

## Mercado de deuda corporativa en Colombia

◆ Karen Juliet Leiton Rodríguez ◆  
◆ Juan Sebastián Rassa Robayo ◆  
◆ Juan Sebastián Rojas Moreno\* ◆

En este artículo se hace una caracterización del mercado de deuda corporativa colombiano, entendido como el mercado de bonos. En primer lugar, se realiza 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, se analiza tanto la oferta como la demanda, en los mercados primario y secundario de este tipo de instrumentos, y se presenta su evolución, la cual ha estado estrechamente relacionada con los cambios en el marco legal de este mercado.

Diversos estudios han mostrado que en países emergentes el desarrollo del mercado de capitales se ha centrado en el de deuda pública, teniendo como consecuencia un desarrollo menos acelerado del mercado de deuda corporativa. En Colombia el uso del mercado de deuda como fuente de financiación para las empresas es reducido y limitado a las de gran tamaño. Su desarrollo ha estado determinado por los cambios regulatorios que han buscado impulsar tanto la oferta (*i. e.*: la regulación de ciertos mercados que no estaban reglamentados antes de la Ley 964 de 2005), como la demanda (*i. e.*: la implementación del esquema multifondos). Adicionalmente, su evolución ha estado relacionada con otros factores como el ciclo de política monetaria y el contexto internacional. En los últimos años el mercado de deuda corporativa ha mostrado avances en algunas características como el monto de las emisiones y el plazo de colocación.

Al igual que en la región, el mercado de deuda corporativa local presenta un rezago importante en algunos factores como la liquidez frente al mercado de deuda pública, tanto interna como externa. De esta manera, las condiciones de liquidez,

\* Los autores son, en su orden, profesional especializado, profesional y jefe de la sección de Desarrollo de Mercados de la Subgerencia Monetaria y de Inversiones Internacionales del Banco de la República. Las opiniones y posibles errores son responsabilidad exclusiva de los autores y no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

las características propias del mercado colombiano y el acceso a este, generan interrogantes sobre los factores que determinan su evolución, con preguntas como por qué existe una relación entre los plazos de colocación y las tasas de indexación, o a qué se debe la preferencia por títulos atados a la inflación, entre otras. Estos interrogantes, desde el punto de vista de política, tienen relevancia puesto que podrían contener información referente a la credibilidad de la política monetaria, sobre riesgo de crédito y expectativas de crecimiento, entre otras.

Este artículo pretende analizar diferentes componentes del mercado de deuda corporativa (entendido como el de renta fija corporativa) con el fin de entender su funcionamiento, determinantes y características generales. La información que se pueda extraer de este mercado en desarrollo puede ser de utilidad para el análisis e instrumentación de políticas, más aún si este continúa profundizándose. En este sentido, el Gobierno ha comenzado a trabajar en una agenda para facilitar su desarrollo con proyectos encaminados a simplificar el proceso de emisión y promover su mayor liquidez.

El presente artículo consta de cuatro secciones aparte de esta introducción. La primera establece un marco teórico; la segunda realiza comparaciones internacionales con países desarrollados y con la región; la tercera sección analiza en profundidad el mercado colombiano: los antecedentes, hechos estilizados, mercado primario, demanda y mercado secundario. Finalmente, se presentan las conclusiones.

## I. Marco teórico

### 1. La relación del mercado de deuda corporativa y el desarrollo económico

De acuerdo con varios estudios, se ha encontrado evidencia empírica de que diversos factores, como la liquidez y el desarrollo del

mercado de capitales, así como el desarrollo del sistema bancario, tienen un efecto positivo sobre el crecimiento económico, por las siguientes razones:

- i) Contribuye a la estabilidad financiera, dado que en caso de existir un sector bancario vulnerable, en momentos de crisis, el mercado de capitales puede ser una fuente alternativa de financiamiento para las firmas (CFGs, 2007; Jeanneau y Tovar, 2008b) —siendo un complemento al sistema bancario tradicional y haciendo más resistente al país a choques macroeconómicos—.
- ii) Puede reducir y hacer más estable el costo de capital que enfrentan las firmas (CFGs, 2007; Gozzi *et al.*, 2012) y, de esta forma, estimular el crecimiento<sup>1</sup>.
- iii) Permite sustituir parcialmente el endeudamiento externo, lo cual reduce los riesgos cambiarios<sup>2</sup>, y en algunos casos permite aumentar los plazos del endeudamiento (Jeanneau y Tovar, 2006 y 2008b).
- iv) Posibilita obtener precios de referencia en el mercado local, lo que implica que las tasas de interés de largo plazo podrían ser determinadas mediante precios de mercado y reflejar efectivamente los costos de fondeo (Turner, 2002; Jeanneau y Tovar, 2008b).
- v) Podría reducir la concentración del riesgo de crédito en el sistema bancario (CFGs, 2007) y,
- vi) Mediante precios de mercado, se podría obtener información que pueda ser alerta temprana sobre posibles riesgos crediticios, entre otros (CFGs, 2007; Jeanneau y Tovar, 2008b).

<sup>1</sup> Caprio y Demirgüç-Kunt (1997) encuentran, por un lado, una relación entre financiación de largo plazo y productividad, y por el otro que el crédito de largo plazo es bajo en los países en desarrollo y en las firmas pequeñas.

<sup>2</sup> En todas las grandes crisis financieras de los países emergentes desde la década de los ochenta, han desempeñado un papel importante los riesgos de tasa de cambio en el balance, en parte debido a la deuda en moneda extranjera.

Dados estos beneficios, en algunos trabajos (Jeanneau y Tovar, 2006; CFGS, 2007) se exploran varias medidas necesarias para propiciar el desarrollo del mercado de capitales, entre las cuales se destacan: i) incentivar un mejor gobierno corporativo, ii) buscar una mayor transparencia en la información revelada al público, iii) impulsar el desarrollo de las plataformas tecnológicas, y iv) reducir los requisitos para la entrada de inversión extranjera, teniendo en cuenta otras consideraciones relacionadas con los flujos de capitales y la tasa de cambio.

De acuerdo con un estudio del Committee of Financial and Global Stability (2007), entre 1995 y 2005 se ha mantenido una diferencia estructural entre el desarrollo del mercado de capitales de los países desarrollados y de los países en desarrollo. Mientras que en los segundos la proporción de la deuda corporativa interna sobre la deuda interna total se ha mantenido aproximadamente entre 15% y 30%, en los países desarrollados esta proporción se ha mantenido entre el 50% y 70%. Este rezago se explica, en parte, por la falta de información transparente sobre los emisores y la necesidad de mejores prácticas de gobierno corporativo. Adicionalmente, en los países emergentes, incluyendo los latinoamericanos, la deuda corporativa no ha podido competir con el crédito intermediado.

