIONISTAS



- **Persona Natural:** Masificación, educación, Puntos BVC, mercadeo, Bolsa Millonaria.
- **Institucionales:** Diversificación y generación de nuevos negocios
- **Extranjeros:** Regulación mas flexible, mayores posibilidades de inversión

EMISORES



- **Colombia Capital:** Emisores por primera vez, impulso a fondos de capital privado, difusión, divulgación y gobierno corporativo.
- **Emisores Extranjeros:** Pacific Rubiales primer emisor extranjero; 2 nuevos para el 2010; Integración Perú, Chile y Colombia en 2 fases.
- **Emisores de Bonos:** desarrollo de las emisiones de deuda privada

ESTRATEGIA BVC



PRODUCTOS

- **Renta Variable:** Acciones y Repos
- **Renta Fija:** TES, Bonos, Titularizaciones, Papeles Comerciales
- **Derivados:** Futuro de TES y Futuro de TRM
- **Divisas:** Dólar Spot y Next day, a través de nuestra Filial SET FX .
- **Operaciones Especiales:** Subastas, OPAS, Martillos
- **Publicaciones y suscripciones**
- **Información - Infoval**
- **Terminales**



NUEVOS PRODUCTOS

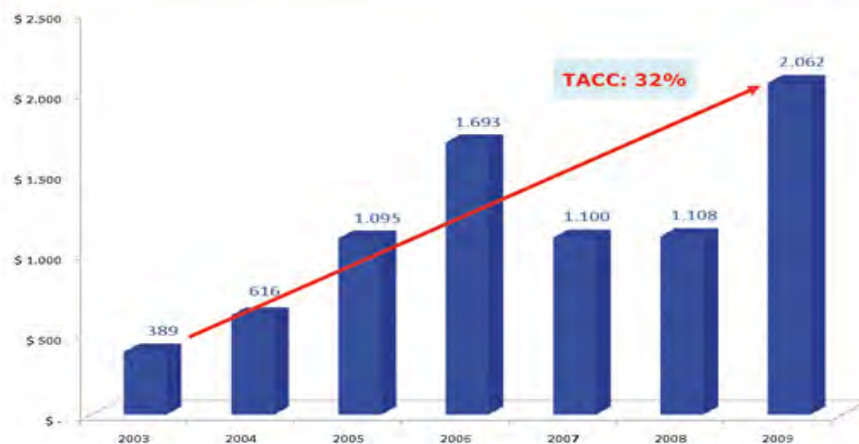
- **Derivados:** Futuros de Ecopetrol y Bancolombia.
- **TTV's:** para acciones
- **ETF:** sobre el COLCAP
- **Mercado Global Colombiano:** compra y venta de valores extranjeros que cotizan en otros mercados.
- **SAE:** Optimización de procesos internos STP para los Intermediarios.
- **Agora:** Back Office
- **Integración:** Nuevos emisores de Perú, Chile y Colombia.
- **Derivex:** Futuro de electricidad

Bolsa de Valores de Colombia

- Misión y Estrategia
- **Resultados del Mercado**
- Que Falta?
- La BVC: Indicadores Financieros

Mercado de Renta Fija

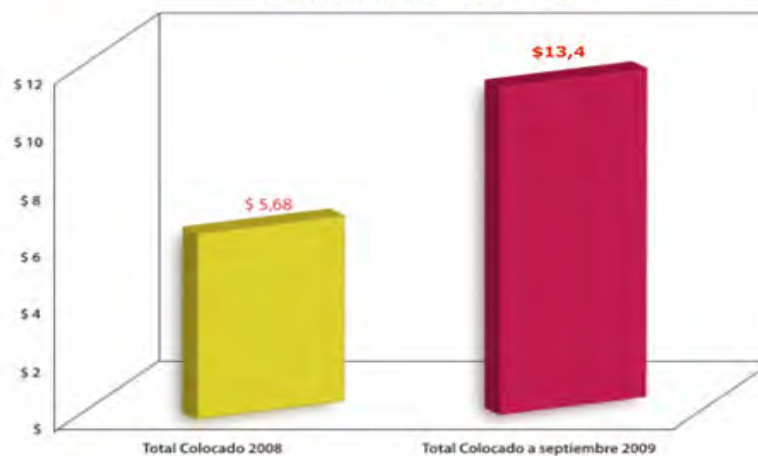
La tasa de crecimiento interanual desde 2003 a 2009 es de 32%. El volumen total transado en la BVC en el 2009 es de \$2.062 Billones, alcanzando un incremento del 86% respecto al 2008.



Mercado de Renta Fija Deuda Privada

El total de emisiones en el 2009 superan a las del 2008 en 138%, \$7,8 billones de pesos.

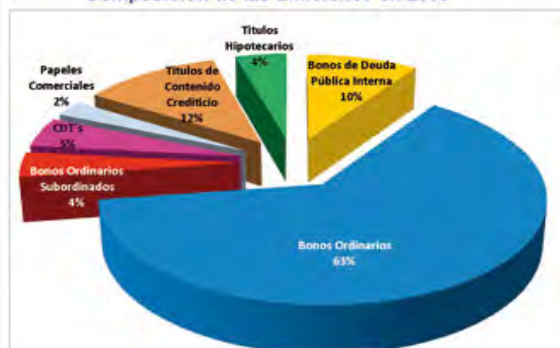
Total Emisiones 2008 vs. 2009



Mercado de Renta Fija Deuda Privada

Los bonos corporativos representan el 63% de las 52 emisiones del 2009.

