

Desarrollo del mercado de bonos corporativos en Colombia

María Isabel García Trujillo¹

Trabajo presentado como requisito para optar al título de Magíster en
Administración Financiera (MAF)

Asesor temático y metodológico: Armando Lenin Támara Ayús, MF

Universidad EAFIT
Escuela de Economía y Finanzas
Maestría en Administración Financiera (MAF)
Medellín
2018

¹ mariagar@bancolombia.com.co

Contenido

1. Introducción	5
2. Marco teórico	5
2.1. El endeudamiento empresarial	5
2.2. Los dividendos.....	6
2.2.1. Políticas de dividendos de la empresa	7
2.3. Emisión o liberación de acciones.....	9
2.4. Los inversionistas ángel	10
2.5. Emisión de nuevas acciones	11
2.6. Emisión de bonos de deuda	11
2.7. Estado del arte	13
3. Metodología	15
4. La emisión de bonos de deuda en Colombia	15
5. Conclusiones	19
Referencias	21
Anexos	24

Lista de gráficos

Gráfico 1. Monto adjudicado por emisión de bonos en Colombia 2006-2017.....	16
Gráfico 2. Emisiones bonos de deuda pública y privada 2009-2017	16
Gráfico 3. Promedio de plazo en años de los bonos corporativos 2006-2017	19

Lista de cuadros

Cuadro 1. Monto adjudicado en emisiones de bonos.....	18
---	----

Resumen

En Colombia, el mercado de deuda como fuente de financiación es reducido y limitado, el desarrollo de este ha estado determinado por los cambios regulatorios y su evolución está relacionada con factores del ciclo de política monetaria y el contexto internacional.

El mercado corporativo presenta un rezago en factores como la liquidez frente al mercado de deuda pública y, de este modo, las condiciones de liquidez y las características propias del mercado colombiano generan interrogantes sobre los factores que determinan su evolución y así empieza a tener relevancia la política monetaria, el riesgo crediticio, entre otros.

Este trabajo tiene como objeto la identificación de diferentes instrumentos de deuda corporativa que le permiten a la empresa obtener recursos para inversión, empezando con una revisión de las diferentes fuentes de financiación a nivel empresarial, para con posterioridad, centrarse en la emisión de bonos mediante un enfoque descriptivo de tipo cuantitativo, basado en el registro de la oferta pública de renta fija, publicado por la Bolsa de Valores de Colombia en su página web para el periodo 2006 – 2017.

Palabras claves: Emisión de bonos, Endeudamiento empresarial, Tasa de interés, Crédito bancario, Política monetaria, Apalancamiento, Liquidez.

Abstract

In Colombia, the debt market as a source of financing is limited, its development has been determined by regulatory changes and its evolution is related to factors of the monetary policy cycle and the international context.

The corporate market presents a lag in factors such as liquidity against the public debt market, thus, the liquidity conditions and the characteristics of the Colombian market generate questions about the factors that determine its evolution and monetary policy begins to be relevant, credit risk, among others.

The purpose of this work is to identify different corporate debt instruments that allow the company to obtain investment resources, starting with a review of the different sources of financing at the company level, and then focusing on the issuance of bonds through a descriptive approach of a quantitative type based on the registration of the fixed-income public offering published by the Colombian Stock Exchange on its Web page for the period 2006 - 2017.

Key words: Bond issue, Corporate debt, Interest rate, Bank credit, Monetary policy, Leverage, Liquidity.

1. Introducción

Diversos estudios han demostrado que en países emergentes el desarrollo del mercado de capitales se ha enfocado en la deuda pública, la cual ha conseguido canalizar recursos provenientes de la inversión extranjera, absorber parte del ahorro interno y convertirse en un importante generador de recursos para las empresas; esto ha traído como consecuencia un desarrollo menos acelerado del mercado de deuda corporativa.

El presente trabajo tiene como objeto la identificación de diferentes instrumentos de deuda corporativa que le permiten a la empresa obtener recursos para inversión; se pretende analizar diferentes componentes del mercado de deuda corporativa, con el fin de entender su funcionamiento, determinantes y características generales para centrarse finalmente en la emisión de bonos, los cuales son un buen instrumento porque tienen un flujo predecible de dinero y se conoce el valor de este al final, la gente invierte en ellos para preservar el capital e incrementarlo o recibir ingresos por intereses, sin embargo, actualmente pocas empresas e inversionistas participan de este mercado y, por tanto, no se evidencian beneficios en términos de otras fuentes de financiamiento, ni de mecanismos para incrementar la rentabilidad y la diversificación del riesgo de los portafolios.