Con respecto a América Latina, trabajos como el de Jeanneau y Tovar (2006, 2008a y 2008b) encuentran que el mercado latinoamericano de capitales se ha visto frenado históricamente por un ambiente macroeconómico inestable, debido a que antes no se contaba con una base importante de inversionistas institucionales, y a ineficiencias y restricciones derivadas de la regulación. Como se verá en la siguiente sección, el desarrollo del mercado de deuda corporativa continúa siendo pequeño, comparado con el mercado de deuda pública<sup>3</sup>.

Desde otro punto de vista, estos trabajos muestran que el desarrollo del mercado de capitales local ha permitido reducir la dependencia histórica del financiamiento externo, que tiene como consecuencia una mayor vulnerabilidad a un evento de crisis internacional al tiempo que aumenta el riesgo cambiario enfrentado por las firmas. Específicamente, Jeanneau y Tovar (2006 y 2008b) encuentran que en los últimos años el crecimiento del mercado de deuda en Latinoamérica ha hecho que se pueda obtener en la región financiamiento de largo plazo en moneda local (ruptura del *original sin*<sup>4</sup>), permitiendo reducir los riesgos cambiarios asociados con el endeudamiento externo. No obstante, también se evidencia que el excesivo crecimiento de los plazos de endeudamiento podría traer un riesgo asociado con la diferencia de madurez entre los activos y los pasivos de las empresas. Otros trabajos (CFGS, 2007) han encontrado que la entrada de los fondos de pensiones en la última década ha aumentado considerablemente la demanda en este mercado, lo cual, sumado a factores como un ambiente macroeconómico más estable, ha permitido que el mercado de deuda en Latinoamérica haya tenido un desarrollo importante en los últimos años.

A pesar de la sustitución del endeudamiento externo por endeudamiento interno, durante los últimos años se ha observado un aumento del uso de ambas fuentes, evidenciándose una interrelación, así como ventajas en su coexistencia. Gozzi *et al* (2012) encuentran que los mercados internacionales de deuda corporativa son, en la mayoría de los casos, complementarios y no sustitutos de los mercados locales. Lo anterior, puesto que la estructura de las colocaciones es generalmente distinta, aun entre los mismos emisores y controlando por país. Así, el acceso a estos mercados también permite que las empresas seleccionen sus pasivos de acuerdo con sus

<sup>3</sup> Como se verá, con datos a 2013, la deuda pública es mayor a la deuda privada en Brasil, Colombia y México, mientras que es similar en Perú y es inferior a la deuda privada en Chile.

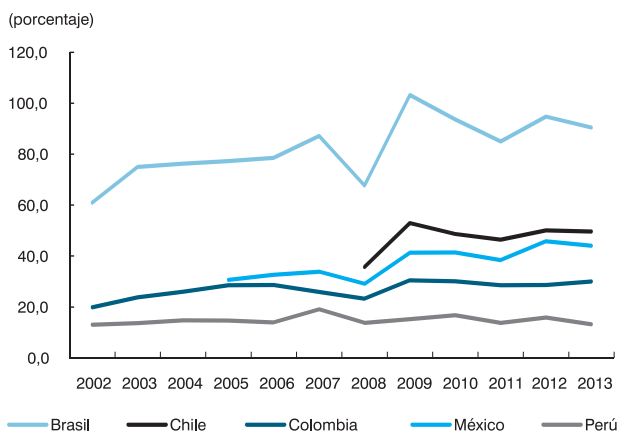
<sup>4</sup> Esta teoría indica que los países en desarrollo no pueden obtener financiamiento en moneda local con una madurez larga.

activos, optimizando sus esquemas de administración de riesgo.

## II. Comparación internacional

En cuanto a la composición de la deuda interna<sup>5</sup> (bonos) como porcentaje del PIB, se puede observar que Colombia se encuentra en el promedio de la región y se ha mantenido relativamente estable (alrededor de 27%) desde 2002 (Gráfico 1). Actualmente, esta proporción se ubica en 30% para Colombia, por debajo de Brasil (90%), Chile (50%) y México (44%), y por encima de Perú (13%).

Gráfico 1  
Deuda interna (bonos) / PIB



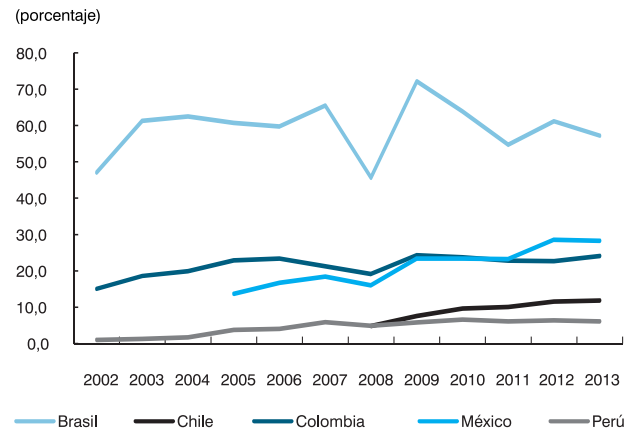
Fuentes: BIS y FMI; cálculos del Banco de la República.

Adicionalmente, como se muestra en el Gráfico 2, la composición de la deuda interna colombiana está explicada en su mayoría por deuda pública, caso similar al de Brasil y México. Por su parte, el porcentaje de la deuda pública y privada es similar en Perú, mientras que en Chile se observa el caso opuesto,

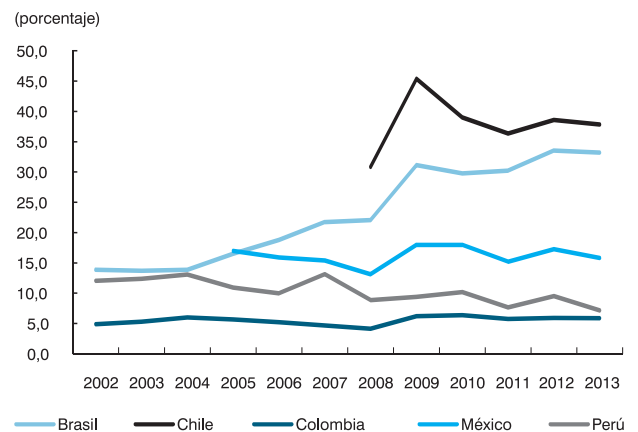
<sup>5</sup> De acuerdo con los criterios de clasificación del Banco de Pagos Internacionales (BIS, por su sigla en inglés), se determina si la deuda es interna o externa según el mercado de emisión.