Composición de las Emisiones en 2009



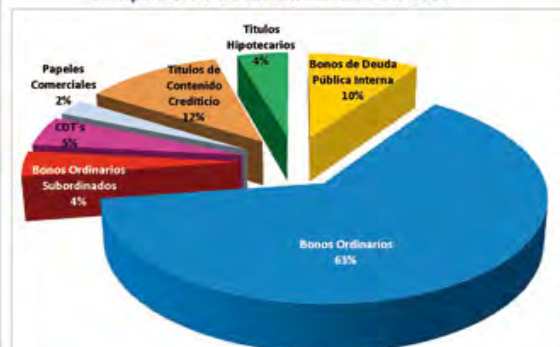
Emisores de Renta Fija en 2009:

- Alpina
- Avianca
- Banco Santander Colombia
- Bancoldex
- Bancolombia
- BBVA Colombia
- BCIE
- Cementos Argos
- Citibank
- Codensa
- Colpatría
- Corporación Andina de Fomento -CAF-
- Davivienda
- ECOPETROL
- EMGESA
- Empresas Públicas de Medellín EE.PP.M
- FALABELLA
- Financiera de Desarrollo Territorial
- Gases de Occidente
- Grupo de Inversiones Suramericana
- Grupo Aval
- Grupo Financiero de Infraestructura
- Helm Bank
- Interconexión Eléctrica ISA
- Inversiones La 14
- Isagen
- Leasing de Crédito
- Promigas
- Proyectos de Infraestructura S.A.
- Titularizadora Colombiana
- Transmilenio

Mercado de Renta Fija Deuda Privada

Los bonos corporativos representan el 63% de las 52 emisiones del 2009.

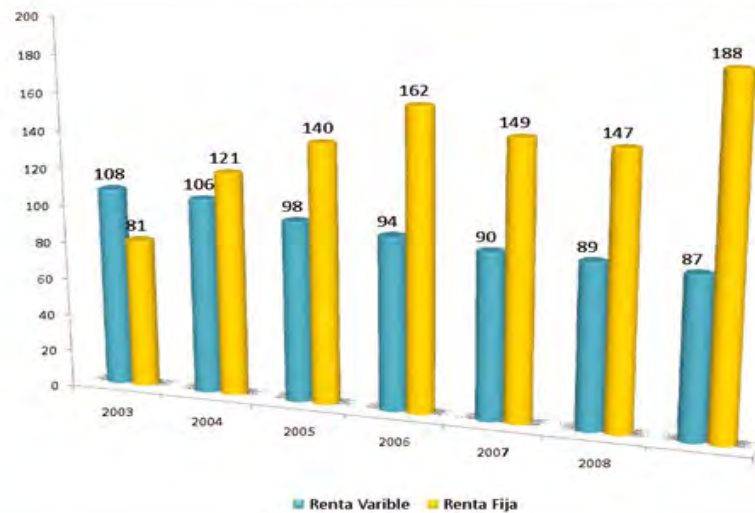
Composición de las Emisiones en 2009



Emisores de Renta Fija en 2009:

- Alpina
- Avianca
- Banco Santander Colombia
- Bancoldex
- Bancolombia
- BBVA Colombia
- BCIE
- Cementos Argos
- Citibank
- Codensa
- Colpatría
- Corporación Andina de Fomento -CAF-
- Davivienda
- ECOPETROL
- EMGESA
- Empresas Públicas de Medellín EE.PP.M
- FALABELLA
- Financiera de Desarrollo Territorial
- Gases de Occidente
- Grupo de Inversiones Suramericana
- Grupo Aval
- Grupo Financiero de Infraestructura
- Helm Bank
- Interconexión Eléctrica ISA
- Inversiones La 14
- Isagen
- Leasing de Crédito
- Promigas
- Proyectos de Infraestructura S.A.
- Titularizadora Colombiana
- Transmilenio

Evolución de los Emisores en la BVC



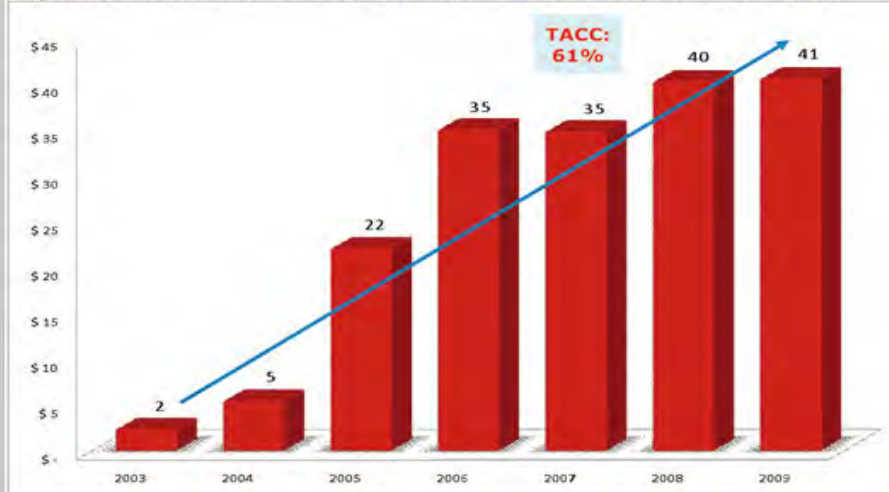
Capitalización Bursátil

La TACC de la capitalización bursátil entre 2003 y 2009 es de 39%. La capitalización bursátil en el 2009 fue de \$287 billones con incremento respecto a 2008 del 47%.



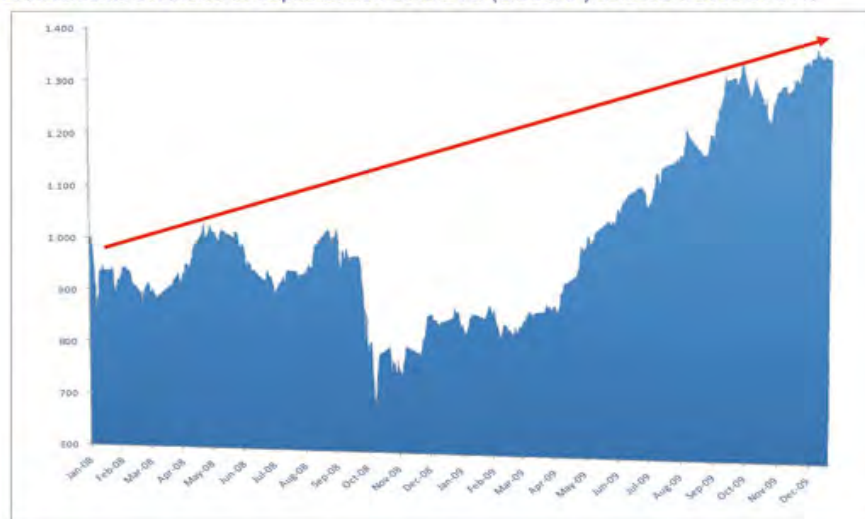
Mercado de Renta Variable

La TACC del mercado de Renta Variable entre 2003 y 2009 es de 61%. El volumen total negociado fue de \$41 billones mostrando un incremento del 1% respecto al año anterior.