2. Marco teórico

2.1. El endeudamiento empresarial

Córdoba (2007) plantea que el endeudamiento representa una posibilidad para las empresas que requieren financiar sus inversiones, y esta se convierte en una verdad de acuña, si se piensa que las necesidades de financiación se cubren con retención de utilidades, situación no muy popular entre los accionistas, hasta el suceso de que estos decidan vender sus acciones, afectando el precio de mercado de estas, exponiéndolas a adquisiciones hostiles, con el riesgo que sobre el control de la empresa esto implica.

Según el Ministerio de Economía, Industria y Competitividad (2017), el financiamiento debe estar enmarcado en lo que se ha conocido como el “principio de conformidad financiera”, el cual postula que las fuentes y aplicaciones de fondos deben tener una relación lógica, así las necesidades de corto plazo se han de financiar con recursos de corto plazo y las necesidades de fondos de largo plazo se han de financiar con recursos de largo plazo, la estructura de cualquier empresa incorpora deuda, pero como lo expresan Benavides y Berggrun (2012), no existe un nivel óptimo de apalancamiento para las empresas, este nivel depende de la política de crecimiento de la empresa.

Una de las decisiones que más afectan las empresas por acciones son aquellas que anuncian públicamente las necesidades de financiación de inversiones, de ampliación de las empresas o sus operaciones, puesto que los accionistas pueden interpretar esto como una futura retención de utilidades, para no recurrir a créditos externos y utilizar los recursos autogenerados, afectando con ello el pago de dividendos, una de las rentabilidades de la propiedad accionaria.

2.2. Los dividendos

La política de dividendos está enmarcada dentro de las decisiones de los propietarios mayoristas de las acciones de la empresa corporativa, situación que les permite el control de ella; Gutiérrez y Sáez (2014) consideran que en las sociedades cotizadas, que son las que nos ocupan, los accionistas no tienen derecho a forzar la distribución de dividendos. Se trata de una decisión discrecional de los *insiders* de la sociedad que controlan la empresa, puesto que son quienes tienen el poder de decidir si distribuyen las ganancias repartibles como dividendos entre los socios o las reinvierten a fin de generar ingresos futuros, pero la decisión no está ausente de parámetros de acción, puesto que si los accionistas que detentan el control de la empresa, ante la confianza que les confiere la bondad futura de la retención de utilidades/dividendos deciden hacerla, deben contar con la respuesta de los accionistas minoritarios, en teoría dispersos, con derechos no muy específicos y

casi sujetos a acciones penales para exigir su cumplimiento; por lo menos en Colombia, el legislador privilegia el sistema de las mayorías como vehículo de toma de decisiones en cualquier sociedad mercantil.

Los accionistas minoritarios pueden responder vendiendo su participación en la empresa, máxime si en el momento de tener la noticia de que no habrá dividendos en este año, el precio les proporciona una utilidad, haciendo esto hasta que se lleva a la baja la cotización en bolsa de las acciones de la empresa, reduciendo las posibilidades de financiación mediante mecanismos de crédito bancario o de otro tipo, no bursátil, o por lo menos reduciendo la riqueza de los accionistas mayoritarios, aunque en la mayoría de los casos esto poco importa. El riesgo más apremiante de esta acción está en la posibilidad de una adquisición hostil, como ya se mencionó.

Por otra parte, para los accionistas mayoritarios, a pesar de estar representados en la administración de la empresa, sus necesidades de financiación pueden entrar en conflicto con las decisiones de financiación de la empresa, situación que podría generar una crisis de gobernabilidad. Por ello, la política de dividendos es de vital importancia para lograr un equilibrio entre las decisiones de retener dividendos o repartirlos entre los accionistas de la empresa.

2.2.1 Políticas de dividendos de la empresa

La empresa tiene diferentes alternativas para la administración de las utilidades, generadas en el periodo contable que termina. Una de ellas es el pago en efectivo, aunque en el caso de Colombia, esta situación no es favorecida fiscalmente; en la década de 1970 se había eliminado en Colombia lo que en ese momento se denominó la doble tributación de las acciones, pero como lo afirman Espitia, Ferrari, Hernández G., Hernández I., González, Reyes, Villabona y Zafra (2017), esta se ha vuelto a institucionalizar mediante la Ley 1819 de 2016, que grava los dividendos superiores a 600 UVT.

Para Philippon (2015), las empresas pueden optar por otros mecanismos como el *pay-out*, bajo el cual se paga un porcentaje de las utilidades después de impuestos, y reservas legales, constante en el tiempo, esto es, que como política la empresa paga, por ejemplo, el 80% de las utilidades todos los años. Otro mecanismo es el de pagar un valor fijo por acción, ya las utilidades sean suficientes o no, puesto que en épocas en que las utilidades sean superiores a lo prometido entregar a los accionistas, se podrá hacer una reserva para compensar los años en que estas sean insuficientes.