Gráfico 2

### A. Deuda interna gobiernos (bonos) / PIB



### B. Deuda interna privada (bonos) / PIB



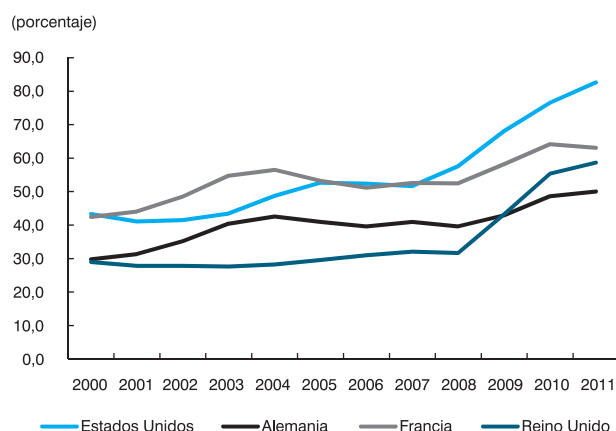
Fuentes: BIS y FMI; cálculos del Banco de la República.

donde la deuda privada supera ampliamente a la deuda gubernamental. Aunque la deuda privada interna colombiana como proporción del PIB ha aumentado entre 2002 y 2013, pasando de 4,9% a 5,9%, este indicador aún sitúa a Colombia en el último lugar de la región, por debajo de Perú (7,2%), México (16%), Brasil (33%) y Chile (38%).

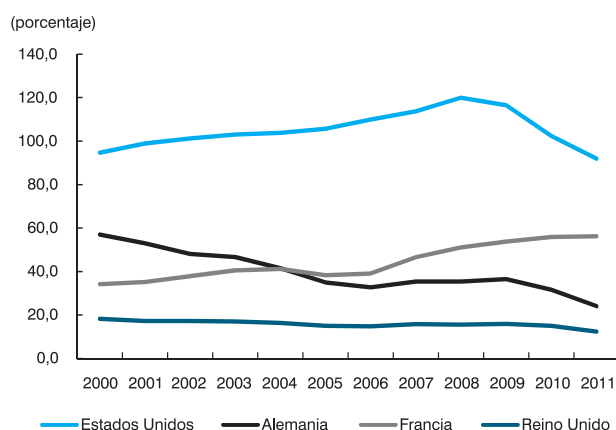
Al comparar la composición de la deuda interna con algunos países desarrollados (Gráfico 3), se resalta que aunque en estos últimos la deuda de los gobiernos tiene también una participación alta, su deuda privada/PIB

Gráfico 3

A. Deuda interna gobiernos (bonos) / PIB



B. Deuda interna privada (bonos) / PIB

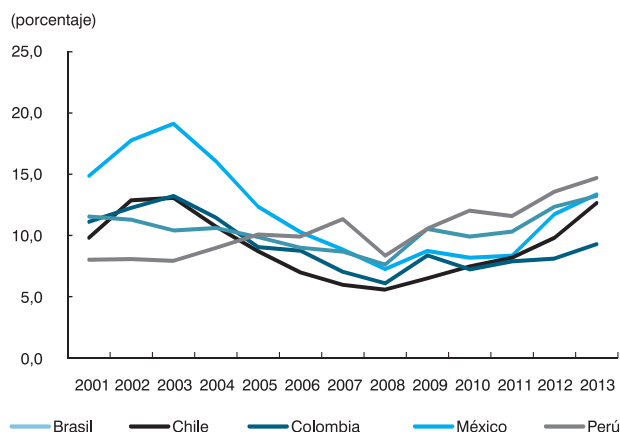


Fuente: Banco Mundial.

es mayor que el promedio de la de la región (46% vs. 20%; con información a 2013). En particular se destaca que después de la crisis de 2008 estos países han presentado crecimientos importantes en su deuda pública interna, y en algunos casos la deuda privada interna disminuyó.

En relación con la deuda externa total (Gráfico 4), se observa que en general en la región esta se redujo hasta 2008, punto a partir del cual tomó una tendencia ascendente (mientras que en Colombia se mantuvo constante). Como se observa en el Gráfico 5, esta

Gráfico 4  
Deuda externa (bonos / PIB)



Fuentes: BIS y FMI; cálculos del Banco de la República.

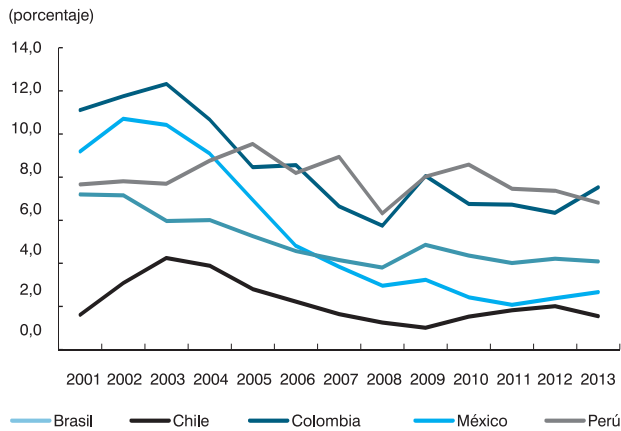
tendencia se explica por una reducción inicial de la deuda pública y por el posterior crecimiento de la deuda privada.

En cuanto a la deuda pública externa (sin cartera) como porcentaje del PIB, en el Gráfico 5 se puede observar que el indicador colombiano es el más alto en Latinoamérica (a 2013 se ubicaba en 7,5%), aunque al igual que la mayoría de los otros países de la región, ha presentado una disminución importante desde 2002 (en 2002 este indicador se ubicaba en 11,1% para Colombia, año en el cual era el más alto de la región). No obstante, durante los últimos años la deuda externa pública como porcentaje del PIB ha presentado una disminución en todos los países, con excepción de Chile y Colombia.