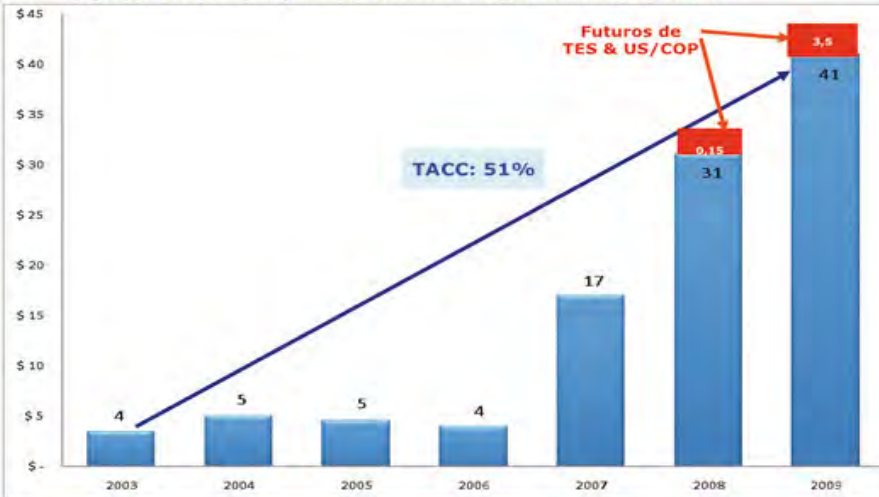
Índice COLCAP 2008 - 2009

El incremento del índice de capitalización de la BVC (COLCAP) de 2008 a 2009 es 61%



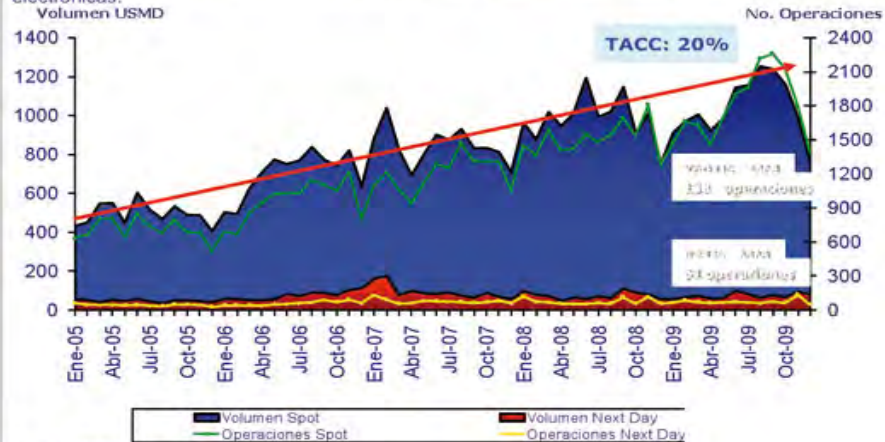
OPCF y Derivados

La TACC de las OPCF's de 2003 a 2009 es 51%. El volumen negociado en el 2009 fue de \$41 billones representando un incremento del 40% respecto a 2008. En los derivados se negociaron \$3.5 billones y con un incremento respecto del 2008 de 2.296%



Mercado de Divisas

El mercado de divisas negoció en el 2009 US\$247 billones, presentando un incremento del 6% respecto al total negociado en 2008 (USD\$234 billones). El 85% de la transacciones son electrónicas.



Volume in USD Millions, Transactions: daily average

Information Fuente: SET FX, Daily Average Volume including transactional trades and OTC orders captured in Set-FX

Bolsa de Valores de Colombia

- Misión y Estrategia
- Resultados del Mercado
- **Que Falta?**
- La BVC: Indicadores Financieros

Qué Falta?



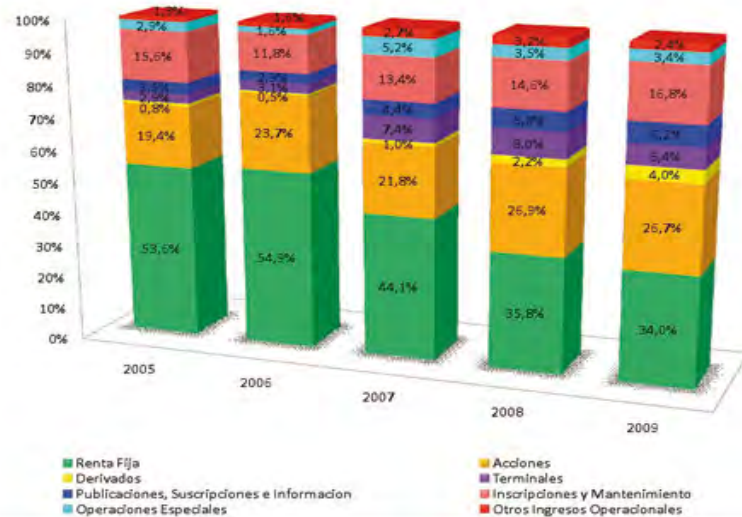
Bolsa de Valores de Colombia

- Misión y Estrategia
- Resultados del Mercado
- Que Falta?
- **La BVC: Indicadores Financieros**