Otro mecanismo mencionado por Philippon (2015), es el de que cada año la administración reparte el excedente de las utilidades después de que se ha descontado este, se considera necesario para financiar operaciones de inversión, ampliación e investigación futuras.

El pago de dividendos en general, es una de las formas de rentabilidad de la inversión de los accionistas, cuyo interés de inversión es lógicamente el flujo periódico de efectivo, siendo el más perfecto el dividendo, puesto que se obtiene sin renunciar a la acción, como sería al momento de liquidar la participación en la empresa. Gutiérrez y Sáez (2014) plantean que los dividendos son una pieza central de las finanzas empresariales, si tenemos presente que los accionistas reciben el resultado de su inversión en la sociedad en forma de dividendos.

Es importante anotar, como lo hacen Gutiérrez y Sáez (2014), que la liquidación de la inversión en la empresa de un socio con control de esta, es más difícil que para un socio que no se encuentre en esta situación, así el residuo sobre su inversión provendrá exclusivamente del dividendo, a menos que el control sobre la empresa le genere rendimientos, que en principio podría considerarse ilegales, como el de aprovechar información privilegiada, o cuando comprometan a su favor o vinculados el deber de lealtad, que para Pérez (2016), no es otra cosa que el deber de buena fe, que obliga a actuar en interés de la entidad, en caso de conflicto de intereses, y a subordinar los propios intereses, excepto cuando existe una autorización.

Otro aspecto por considerar es que la empresa, debido a situaciones concretas, como la política de financiación de venta de sus productos, esto es, planes de crédito a los clientes, puede llevar a situaciones de iliquidez al momento de pagar los dividendos a los accionistas.

Situaciones en que la dicotomía financiera rentabilidad vs liquidez, que se presenta, puede llevar a los detentores del control de la empresa, a implementar acciones diferentes al pago de dividendos de manera directa o por lo menos un *pay-out*, que mantenga la confianza de los accionistas dispersos minoritarios y no genere una venta no controlada de las acciones y genere un deterioro del valor en bolsa de la acción, posibilitando la adquisición de ellas por personas no deseadas por la administración.

2.3. Emisión o liberación de acciones

Otra de las posibilidades es la liberación de acciones como pago de dividendos, de tal manera que el accionista pueda vender estas y así compensar sus necesidades de flujo de caja; dicho de otra manera, se pagan los dividendos con acciones de la misma empresa, ya sea como compensación total o como compensación parcial del monto de dividendo a pagar por acción, y así la sociedad deja como fondo de maniobra parte de las utilidades generadas por la empresa, para así financiar sus necesidades de inversión.

El socio minoritario, así como tiene derechos tiene deberes ante la sociedad a la cual decidió adherirse al adquirir acciones, en particular, según la Corte Constitucional (2005), la ley le confiere una serie de derechos especiales destinados, entre otros, a garantizar su participación de las utilidades y a protegerse de decisiones arbitrarias de socios mayoritarios; así mismo, el accionista minoritario tiene los deberes que le impone el hecho de haber decidido participar del contrato societal, uno de los cuales es aceptar las decisiones de carácter general, que por mayoría imponga la asamblea general para beneficiar a la sociedad, en los términos y dentro de las competencias que le asigna la ley y los estatutos de la sociedad.

Para Gutiérrez y Sáez (2014), un análisis cuidadoso de las normas legales sobre la materia, muestra que estas reglas están diseñadas para proteger a los titulares de deuda, pero más allá de estos límites, dejan el poder de elegir los dividendos en manos de los *insiders*. En consecuencia, los *insiders* pueden retener libremente el *free cash flow* en la empresa y usarlo para extraer beneficios privados a expensas de los accionistas externos; si la sociedad quiere evitar conflictos con los entes de vigilancia y control y generar inconformidades de los accionistas que estén por fuera del control de la administración de la empresa, evitará utilizar los dividendos para financiar sus operaciones futuras.

2.4. Los inversionistas ángel

Otras opciones de financiación son las de carácter externa, entre las que se tienen los llamados inversionistas ángeles, que son inversionistas privados que buscan apoyar proyectos jóvenes, que presentan dificultades de conseguir financiación tradicional, especialmente créditos bancarios, por falta de garantías o por el riesgo que de por sí traen consigo los proyectos nuevos, incluso por el desconocimiento estatal, puesto que las empresas en etapa temprana de desarrollo son las que más efecto tienen sobre el empleo y el crecimiento. Para Arboleda, Palacio, Álvarez y Ruiz (2009), el potencial del crecimiento lo asemejan con proyectos innovadores, frecuentemente tecnológicos, basados en una ventaja competitiva y que, por tanto, permiten diferenciarse de los mercados establecidos. Mckaskill (2009), por su parte, considera que “Business Angel investors, often simply referred to as ‘Angels’ are high net-worth, non-institutional, private equity investors who have the desire and sufficiently high net worth to enable them to invest part of their assets in highrisk, high-return entrepreneurial ventures in return for a share of voting, income and ultimately, capital gain” (p. 9).²