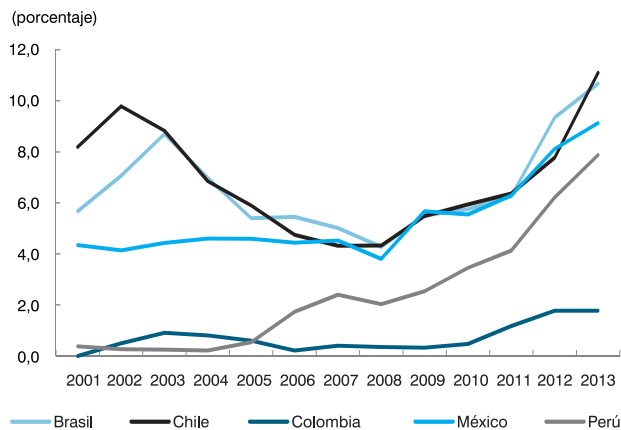
Por otra parte, el indicador de Colombia de deuda externa del sector privado como porcentaje del PIB es el menor entre los países de la región (a 2013 este indicador se encontraba en 1,8%, frente a un promedio de la región de 8%). A pesar de los bajos niveles, se debe mencionar que, a excepción de Colombia, la deuda externa privada como porcentaje del PIB ha presentado una tendencia al alza en todos los países de la región durante los últimos años.

Gráfico 5

A. Deuda externa gobiernos (bonos / PIB)



B. Deuda externa privada (bonos / PIB)

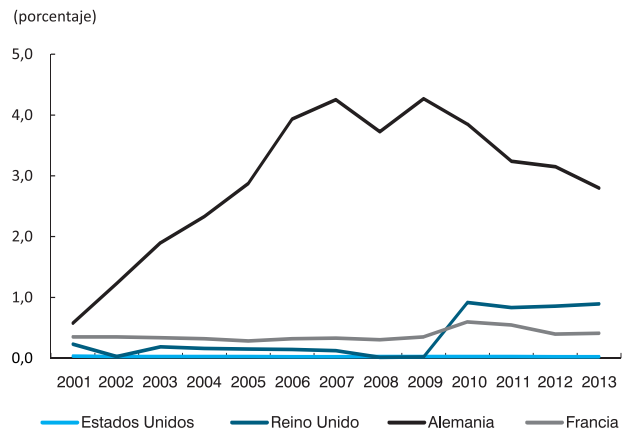


Fuentes: BIS y FMI; cálculos del Banco de la República.

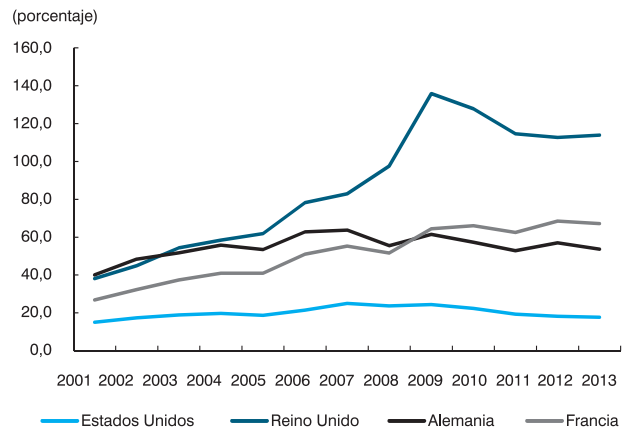
Comparando el comportamiento de la región con los indicadores de algunos países desarrollados (Gráfico 6), se encuentra que, en general, la proporción de deuda externa privada/PIB de la región es menor a la observada en los desarrollados. Por otro lado, se observa que la deuda pública externa como porcentaje del PIB es menor en los países desarrollados observados en el Gráfico 6 frente a los países de la región.

Gráfico 6

A. Deuda externa gobiernos (bonos / PIB)



B. Deuda externa privada (bonos / PIB)



Fuentes: BIS y FMI; cálculos del Banco de la República.

### III. Mercado colombiano de deuda corporativa

#### 1. Antecedentes

El marco legal más reciente para el sistema financiero se inició con la Ley 35 de 1993, donde se reglamentaba la participación del gobierno nacional para regular la actividad financiera. Posteriormente, se creó el Estatuto

Orgánico del Sistema Financiero<sup>6</sup>, que reglamentó la estructura del sistema financiero, incluyendo las entidades y sus funciones, entre las que se encuentran los sistemas de pago, y las superintendencias Bancaria y de Valores. Sin embargo, fueron necesarios desarrollos posteriores para robustecer la regulación, buscando un avance adecuado del mercado local de capitales.

La Ley 964 de 2005 (Ley de Valores) realizó algunos cambios en la regulación del mercado colombiano de valores que permitieron superar algunas barreras que limitaban su desarrollo (González y Rojas, 2008), tales como la falta de transparencia en el gobierno corporativo. Dicha ley tuvo como objetivo promover el desarrollo y eficiencia del mercado, aumentando la confianza de los inversionistas<sup>7</sup>, y mejorando las prácticas y estándares regulatorios del mercado. A partir de allí ocurrieron algunos avances en el mercado colombiano de capitales, como: i) reglamentar las cámaras centrales de riesgo de contraparte, ii) establecer un esquema de autorregulación, que posteriormente fue implementado mediante la creación del Autorregulador del Mercado de Valores (AMV)<sup>8</sup>, iii) la fusión de entidades de supervisión para lograr una mejor coordinación<sup>9</sup>, y iv) la creación del Sistema Integral de Información en el Mercado de

Valores (Simev)<sup>10</sup>. Otros avances importantes derivados de la Ley de Valores fueron la regulación de distintos mercados que no estaban reglamentados (incluyendo la distinción de primer y segundo mercado), y aclarar el papel del gobierno nacional en el mercado de valores.

Recientemente, se han realizado otros esfuerzos para impulsar la demanda en el mercado de capitales. Los decretos 1120 y 1121 de 2008 permitieron reglamentar la intermediación en el mercado de valores (incluyendo el mercado *over the counter*: OTC), además de normar y definir las características de los sistemas de negociación y de registro. Estos decretos pudieron haber contribuido a dinamizar el mercado de renta fija en 2008 y 2009. También, se destaca la creación del sistema multifondos en la Ley 1329 de 2009, mediante la cual se busca una mejor administración de los recursos de acuerdo con el perfil de riesgo de los usuarios.

Entre otros avances regulatorios importantes para el desarrollo del mercado local de capitales, se encuentra el Decreto 2080 de 2000, el cual reglamentó la inversión extranjera y le otorgó ciertos derechos<sup>11</sup>. Algunos trabajos mencionan que el hecho de que la inversión de portafolio debía realizarse únicamente mediante fondos de capital extranjeros fue un obstáculo para su participación en el mercado local de capitales. El Decreto 2080 de 2000 fue modificado con el Decreto 4800 de diciembre de 2010, con el fin de eliminar este requisito para la inversión de portafolio extranjera, permitiendo su entrada por intermedio de un administrador, además de ampliar su alcance a participaciones sobre negocios fiduciarios realizados por entidades

<sup>6</sup> Dicho estatuto fue reglamentado mediante la Circular Externa 100 de 1995, expedida por la Superintendencia Bancaria. En la actualidad esta reglamentación versa, entre otros, sobre: i) gestión de riesgo de crédito, ii) evaluación de inversiones, iii) valoración de carteras colectivas, iv) régimen cambiario y v) reglamentación sobre el patrimonio técnico.