Bolsa de Valores de Colombia Balance (Millones COP)



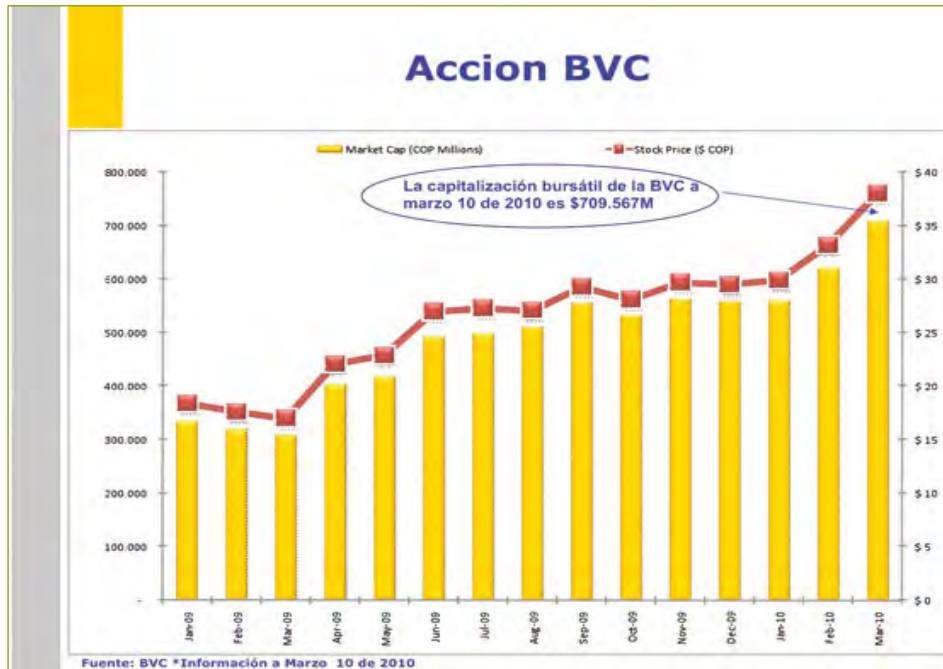
Diversificación de Ingresos BVC



Accion BVC



Fuente: BVC *Información a Marzo 10 de 2010



Conferencia: Correval

Juan Manuel Garcés

Director de Banca de Inversión



Prácticas y procesos en el mercado de capitales de Colombia

CORREVAL S.A.

Área de Banca de Inversión

Este documento y/o sus anexos contienen información privilegiada o confidencial y están dirigidos exclusivamente a la persona o entidad destinataria. Si usted no es el destinatario del mismo, la revisión, retransmisión, copia, reproducción, distribución o cualquier otro uso de esta información, está estrictamente prohibida. Si ha recibido este documento por error, por favor contactarnos.



Confidencial – Bogotá, D.C., 2010

Introducción

Objetivos del manejo de deuda

- La consecución de recursos de deuda para una compañía no es solo una necesidad, es una decisión estratégica que se adopta como un paso previo a la salida al mercado de valores para obtener recursos de capital.
- Adicionalmente, la consecución de deuda le brinda a la compañía las siguientes ventajas:

Capacidad de expansión	Exposición	Minimización de riesgos	Creación de valor
<ul style="list-style-type: none">• Los flujos de caja operativos de la compañía son limitados y no permiten a algunas compañías realizar el nivel de inversiones requeridas.• Al apalancar estas inversiones, las compañías pueden acceder a proyectos de mayor envergadura.	<ul style="list-style-type: none">• La exposición y el buen nombre de una compañía no solo es importante para sus clientes y el mercado en el que se desarrolla. Una compañía debe contar con buenas relaciones con el sector financiero con el fin de acceder a los diferentes productos de crédito que éste ofrece.	<ul style="list-style-type: none">• Cuando una compañía únicamente depende de sus accionistas para financiar sus necesidades de recursos, corre el riesgo que un momento de falta de recursos de los mismos se encuentre en una situación de iliquidez.• El mercado de capitales y financiero le permite a la empresa minimizar este riesgo de iliquidez al diversificar las fuentes de financiación.	<ul style="list-style-type: none">• Como consecuencia del escudo tributario que crea la deuda. El endeudamiento de una compañía reduce el costo promedio de sus fuentes de financiación.• Esto le permite a la empresa crear valor hacia sus accionistas y maximizar los flujos de caja dirigidos hacia ellos.

Introducción

Creación de valor

• A medida que se incorpora deuda dentro de la estructura de capital de la Compañía, la tasa WACC disminuye incrementando el valor de ésta.



¹ Existen restricciones o factores que determinan el nivel de endeudamiento real de las compañías como capacidad de generación de caja, capacidad de absorción del mercado, entre otras.

3

Liquidez y profundidad

Emisiones Correval 2009

• El año pasado los siguientes emisores entraron al mercado de capitales de la mano con Correval en búsqueda de los beneficios que el mercado ofrece:



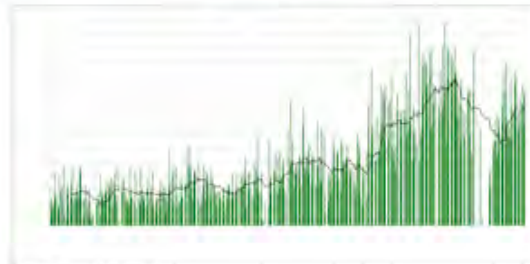
• Los anteriores emisores aprovecharon del mercado profundo y líquido que hay en Colombia, caracterizado como uno de los más robustos de la región.