² Los inversores Business Angel, a menudo denominados 'Angels' son inversores de capital neto, no institucionales y de capital privado, que tienen el deseo y un patrimonio neto suficientemente alto como para permitirles invertir parte de sus activos en empresas de alto riesgo y alto rendimiento a cambio de votos, ingresos y, en última instancia, la ganancia de capital.

2.5. Emisión de nuevas acciones

La emisión de nuevas acciones es otra de las alternativas que tiene la empresa de adquirir recursos nuevos, para financiar sus inversiones y demás necesidades de liquidez de largo plazo. Se aclara que con la emisión de acciones, se trata de solucionar necesidades de liquidez de largo plazo, debido a que las necesidades de corto plazo tienen otros mecanismos, como créditos bancarios, créditos extra bancarios, préstamos de accionistas pertenecientes a los *insiders*, etc.

La emisión de nuevas acciones tiene consecuencias sobre los accionistas de la empresa: en primera instancia, las acciones ya emitidas y colocadas en el mercado pierden parte de su valor nominal, puesto que para que su adquisición sea atractiva su precio nominal es inferior al que prevalece en el mercado, debido a que los accionistas actuales con esta medida ven expuesta su riqueza, representada en acciones y, por otra, el valor nominal de estas se ve comprometido.

Con respecto a estas, se han diseñado mecanismos que buscan paliar en parte estos efectos perversos de la emisión de nuevas acciones, y que se compense la probable pérdida de valor nominal de la acción, como lo dice Philippon (2015), un derecho de suscripción preferente (DPS), que les permite mantener su participación proporcional en el control de la sociedad y en los beneficios que esta genera.

2.6. Emisión de bonos de deuda

La emisión de títulos valores en el mercado de capitales, aparece como una opción que tienen las empresas para financiar sus necesidades de liquidez de largo plazo, que en Colombia ha tenido un desarrollo lento, aunque a partir de 2008 tuvo su despegue.

El mercado de deuda privada en Colombia tuvo su mayor desarrollo en un periodo caracterizado por un entorno externo poco favorable para los activos considerados como de mayor riesgo. Para Valderrama, González y Miguélez (2015), la quiebra de Lehman Brothers el 15 de septiembre de 2008, desembocó en la mayor crisis

financiera y económica a nivel global, desde la gran depresión de los años 30, con una fuerte contracción en el producto de los países desarrollados, una desaceleración en la tasa de crecimiento económico en las economías emergentes, un incremento en la volatilidad de los activos financieros, una reducción de la liquidez en los mercados de capitales y una fuerte desvalorización de los activos de mayor riesgo.

Estas emisiones están reguladas en la actualidad por el Decreto 2555 de 2010, en el cual se resumen en cinco aspectos, como considera Galindo, Caballero y Castro (2017), el pago de intereses, las convenciones utilizadas para el pago de estos intereses, el factor de cálculo y liquidación de intereses, el valor nominal de los títulos y la revelación de la información, que en opinión de la Unidad de Proyección Normativa y Estudios de Regulación Financiera, URF, adscrita al Ministerio de Hacienda, deben flexibilizarse las reglas actuales.

En este mismo sentido, se pronuncia la Bolsa de Valores de Colombia, BVC, la cual plantea que este mercado no ha evolucionado y que como reflexionan Valderrama, González y Miguélez (2015), a pesar de que los volúmenes de emisión primaria se han mantenido en niveles elevados, el mercado de deuda privada aún se encuentra en una fase inicial de desarrollo. Elementos como la cantidad, recurrencia y perfil de riesgo de los emisores que están en el mercado, las características de los títulos que se emiten y el saldo de los títulos disponibles frente al tamaño de la economía, no han evolucionado de igual forma que los volúmenes colocados.

El mismo Valderrama, González y Miguélez (2015), afirman que este mercado ha estado dominado por las emisiones del sector financiero, lo que da luces respecto a la calidad de los intereses, y su diferencia con la tasa de interés de los créditos bancarios, esto respecto al sector real de la economía. En efecto, si este tipo de liquidez es útil para el sector financiero, es porque la tasa a que capta dineros del mercado de capitales es más baja que la tasa de sus captaciones tradicionales, como cuentas de ahorro, depósitos a término, contractuales, etc., y qué decir del

sector real, el cual recurre a los préstamos del sector financiero, el cual recurre al mercado de capitales para apalancar los créditos que le ofrece.