<sup>7</sup> Incluyendo el concepto de autorregulación y normas concretas sobre gobierno corporativo.

<sup>8</sup> Entre las funciones del AMV se encuentran: i) reglamentar la intermediación en el mercado de valores, ii) verificar el cumplimiento de las normas del mercado de valores y los reglamentos de autorregulación, y iii) imponer sanciones.

<sup>9</sup> Se unieron las superintendencias Bancaria y la de Valores en la nueva Superintendencia Financiera de Colombia, a la cual se le designaron funciones específicas, incluyendo el manejo de información de las entidades en distintos casos, y deberes al momento en que las entidades son tomadas en posesión.

<sup>10</sup> El Decreto 3139 de 2007 reglamenta la información que deben entregar los emisores de valores de acuerdo con su mercado respectivo.

<sup>11</sup> Entre los derechos que se le otorgan al capital extranjero se encuentran: i) reinvertir utilidades; ii) capitalizar las sumas con derecho a giro; iii) remitir al exterior las utilidades netas comprobadas que generen periódicamente sus inversiones, y iv) remitir al exterior las sumas recibidas producto de la enajenación de la inversión dentro del país, o de la liquidación de la empresa o portafolio, o de la reducción de su capital.

vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC), a carteras colectivas, y a valores listados en sistemas de cotización del exterior, entre otros. Luego, con la aprobación de la reforma tributaria de diciembre de 2012, se aclaró el esquema tributario de la inversión extranjera de portafolio en Colombia. En esta reforma se aprobó una reducción del impuesto a la inversión extranjera de portafolio del 33% al 14% (25% para inversiones provenientes de países considerados paraísos fiscales), y el cambio del pago en la retención, la cual debe ser pagada cuando se reciben los flujos de los activos y no sobre las ganancias contables.

Finalmente, se debe mencionar que en la actualidad el gobierno nacional y la SFC tienen una agenda que pretende contribuir al desarrollo del mercado de capitales. Se destaca el posible lanzamiento de los bonos de infraestructura<sup>12</sup>, que podrían otorgar un mayor dinamismo al mercado de deuda corporativa. Además, se han venido implementando reformas<sup>13</sup> relacionadas con el desarrollo del mercado de capitales y deuda corporativa, que facilitarían la participación de los fondos de inversión colectiva (FIC)<sup>14</sup>, y que buscan: otorgar mayor confianza a los inversionistas nacionales y extranjeros mediante la adopción de normas internacionales de informa-

ción, y dar un impulso al que se conoce como el segundo mercado<sup>15</sup>, especialmente con un mayor acceso a las pymes, y en casos de emisores conocidos y recurrentes, haciendo que el proceso de oferta pública sea más sencillo.

Las mejoras en el marco regulatorio, unidas a otros factores, como la integración de las bolsas en la Bolsa de Valores de Colombia en el año 2001 y un mayor control de la inflación, crearon un ambiente propicio para un mayor desarrollo del mercado de capitales colombiano.

## 2. Hechos estilizados

En Colombia el uso del mercado de capitales como fuente de financiación de las empresas es relativamente bajo y se encuentra limitado a las firmas grandes. Las principales fuentes de financiamiento para las empresas del sector real son los créditos con los bancos locales y los créditos con proveedores<sup>16</sup> (Gráfico 7).

Por otro lado, en los gráficos 8 y 9 se puede observar la cuota de financiamiento (bonos / bonos + cartera) de empresas del sector real con respecto a la cartera y el crecimiento anual de estos dos rubros. La cuota de financiamiento ha oscilado alrededor del 18%. Como lo muestra el Gráfico 8, en los años de recuperación económica después de la crisis de 1999, hasta 2005, las empresas del sector real utilizaron el mercado de capitales como una alternativa para financiarse. Posteriormente, entre 2006 y 2008 la mayor financiación mediante crédito bancario, acompañado de un incremento en la tasa de referencia, redujo la cuota de financiamiento de las empresas por intermedio del mercado de bonos. No obstante, esta tendencia se revirtió después de la crisis de 2008, cuando se observó una desaceleración del crecimiento de la cartera,

<sup>12</sup> Con estos bonos se espera obtener recursos por cerca del 5,4% del PIB en seis años (véase el discurso de instalación XXV Simposio de mercado de capitales, de abril de 2013).

<sup>13</sup> El proyecto de reforma sobre este tema utiliza el concepto de *familia de fondos* para reducir el costo de los procedimientos actuales, y simplificar la operación y administración de los fondos. Adicionalmente, se promueve la especialización de los agentes involucrados en la cadena para evitar conflictos de interés y generar economías de escala.

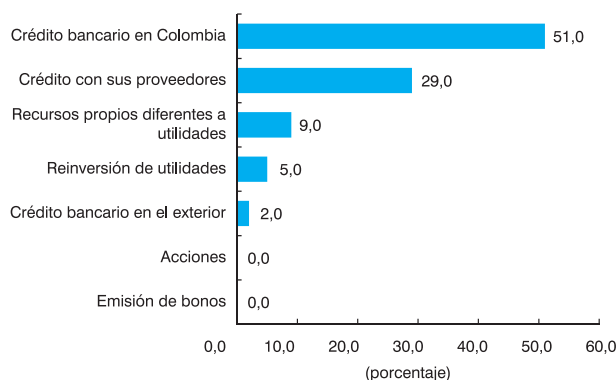
<sup>14</sup> Anteriormente denominados carteras colectivas. En junio de 2013 se aprobaron los decretos 1242 y 1243, con los que se reemplaza el Decreto 2555 de 2010 en relación con la custodia de valores y con la administración y gestión de los fondos de administración colectiva. Se destaca un mayor requerimiento de información, el cual busca que los inversionistas tengan mayor confianza en estos fondos y, de esta forma, incentivar su participación. También, se pretende una mayor segregación de las funciones en la cadena, con el fin de evitar conflictos de interés y, de esta forma, lograr un aumento en la inversión en este tipo de fondos.