4

Liquidez y profundidad

Negociación de deuda corporativa

Volumen de deuda corporativa negociado - Montos en miles de millones



Fuente: MEC y cálculos Correal

- No solo las colocaciones vieron un fuerte dinamismo durante el 2009, las negociaciones de títulos existentes fue bastante activa también. El monto negociado en el mercado de deuda corporativa alcanzó máximos diarios cercanos a 800 mil millones y a finales de diciembre bajó a un mínimo de 34 mil millones.
- A lo largo del 2009 se dio una tendencia de aumento en el volumen negociado. En junio de 2008 el volumen de deuda corporativa negociada oscilaba al rededor de 130 mil millones, en junio de 2009 el volumen se encontraba al rededor de 220 mil millones.
- Luego de la reducción en los volúmenes negociados en diciembre, los valores se acercan de nuevo a los \$450 mil millones.

5

Liquidez y profundidad

Más transados en febrero de 2010

Volumen medio (millones de pesos)



Fuente: MEC y cálculos Correal

- En términos de volumen medio, los bonos de Bancolombia diciembre del 10 fueron los más transados durante febrero de 2010, seguidos de los de Bancoldex del 2 de diciembre del 11.

Volumen total (millones de pesos)



Fuente: MEC y cálculos Correal

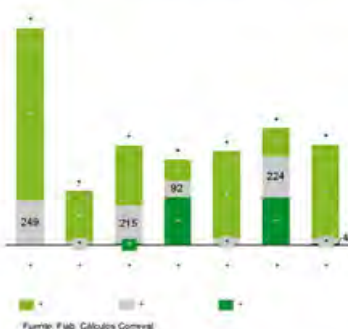
- En cuanto a volumen total, los bonos de Bancoldex del 2 de diciembre del 11 fueron los más transados durante febrero de 2010, seguidos de los de Leasing Bancolombia de septiembre del 11.

6

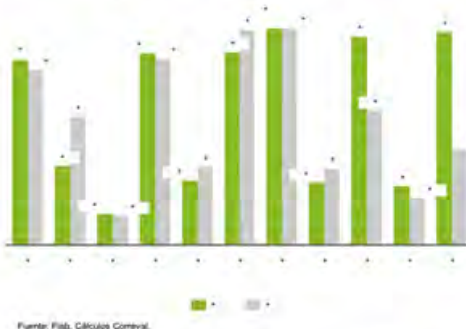
Liquidez y profundidad

Mercado en Latinoamérica

Cantidad de emisores de renta fija registrados a enero de 2010



Concentración del mercado internacional- Montos operados en los 10 valores de Renta Fija más negociados (sector público+sector privado) / total



- Colombia es uno de los países latinoamericanos con uno de los mayores números de emisores de renta fija registrados.
- En las bolsas latinoamericanas se observa una tendencia en las transacciones de renta fija hacia la concentración de los montos operados en un número no muy alto de títulos.

7

Liquidez y profundidad

Reto

- El principal desafío al que se enfrenta el mercado de capitales colombiano es lograr vincular a un número mayor de emisores para lograr establecer dicho medio como el principal canal de financiamiento para las empresas del país.
- Para lograr llevar a cabo el uso del potencial que ofrece el mercado de capitales en Colombia es necesario llevar a cabo las siguientes actividades:



8

Calificación

Calificación del emisor.

- La calificadoradora considera el análisis cuantitativo y cualitativo para evaluar el riesgo financiero de los negocios de los emisores. Se pretende que la evaluación sea comparable en los diferentes países y sectores industriales.
- El análisis cubre por lo menos 5 años de historia, así como las proyecciones de su desempeño.
- Una parte fundamental del análisis de todos los negocios del emisor, analizando sus fortalezas y su riesgo financiero.
- Además se realizan diferentes escenarios de estrés, donde se evalúa la respuesta del emisor a cambios en las variables. Por lo tanto un factor de calificación importante es la flexibilidad financiera, de manera que la habilidad del emisor de generar flujo de caja libre de sus actividades operativas.
- El gobierno corporativo se ha convertido en uno de los elementos a considerar más importantes al evaluar a un emisor.
- Los indicadores financieros más importantes que se evalúan, tanto históricamente como hacia el futuro son:

$$\text{Margen EBITDA} = \frac{\text{EBITDA}}{\text{Ingresos Operacionales}}$$

$$\text{Endeudamiento}_{\text{EBITDA}} = \frac{\text{Deuda Total}}{\text{EBITDA}}$$

$$\text{Cobertura}_{\text{EBITDA}} = \frac{\text{EBITDA}}{\text{Intereses}}$$

9

Calificación

Gobierno corporativo - Stakeholders

- Se entiende por gobierno corporativo como la responsabilidad adquirida por una empresa para tomar decisiones que consideren su efecto sobre los *stakeholders* de la misma. Los principales *stakeholder* de una compañía son los siguientes:



Un buen gobierno corporativo:

- Es una ventaja comparativa para las compañías.
- Ayuda a manejar las relaciones empresariales.
- Genera relaciones transparentes con los accionistas.
- Permite un flujo transparente de la información.
- Genera imagen positiva de la compañía.
- Genera competitividad y confianza pública.
- Hace sostenibles los buenos resultados.

10

Calificación

Gobierno corporativo - 7 núcleos temáticos del gobierno corporativo

- 1 Derecho y trato equitativo de los accionistas.
- 2 Funciones y responsabilidades de la junta directiva.
- 3 Transparencia y fluidez.
- 4 Grupos de interés (stakeholders).
- 5 Responsabilidades del ejecutivo principal.
- 6 Manejo de conflictos de interés.
- 7 Administración y resolución de controversias.

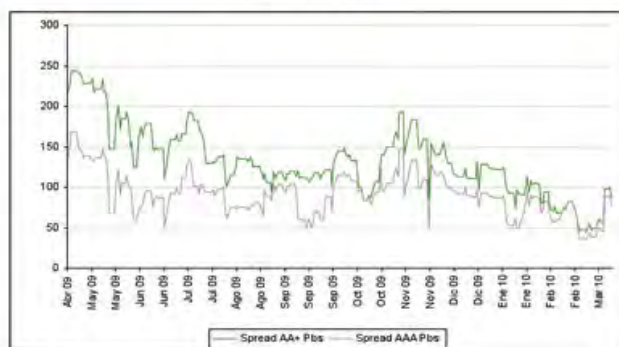
El manejo eficiente de los 7 núcleos temáticos de gobierno corporativo permite generar herramientas que permiten a las compañías de manera transparente y eficaz cumplir sus objetivos.