Como mencionan Valderrama, González y Miguélez (2015), es pues la captación de recursos del público, llámese inversionistas profesionales o no, una de las alternativas con la que cuentan las sociedades en Colombia para financiar sus operaciones de largo plazo, pero infortunadamente este mercado no ha logrado un desarrollo acorde a las necesidades del país.

2.7. Estado del arte

A continuación, se describen los principales estudios que sobre los bonos de deuda privada en Colombia se han hecho:

Uno de los primeros estudios llevados a cabo en Colombia es el de Hernando y Varela (2008), donde se analiza la evolución y el impacto de los flujos de capital entre los años 2002 al 2007, adicionalmente, caracterizan la naturaleza y composición de los flujos de caja, para así aportar la discusión de las repercusiones que los flujos de capital tienen en el sistema financiero. Finalizan presentando algunas implicaciones de los flujos de capital para la conducción de políticas monetarias y cambiarias.

Parra (2010) por su parte, realizó un estudio en el que hace una estimación de los factores en los cuales está compuesto el margen corporativo, entendido como la diferencia entre la tasa spot de deuda pública y la tasa spot de deuda corporativa con calificación AAA y AA. Siguiendo la propuesta metodológica de Elton (2001), establece el margen corporativo como la suma de tres factores: factor por riesgo de emisor, factor por costos de emisión y factor por riesgo sistémico. La muestra analizada contiene los datos diarios de negociación observados en el Mercado Electrónico Colombiano (MEC) desde enero de 2005 hasta noviembre de 2009. Las probabilidades de incumplimiento son estimadas a partir de las matrices de transición calculadas por las dos principales calificadoras de valores del mercado colombiano.

Roure, San José y Segurado (2013) realizaron un estudio en el que ofrecen una visión general de las redes de inversionistas privados en funcionamiento en América Latina y el Caribe, este presenta los aspectos cuantitativos más representativos de las redes en términos de la tipología de sus inversionistas, las operaciones de inversión cerradas y la estructura de gestión de la redes, entre otras categorías; así como otras dimensiones que reflejan el funcionamiento de las redes y las fortalezas y debilidades a las que se enfrentan, tanto propias como de su entorno, de la tipología de sus inversionistas, las operaciones de inversión cerradas y la estructura de gestión de la redes, entre otras categorías; así como otras dimensiones que reflejan el funcionamiento de las redes y las fortalezas y debilidades a las que se enfrentan, tanto propias como de su entorno.

Rodríguez, Robayo y Rojas (2014) realizan una caracterización del mercado de deuda corporativa colombiano, entendido como el mercado de bonos. En primer lugar, realizan una comparación del tamaño de este mercado frente a otros países de la región y frente al mercado de deuda pública local, encontrando un rezago importante en los dos frentes. Posteriormente, analizan tanto la oferta como la demanda, en los mercados primario y secundario de este tipo de instrumentos y presentan su evolución, la cual ha estado estrechamente relacionada con los cambios en el marco legal de este mercado.

Valderrama, González y Miguélez (2015) analizan la evolución de la oferta, la demanda y la estructura del mercado secundario de deuda privada, explicando los factores que en cada caso han contribuido al bajo nivel de desarrollo de este mercado.

Galindo, Caballero y Castro (2017) realizaron un documento con las justificaciones técnicas sobre la necesidad regulatoria identificada, para complementar las opciones bajo las cuales se estructuran los títulos de deuda que se ofrecen en el mercado de valores en Colombia, con el propósito de disminuir las restricciones a las que actualmente se enfrentan los emisores y los inversionistas en el mercado

de deuda privada y viabilizar la financiación adecuada de algunos de los proyectos que motivan el uso de este tipo de instrumentos.

3. Metodología

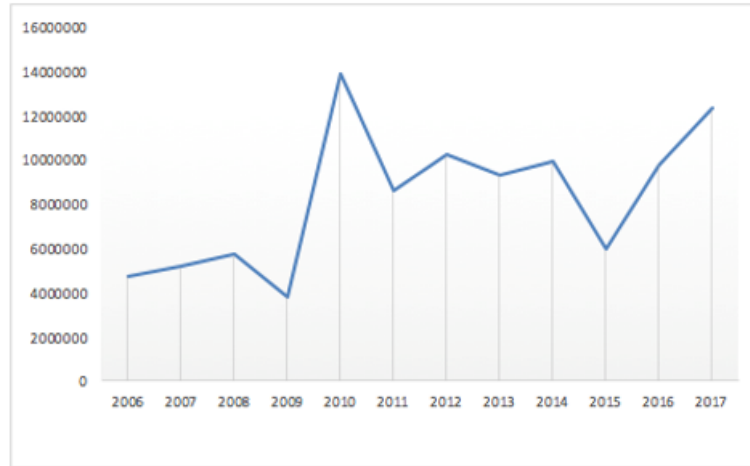
Este trabajo parte de un análisis descriptivo de tipo cuantitativo, basado en el registro de la oferta pública de renta fija, publicado por la Bolsa de Valores de Colombia, BVC, en su página web para el periodo 2006 - 2017.