<sup>15</sup> Este es el mercado en el cual se permite emitir valores a pequeñas y medianas empresas que no tienen posibilidad de participar en el mercado principal, al no cumplir los requisitos. Dado que existe un mayor riesgo en este mercado, solo se le permite participar a inversionistas profesionales.

<sup>16</sup> Según la encuesta de financiamiento de las empresas, que realizan el Banco de la República y Fedesarrollo (2011).

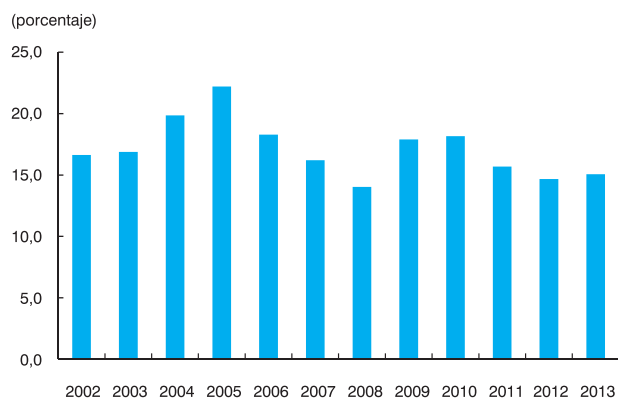


**Gráfico 7**  
Principal fuente de financiación de las empresas



Fuente: Banco de la República y Fedesarrollo (Encuesta de estructura de financiamiento); cálculos del Banco de la República.

**Gráfico 8**  
Cuota de financiamiento del sector real<sup>a/</sup>



a/ Utiliza los saldos de bonos y de cartera

Nota: contiene bonos de empresas del sector público.

Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

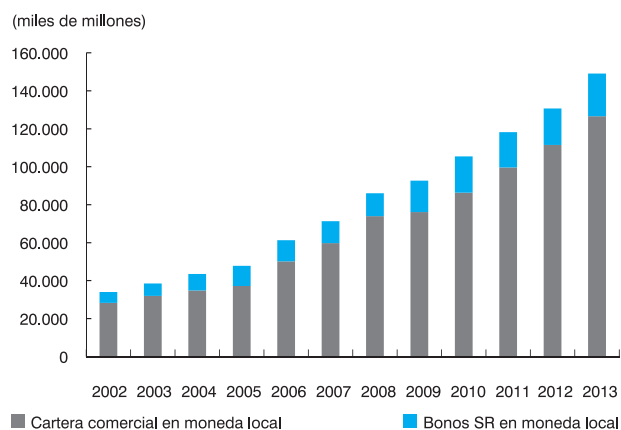
lo que se compensó con un nuevo aumento en las emisiones de bonos. A partir de 2011 la cuota de financiamiento ha permanecido estable, ante factores que se analizarán más adelante.

Adicionalmente, después de la crisis internacional de 2008 las reducciones de las tasas de interés de los bancos centrales del mundo y la expansión cuantitativa aumentaron la

liquidez global y redujeron los rendimientos en los países desarrollados, lo que aumentó el apetito de los inversionistas por activos de países emergentes en busca de mayores retornos. En este escenario las empresas del sector real también pudieron tener incentivos a emitir en el mercado de capitales con el fin de sustituir pasivos con el sector financiero y, asimismo, buscando financiamiento a tasas bajas y plazos largos al aprovechar las amplias condiciones de liquidez y apetito del mercado por esta clase de títulos (Gráfico 9) (Correval y Anif, 2010). No obstante, se resalta que el crédito ha crecido más rápido que la colocación de deuda en el mercado local.

De acuerdo con la evidencia encontrada en otros países emergentes, en Colombia el mercado de deuda pública ha sido más profundo que el de deuda corporativa. En el Gráfico 10 se puede observar que al tiempo que el promedio del plazo de colocación de los TES ha aumentado, el de los bonos corporativos también lo ha hecho, pero continúa siendo menor. Intuitivamente, entre mayor sea la madurez a la que se logra colocar en el mercado, se percibe una mayor confianza de los inversionistas.

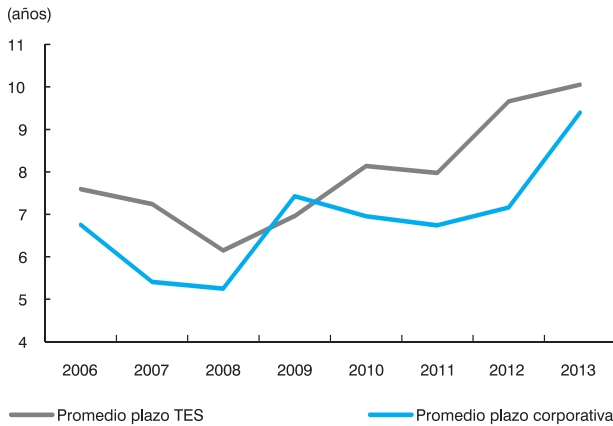
**Gráfico 9**  
Stock de la cartera comercial y de bonos del sector real



Nota: incluye empresas públicas.

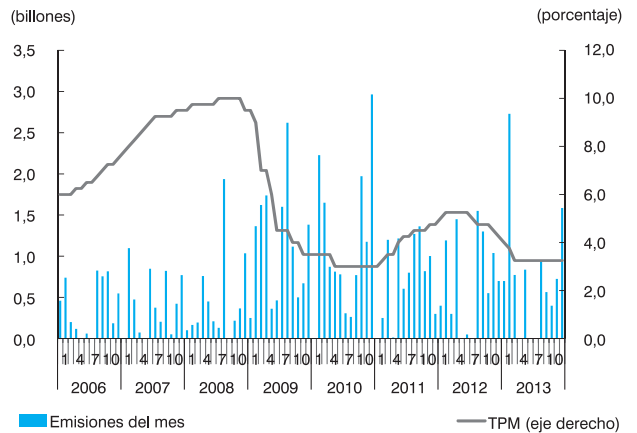
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

**Gráfico 10**  
Plazo promedio de emisión: TES y deuda corporativa (años)



Fuentes: BVC y Depósito Central de Valores (DCV); cálculos del Banco de la República.