11

Calificación

Spreads del mercado colombiano

Spread AAA y AA+



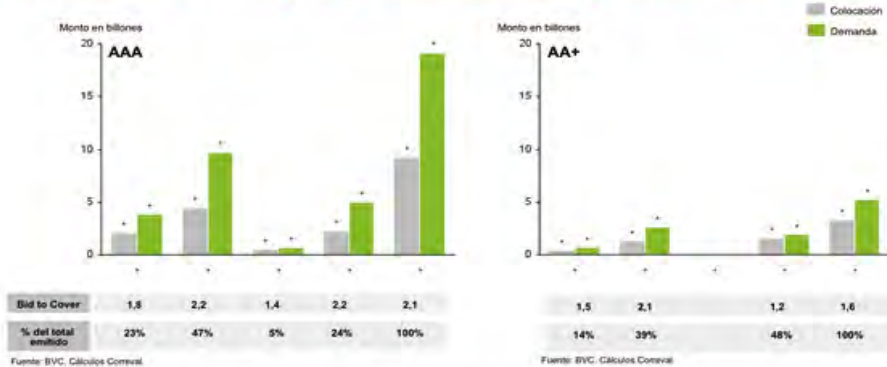
Fuente: BVC, Cálculos Corvel.

• Se construyó con papeles representativos tasa fija de vencimiento cercanos al 2014 y se comparó con el TES de Noviembre 2013.

12

Calificación

Distribución de la demanda y oferta de la emisión de bonos según calificación en el 2009.

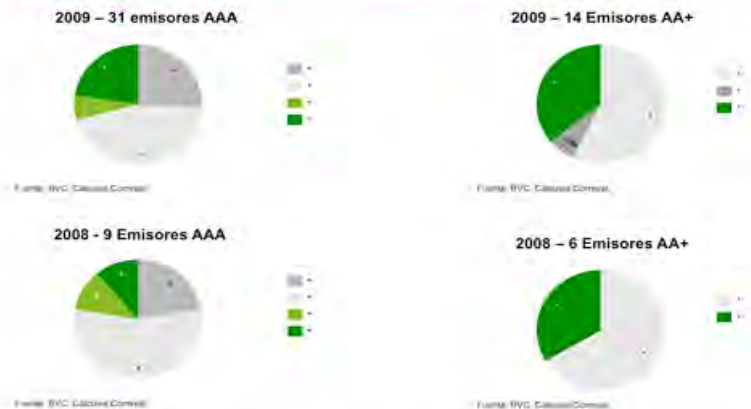


- Los bonos AAA continúan representando la mayor parte de las colocaciones del mercado colombiano. En este grupo, el sector financiero y el real fueron los que presentaron una mayor demanda frente a los montos colocados. Las colocaciones fueron más alta para el sector financiero, en la medida en que estos en su gran mayoría son emisores AAA.
- El mercado por deuda AA+ ha visto un crecimiento significativo en los últimos dos años. El número de emisores pasó de 6 en el 2008 a 13 en el 2009. El sector que presentó la mayor demanda por monto colocado fue el financiero.
- Tanto en las colocaciones calificadas como AA+ y AAA se observó un crecimiento tanto en los montos colocados, como en los demandados durante el 2009.

13

Calificación

Numero de emisores según calificación y sector en el 2009



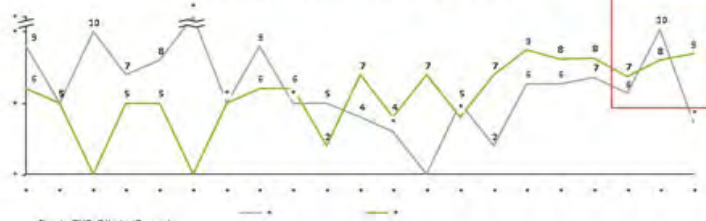
- El crecimiento en el 2009 del número de emisores con calificación AAA y AA+ respecto al 2008 es un reflejo del dinamismo del mercado de capitales el año pasado. En el 2009 aumentó el número de emisores AAA de 9 a 31 y en el de AA+ de 6 a 14. Gran parte del crecimiento en el número de emisores es explicado por el aumento en la participación del sector real.

14

Calificación

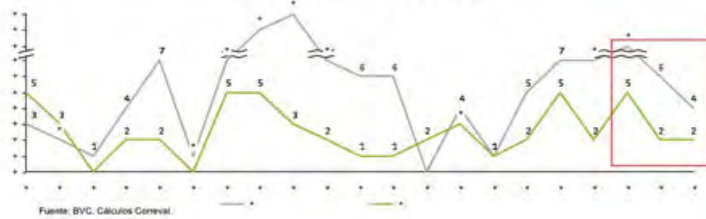
Comportamiento de las emisiones de los últimos años

Plazo promedio emisiones (AAA Y AA+)



Aumento en los plazos.

Numero de emisores (AAA Y AA+)



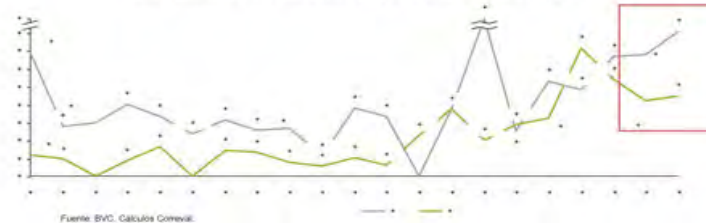
El número de emisores para el primer semestre de 2010 se reduce, una vez se han emitido las emisiones pendientes para marzo.