4. La emisión de bonos de deuda en Colombia

La emisión de deuda pública en Colombia ha presentado en los años que se tienen registro, desde 2006, un comportamiento bastante errático, presentando un pico importante en el año 2009, (Ver gráfico 1) que, de acuerdo a Valderrama, González y Miguélez (2015), se debe a la crisis financiera internacional conocida como la crisis del sub prime.

El mercado de deuda privada en Colombia tuvo su mayor desarrollo en un periodo caracterizado por un entorno externo poco favorable para los activos considerados como de mayor riesgo. La quiebra de Lehman Brothers el 15 de septiembre de 2008, desembocó en la mayor crisis financiera y económica a nivel global desde la gran depresión de los años 30.

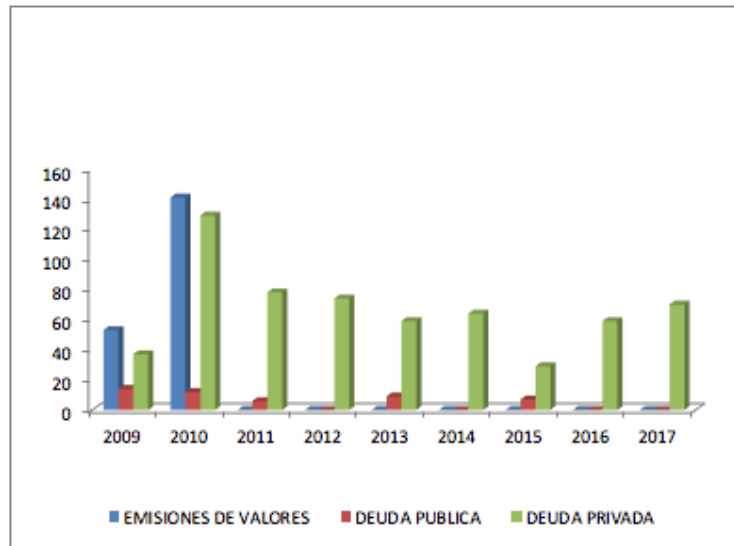
Gráfico 1. Monto adjudicado por emisión de bonos en Colombia 2006-2017



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia, BVC, 2018.

Aunque aquí se hace referencia a la deuda privada, es extensible a toda operación que buscó financiación en el mercado interno, además de que las operaciones de deuda por oferta pública están dominadas por las ofertas privadas, como se puede observar en el gráfico 2.

Gráfico 2. Emisiones bonos de deuda pública y privada 2009-2017



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia, BVC, 2018.

Aquí es importante resaltar que, al comparar el monto de las colocaciones de deuda en el mercado, con el número de entidades emisoras, se puede deducir que a pesar de que en el 2009 se colocaron bonos record, para el 2010 este monto se redujo en un porcentaje importante, pero el número de emisiones fue record y podría decirse que dadas las limitaciones internacionales para adquirir recursos, aunque los montos fueren modestos, fueron más las entidades que se animaron a asomarse al mercado local.

Aquí aparece algo, dígame paradójico, si seguimos con Valderrama, González y Miguélez, (2015): “El difícil contexto global tuvo amplias repercusiones en el escenario colombiano. La economía se desaceleró fuertemente en 2009” (p. 8). Sin embargo, la colocación de bonos de deuda se ha mantenido como el más alto de su historia, esto podría interpretarse como que los inversionistas verían con desconfianza el sector financiero, más no tanto otros sectores, situación que no parece ser corroborada por las estadísticas, puesto que las emisiones estuvieron casi a la par entre el sector financiero y no financiero. Cabe anotar que a pesar de que el 2009 fue record en el monto de colocaciones, no lo fue en número de oferentes. Es de anotar que en el 2009 la mayor colocación de bonos estuvo a cargo del Grupo Aval, seguido de la Nacional de Chocolates. Por último, vale la pena destacar que, al establecer una correlación entre los valores colocados y el PIB en dólares, se encuentra un coeficiente igual al 63%, pero al rezagarlo un periodo, esta mejora al 68%.