**Gráfico 11**  
Emisiones vs. tasa de política monetaria



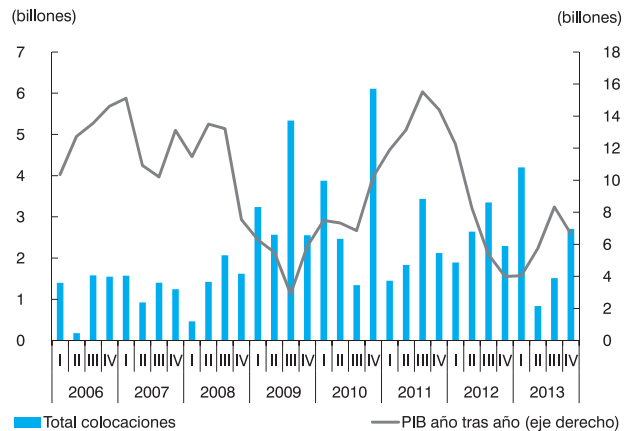
Fuente: BVC; cálculos del Banco de la República.

Con respecto al ciclo económico, la literatura ha encontrado una relación positiva entre esta variable y la dinámica de las emisiones de deuda corporativa —CFGs, 2007; Jeanneau y Tovar, 2008b; Gozzi *et al.*, 2012—. En el caso de Colombia, la dinámica de las colocaciones parece estar relacionada con el ciclo de política monetaria y con la dinámica del crédito<sup>17</sup>. En particular, desde 2008, cuando la tasa de política monetaria comenzó a bajar desde niveles históricamente altos y la cartera comenzó a mostrar desaceleración, se observó una mayor dinámica en las colocaciones, que también podría estar relacionada con algunos cambios regulatorios ya señalados (gráficos 11 y 12).

Las tasas históricamente bajas, así como la amplia liquidez internacional, pudieron haber incentivado la colocación de deuda corporativa a plazos particularmente altos entre 2009 y 2011, cuando se colocaron títulos a plazos de hasta veinte y cuarenta años (Gráfico 13).

<sup>17</sup> No se encontró una relación significativa entre el déficit fiscal y las emisiones de deuda corporativa. Otros factores por empresa influyen, como la volatilidad del negocio y su relación con el ciclo económico.

**Gráfico 12**  
Emisiones vs. crecimiento del PIB

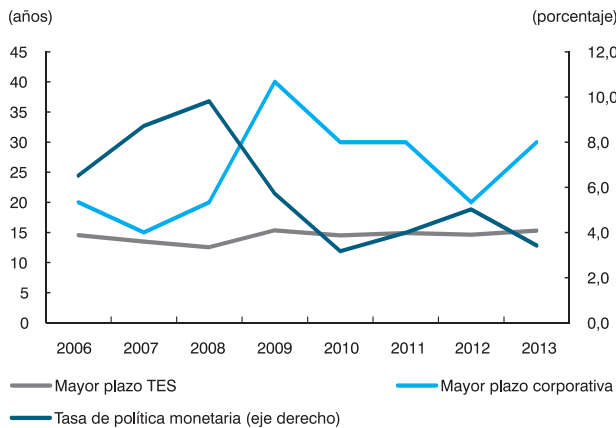


Fuentes: BVC y DANE; cálculos del Banco de la República.

Con respecto a los costos promedio<sup>18</sup> de financiamiento de las entidades en el mercado intermediado y en el mercado de capitales, el Gráfico 14 muestra la tasa promedio de colocación de la cartera comercial y las tasas

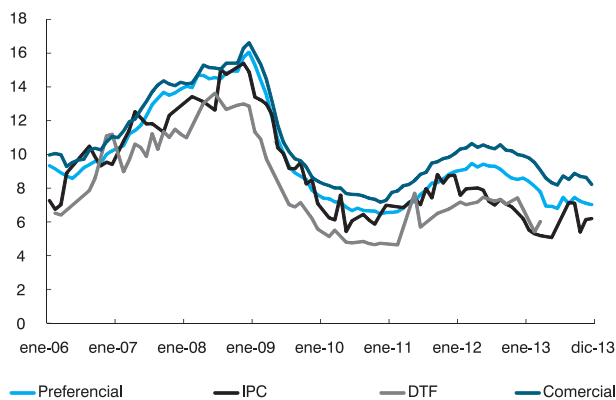
<sup>18</sup> En la cartera se promedian los créditos de cartera comercial ponderados por monto, y en la colocación de bonos se ponderan empresas de diferentes sectores y con distintas calificaciones.

**Gráfico 13**  
Plazo mínimo de colocación por año



Fuentes: BVC y Depósito Central de Valores (DCV); cálculos del Banco de la República.

**Gráfico 14**  
Tasa de colocación cartera preferencial vs. tasa de colocación bonos IPC y DTF



Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y Depósito Central de Valores (DCV); cálculos del Banco de la República.

de corte de las subastas de bonos atados al índice de precios al consumidor (IPC) y a la tasa de interés pasiva (DTF). En el gráfico se observa que, en términos generales, las tasas de los créditos comerciales, ordinaria y pre-

ferencial<sup>19</sup> son superiores a las tasas de colocación de los bonos atados al IPC y a la DTF. Adicionalmente, en general la tasa de corte de los bonos atados al IPC es superior a la de los indexados a la DTF. Este último hecho se explica por la madurez característica de cada tasa de referencia. El plazo promedio de colocación de los bonos atados a la DTF (2,5 años) es inferior al de los indexados al IPC (8,9 años). Por otra parte, es importante destacar que la cartera comercial tiene un plazo promedio de 3,9 años, inferior al vencimiento promedio de los títulos atados al IPC. Se resalta que las mayores tasas para la cartera comercial, en comparación con otros instrumentos, pueden explicarse por la diversidad de calidades crediticias de los deudores del sistema financiero frente a la calidad crediticia AAA de la mayoría de los emisores que participan en el mercado de capitales.

### 3. Mercado primario

En esta sección se muestra la estructura estándar de la colocación de bonos en Colombia y se analizan los factores que determinan sus características. Posteriormente, se muestra la evolución y características del mercado colombiano.

#### a. Proceso de colocación de bonos

El proceso de colocación, que dura aproximadamente cuatro meses, comienza con la aprobación de la emisión en la junta directiva o en el órgano competente de cada entidad. Luego, el emisor contrata al estructurador, que realiza el proceso de estructuración financiera, donde determina el plazo y la tasa de referencia; además, elabora el prospecto de emisión y el reglamento para la emisión y colocación de los bonos. Una vez finalizado el diseño del título, la emisión se somete a una calificación de riesgos, se contrata al representante legal de los

<sup>19</sup> La tasa de cartera comercial ordinaria incluye créditos comerciales a clientes ordinarios, preferenciales y para operaciones de tesorería.

tenedores de los bonos (actúa como su vocero), se hace el trámite ante un depósito central de valores (Deceval), y la compañía aprueba el prospecto de emisión. Posteriormente, se solicita aprobación de la SFC y la inscripción en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE) y en la BVC. Por último, el colocador realiza una lectura de las condiciones de mercado y decide el mejor momento para colocar la emisión (Diagrama 1).