15

Calificación

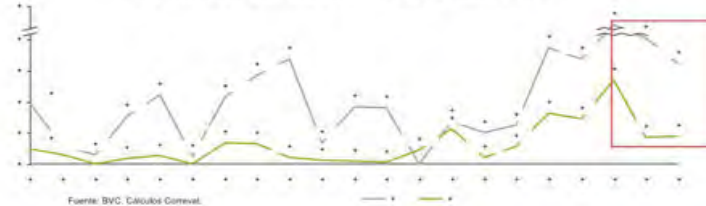
Comportamiento de las emisiones de los últimos años

Monto promedio de emisiones (AAA Y AA+) – Millones COP



Aumento del monto promedio.

Monto total de emisiones (AAA Y AA+) – Millones COP



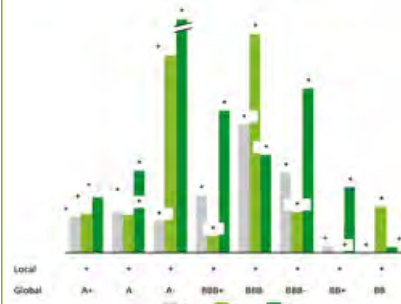
Disminución del total (totalidad).

16

Calificación

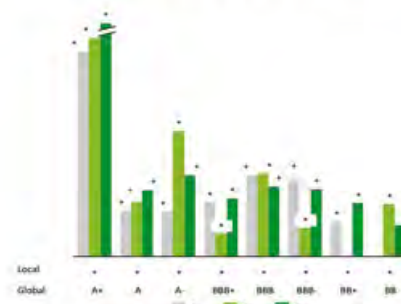
Mercado Chile

Monto total de las emisiones según calificación
Millones de dólares



Fuente: Superintendencia de valores y seguros de Chile. Cálculos Corvel.

Monto promedio de las emisiones según calificación
Millones de dólares



Fuente: Superintendencia de valores y seguros de Chile. Cálculos Corvel.

- Entre los principales emisores de la bolsa de comercio de Santiago se encuentran Cencosud, Parque Arauco, Falabella, Ripley y Telefónica Chile S.A.
- Es importante mencionar que en el mercado de capitales chileno los títulos con calificaciones inferiores a AA+ también tienen cabida en el mercado.
- La calificación de Chile es AA doméstica y A+ extranjera según Standard & Poor's.

17

Calificación

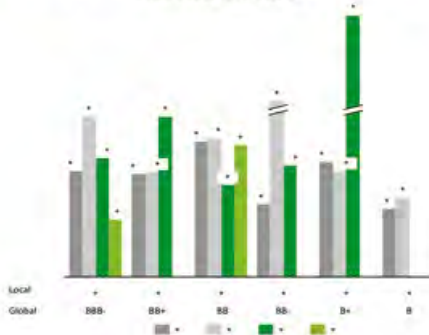
Mercado Perú

Monto total de las emisiones según calificación
Millones de Dólares



Fuente: Bolsa de Valores de Perú. Cálculos Corvel.

Monto promedio de las emisiones según calificación
Millones de Dólares



Fuente: Bolsa de Valores de Perú. Cálculos Corvel.

- Algunos de los principales emisores de Perú son el Banco de Crédito del Perú, el Grupo Gloria S.A., el Scotiabank de Perú, Telefónica del Perú y Cementos Lima.
- Al igual que en el mercado de capitales chileno, en Perú los títulos con calificaciones inferiores a AA+ también son activamente transados en el mercado.
- La calificación de Perú otorgada por Standard & Poor's es de BBB-.

18

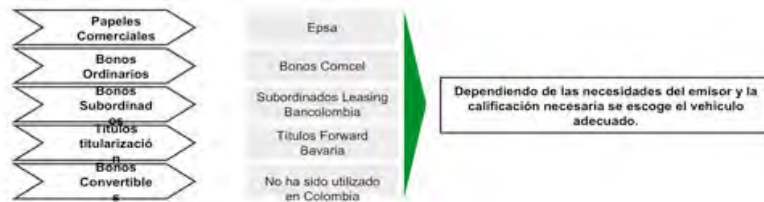
Estructuración

Estructuración del tipo de títulos.

• Con mayor frecuencia las empresas del sector real, financiero, público y multilateral, acceden al mercado de capitales para financiar sus inversiones, capital de trabajo o refinanciar sus obligaciones financieras. Entre las ventajas de financiarse por medio del mercado de capitales se encuentra:

- Acceso a los inversionistas institucionales con mayores recursos del mercado
- Apoyo en la aprobación de las emisiones por parte de los supervisores y demás organismos de mercado
- Tasas de colocación competitivas frente a las de créditos del sector financiero
- Financiaciones con plazos mayores a las otorgadas por los intermediarios de crédito
- Posibilidad de acceder a estructuras adecuadas a los negocios

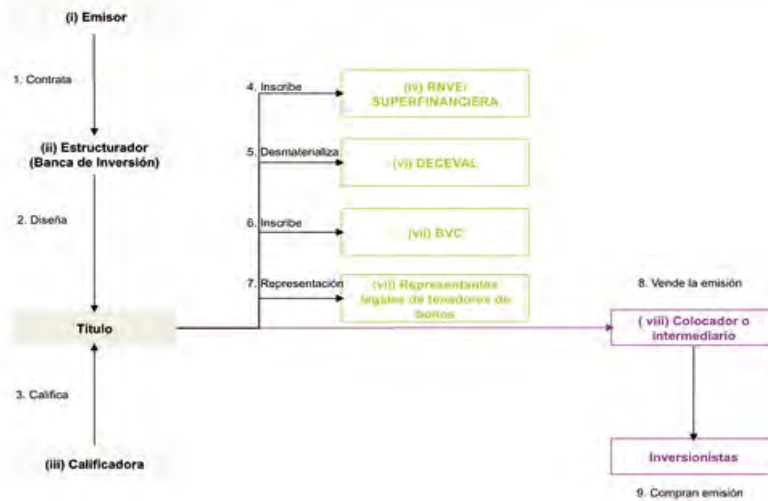
• Los principales componentes del mercado de capitales de deuda y algunas colocaciones son:



19

Estructuración

Estructura



20

Adjudicación y colocación

Mecanismos de adjudicación y colocación

- Una vez surtido el proceso se debe llevar a cabo el proceso de colocación y adjudicación.