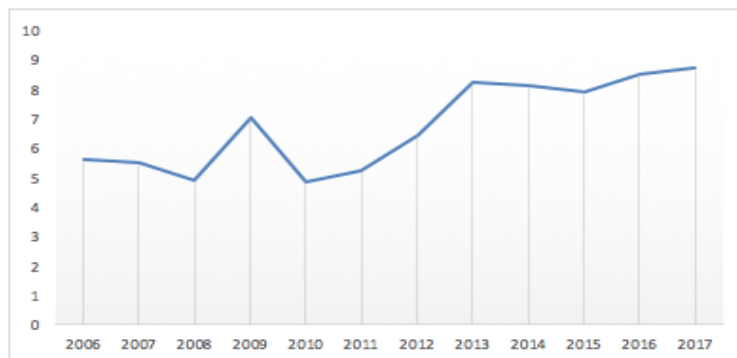
Cuadro 1. Monto adjudicado en emisiones de bonos

	ADJUDICADO EMISIÓN DE BONOS	PIB USD
		161.364
2006	\$ 4.711.047	205.754
2007	\$ 5.143.040	242.027
2008	\$ 5.684.313	232.565
2009	\$ 3.760.230	286.039
2010	\$ 13.795.737	334.476
2011	\$ 8.540.788	370.344
2012	\$ 10.174.280	381.844
2013	\$ 9.263.444	381.241
2014	\$ 9.860.511	293.492
2015	\$ 5.914.847	282.751
2016	\$ 9.734.538	314.464
2017	\$ 12.243.233	Correlación 68%

Fuente: Bolsa de Valores de Colombia, BVC, Banco de la República, 2018.

En cuanto a los plazos, se puede observar en el gráfico 3, que este ha venido aumentando con los años, lo que muestra cierta madurez de este mercado, puesto que ya no se ven plazos de días, situación poco práctica, dadas las condiciones que por ley deben cumplir este tipo de captaciones del mercado de capitales, situación que no era extraña en los primeros años de este mercado.

Gráfico 3. Promedio de plazo en años de los bonos corporativos 2006-2017



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia, BVC, 2018.

En efecto, los plazos en promedio pasaron de 5 a 6 años en un principio, para establecerse en 8 años y más, y con tendencia al alza en los próximos años. Se observa cómo los plazos mostraron un descenso notable en los años 2009-2010, para iniciar un ascenso que solo mostró un descanso en el 2015.

5. Conclusiones

El endeudamiento es una posibilidad para financiar las inversiones de las empresas, con las cuales se busca aumentar la rentabilidad; existen diferentes formas de endeudamiento empresarial o acciones que le permiten a la empresa resguardar un capital para futuras inversiones: el pago de dividendos, la emisión de acciones, los inversionistas ángeles y la emisión de títulos, son algunas de ellas.

El pago de dividendos para los accionistas es una de las formas de rentabilidad de la inversión, pues se obtiene un flujo periódico de efectivo sin renunciar a la acción, sin embargo, para la empresa no es rentable repartir todas las utilidades en dividendos, por lo cual una de las estrategias puede ser que cada año se reparta el excedente de las utilidades después de que se ha descontado lo que los que detentan el control de la compañía consideran necesario para financiar sus operaciones de inversión, ampliación e investigación futura.

La emisión de acciones se convierte también en una forma de financiar las necesidades de inversión, permite a la empresa recaudar capital con la venta de las mismas para afrontar nuevas inversiones; adicionalmente, se pueden pagar los dividendos con acciones de la misma empresa y así la sociedad deja como fondo de maniobra parte de las utilidades generadas por la empresa.

Los llamados Inversionistas Ángeles, se convierten en otra buena opción para financiar la inversión, debido a que se basa en inversionistas privados que buscan apoyar proyectos jóvenes que presentan dificultades de conseguir financiación tradicional, especialmente créditos bancarios, por falta de garantías o por el riesgo que de por sí traen consigo los proyectos nuevos.

La emisión de títulos valores es también una fuente de financiación en el mercado de capitales, la cual permite a las empresas financiar sus necesidades de liquidez de largo plazo, esta última en Colombia ha tenido un desarrollo lento, posiblemente esto se debe al temor de este mercado y a situaciones como la quiebra de Lehman Brothers el 15 de septiembre de 2008, que pudo llevar a que los inversionistas vieran con desconfianza el sector financiero, en efecto, este tipo de liquidez es útil para el sector financiero, pues la tasa a que capta dineros del mercado de capitales es más baja que la tasa de sus captaciones tradicionales, como cuentas de ahorro, depósitos a término, contractuales, etc., sin embargo, en Colombia ha habido un desarrollo menos dinámico del mercado de deuda corporativa y una mayor dependencia para apalancarse financieramente, por parte de las empresas del crédito bancario.