COLOCADORES O INTERMEDIARIOS DEL MERCADO DE VALORES

• **Definición:** Constituye intermediación en el mercado de valores la realización de operaciones que tengan por finalidad o efecto el acercamiento de demandantes y oferentes para la adquisición o enajenación de valores inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios.

• **Sociedades Comisionistas De Bolsa:** Es un profesional especializado en proporcionar asesoría financiera. Dadas las condiciones de honorabilidad e idoneidad que involucra su labor, este debe ofrecer múltiples alternativas de negociación, respaldadas por su conocimiento.

Mecanismos de colocación

- **Directa:** El emisor coloca directamente los títulos en el mercado
- **Underwriting:** Esta colocación se hace por medio de un agente colocador o comisionista.
 - Underwriting en Firme
 - Underwriting Garantizado
 - Underwriting al Mejor Esfuerzo

Mecanismos de adjudicación

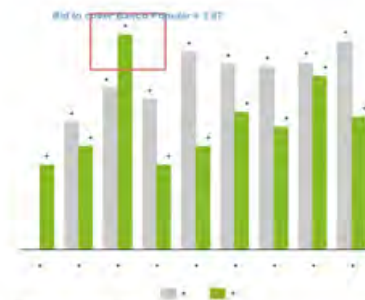
- **Demanda en firme:** Por precio o por tasa de acuerdo con el orden de llegada.
- **Subasta holandesa:** Por precio o por tasa organizadas de menor a mayor o viceversa, respectivamente, hasta un punto de corte.
- **Construcción de libro:** Se abre un libro de ofertas por un periodo determinado de tiempo y los inversionistas van anotando sus demandas en el mismo.

21

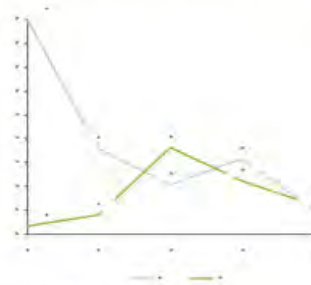
Adjudicación y colocación

Análisis de colocaciones recientes

Evolución bid to cover



Spread tasa máxima y tasa de corte



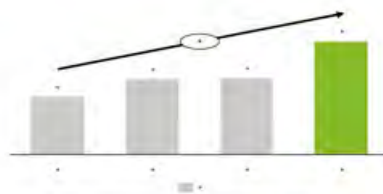
- En los últimos años se ha visto una tendencia al alza en la demanda de los inversionistas por los títulos AA+, mientras por los AAA se han mantenido relativamente estables.
- El spread entre la tasa máxima y la tasa de corte de los bonos AAA y AA+ ha convergido a valores cercanos al 0.3% en el último año.

22

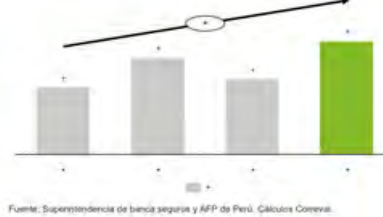
Adjudicación y colocación

Fondos de pensiones y cesantías – Cifras en millones de dólares

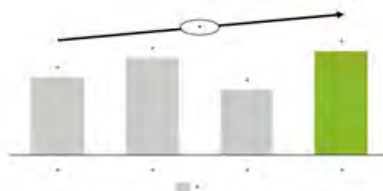
Tamaño fondos de pensiones Colombia



Tamaño fondos de pensiones privados Perú



Tamaño fondos de pensiones Chile



- Los inversionistas institucionales por su naturaleza son uno de los principales inversionistas en el mercado de capitales.

23

Relaciones con el inversionista

Comunicación efectiva – herramientas II



24

Contactos

Álvaro Hernán Mejía Fichman
Pbx: 57 (1) 3394400 Ext: 232
E-mail: almejia@correval.com

Juan Manuel Garcés Álvarez
Pbx: 57 (1) 3394400 Ext: 476
E-mail: jgarcas@correval.com

Lynda Camacho Castillo
Pbx: 57 (1) 3394400 Ext: 287
E-mail: lcamacho@correval.com

Pablo Ortega Velasco
Pbx: 57 (1) 3394400 Ext: 530
E-mail: portega@correval.com



Ariadna López de Mesa Mesa
Pbx: 57 (1) 3394400 Ext: 208
E-mail: alopez@correval.com

Juan Antonio Jaramillo Espinosa
Pbx: 57 (1) 3394400 Ext: 213
E-mail: jajaramillo@correval.com

Juan Carlos Cuarán Gómez
Pbx: 57 (1) 3394400 Ext: 164
E-mail: jcuaran@correval.com

Juan Pablo Mejía Caicedo
Pbx: 57 (1) 3394400 Ext: 221
E-mail: jpmejia@correval.com

Juan Camilo Rodríguez González
Pbx: 57 (1) 3394400 Ext: 217
E-mail: jcrodriguez@correval.com

CORREAL S.A.

Correal S.A. Sociedad Comisionista de Bolsa
Miembro de la Bolsa de Valores de Colombia
Calle 34 No. 6-65, Bogotá, D.C., Colombia / Pbx: +57 (1) 3394400 /
3394848 / Fax: +57 (1) 2876972 / 2857374 / Web: www.correal.com

25

COREVAL

Bogotá

Calle 34 No.6-65
Teléfonos: (57-1) 339 4400
339 4848
Fax (57-1) 338 4476

Cali

Calle 22 Norte No.6AN-24 Ofc. 202
Edificio Santa Monica Central
Teléfonos: (57-2) 685 6300
Fax (57-2) 682 9090

Medellín

Carrera 43A No.1 Sur-100, Piso 12
Teléfonos: (57-4) 310 6300
Fax (57-4) 3106300 Ext. 121