Se podría decir que la mayoría de las empresas acuden como fuente de financiación o capitalización al sector bancario, capital propio o aportes patrimoniales, pero pocas tienen en cuenta el mercado de bonos corporativos y sus beneficios; ante el desconocimiento casi absoluto de este tipo de mercado y de sus posibilidades, las empresas están perdiendo de esta manera la oportunidad de sistemas alternos de financiación y, a la vez, de robustecerse y dinamizarse.

Referencias

- Arboleda, E., Palacio, M., Álvarez, S. M., y Ruiz, Y. N. (2009). Sí hay dinero para emprender en Colombia ¿pero existen mecanismos? *Emprendedor*, prepárate para los Ángeles Inversionistas. *El Cuaderno*, 3(5), pp. 23-38.
- Benavides y Berggrun (2012). Business financing in Colombia: The debt and equity mix [Financiación empresarial en Colombia, la mezcla de endeudamiento y patrimonio]. *Academia Revista Latinoamericana de Administracion* (49), pp.17-29.
- Córdoba, Marcial (2007). *Gestión financiera*. Segunda edición. Bogotá: ECOE Ediciones.
- Corte Constitucional (2005). Sentencia C-707/05. Bogotá, Colombia.
- Elton, E., Gruber, M., (2001) "Explaining the Rate Spread on Corporate Bonds", *The Journal of Finance*, 56(1). pp. 247-277.
- Espitia, Ferrari, Hernández G., Hernández I., González, Reyes, Villabona y Zafra (2017). On the structural tax reform that is needed in Colombia. Reflections and proposals [Sobre la reforma tributaria estructural que se requiere en Colombia: Reflexiones y propuestas]. *Revista de Economía Institucional*, 19, Issue 36, pp. 149-174.
- Gutiérrez y Sáez (2014). La política de dividendos de las empresas con accionistas de control. *Revista para el análisis del derecho*. pp. 4, 9, 21. Recuperado el 09 de julio de 2018 de <https://www.raco.cat/index.php/InDret/article/download/290024/378334>

Hernando, V., y Varela, C. (2008). Capital flows and financial assets in Colombia. *BIS papers*, pp.153-184.

Leiton Rodríguez, K., Rossa Robayo, J. S., y Rojas Moreno, S. (2014). Mercado de Deuda Corporativa en Colombia. *Borradores de Economía* (829), edición digital.

María del Pilar Galindo Vergara a, Irene Caballero Rubio b, Andrés Camilo Castro Benavides c (2017). URF. (2017). *Nuevos estándares de emisión para instrumentos de deuda en el mercado de valores en Colombia*. Bogotá: Publicaciones URF.

Mckaskill , Tom (2009). *An Introduction to Angel Investing*. Windsor, Australia: Breakthrough Publications.

Ministerio de Economía, Industria y Competitividad (2017). Real Decreto 531/2017, de 26 de mayo, por el que se desarrolla la estructura orgánica básica del Ministerio de Economía, Industria y Competitividad. Bogotá, Colombia.

Parra, K. (2010). Factores determinantes del margen entre la deuda corporativa y la deuda pública en Colombia. *Revista de Economía del Rosario*, pp. 313-345.

Pérez, I. V. (2016). The duty of loyalty in the cooperative law. A comparative study [El deber de lealtad y sus concreciones en la legislación cooperativa]. *REVESCO Revista de Estudios Cooperativos*, 120, pp. 121-148.

Philippon, Thomas (2015). Has the US Finance Industry Become Less Efficient? On the Theory and Measurement of Financial Intermediation. *American Economic Review*, 105 (4), pp.1408-38.

Roure Alomar, Juan; San José, Amparo; Segurado Llorente, Juan Luis (2013). *Las redes de inversionistas ángeles en América Latina y el Caribe*. Navarra, España: Fondo Multilateral de Inversiones (FOMIN), miembro del Grupo Banco Interamericano de Desarrollo (BID).

Valderrama, Á., González , C., y Miguélez, J. (2015). *BVC Investigaciones Económicas*. Recuperado el 01 de septiembre de 2015, de Mercado de Deuda Privada en Colombia. Evolución y Diagnóstico: http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/historicoInfBursatiles?com.tibco.ps.p agesvc.renderParams.sub76930762_11df8ad6f89_-77357f000001=rp.currentDocumentID%3D1964d642_14a9c38c7bf_3d6a0a0a600b%26rp.docURI%3Dpof%253A%252Fcom.tibco.psx.model.cp.Docume

Anexos

Anexo 1. Renta fija 2006-2018.xls

Se anexa en formato Excel las emisiones de bonos realizadas en Colombia desde el año 2006 hasta el 2017.

Anexo 2. Análisis estadísticos bonos de deuda.xls

Se anexa en formato Excel un análisis de las emisiones de bonos realizadas en Colombia desde el año 2009 hasta el 2017.