Las características del título a emitir dependen de las necesidades del emisor, y buscan adecuar los plazos y períodos de amortización de los bonos al flujo de caja de la compañía. No obstante, el estructurador busca incluir varios plazos y tasas de referencia con el fin de, además de ajustarse a las necesidades de recursos del emisor, acceder a diferentes grupos de inversionistas y crear referencias en la curva que faciliten futuras emisiones (Bancolombia, 2009).

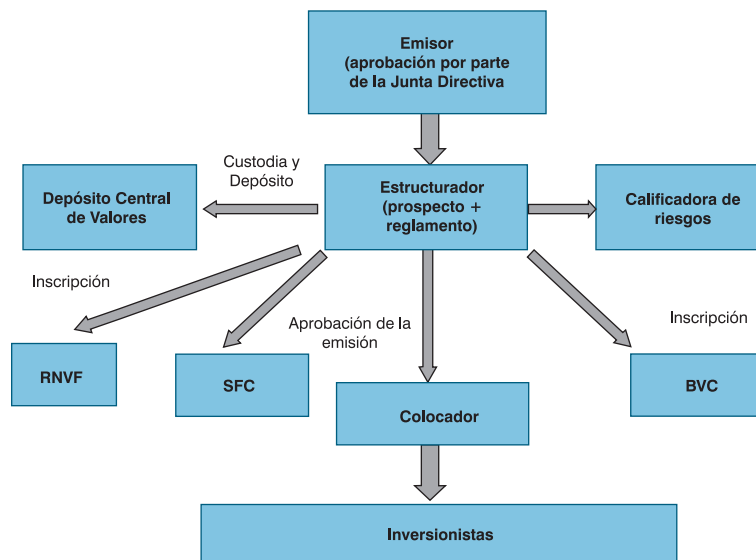
En el mercado colombiano los plazos varían desde 18 meses hasta 20 años, siendo los más comunes los de 2, 3, 5, 7, 10 y 15 años.

Con respecto a las tasas, las emisiones a más de tres años son generalmente indexadas al IPC o a la unidad de valor real (UVR), mientras que las de plazos inferiores se encuentran atadas a la DTF o al indicador bancario de referencia (IBR). Esto se verá con más detalle a continuación.

**b. Caracterización de la oferta**

A partir de la Ley 964 de 2005 el mercado de deuda corporativa ha tenido avances importantes en su desarrollo. Evidencia de su crecimiento ha sido el aumento de las colocaciones anuales, el mayor apetito por las emisiones y el incremento en el plazo de colocación. Entre 2006 y 2008 el promedio anual de colocación fue de COP 5 billones (b), en 2009 y 2010, años muy activos en este mercado, el promedio ascendió hasta COP 13,7 b y entre 2011 y 2012 se colocaron en promedio COP 8,3 b. Sin embargo, se debe resaltar que el crédito también ha crecido, por lo cual la cuota de financiamiento (Gráfico 8) no ha aumentado en

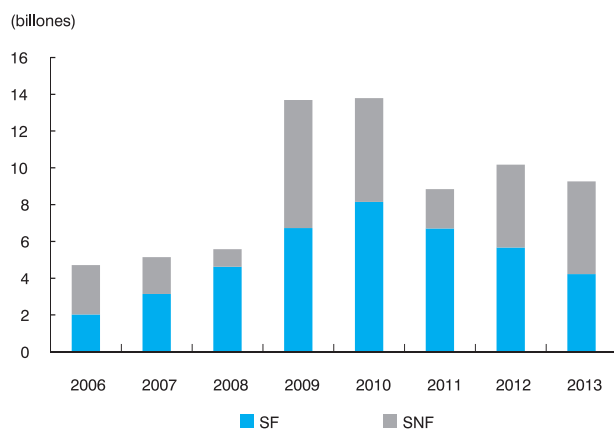
Diagrama 1  
Proceso de colocación



Fuente: Banca de Inversión Bancolombia (2012).

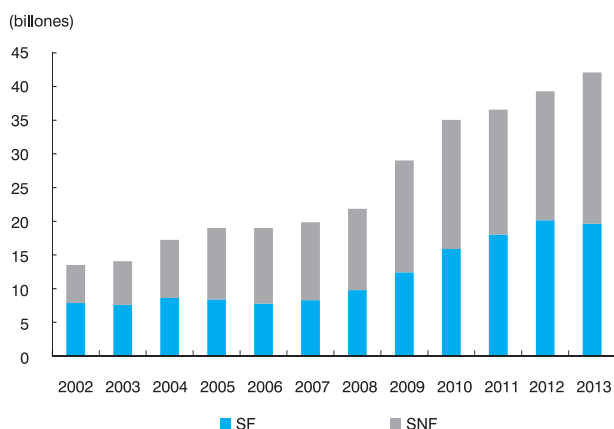
los últimos años. Por otra parte, el Gráfico 15 muestra que las colocaciones del sector financiero han predominado, aunque las del sector real fueron importantes durante 2009 y 2010. En términos de saldo, el de las empresas del sector real es superior al de la deuda del sector financiero (Gráfico 16).

Gráfico 15  
Emisiones primarias de deuda corporativa por sector



Fuente: BVC; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 16  
Saldos de deuda por sector

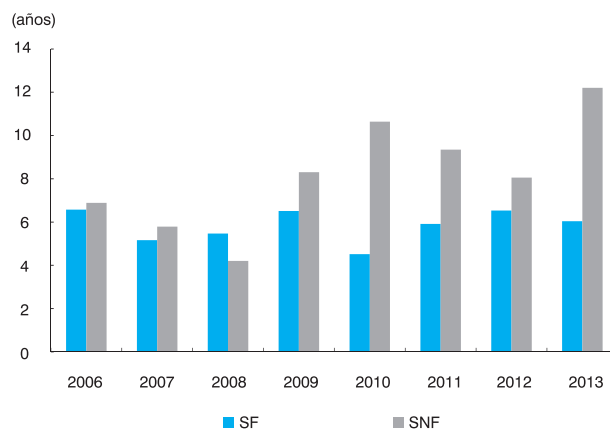


Nota: incluye bonos emitidos por empresas públicas.

Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

Asimismo, las empresas del sector real han aumentado su plazo de colocación (uno de los indicadores típicos del desarrollo del mercado), mientras que los bancos han mantenido un plazo promedio de colocación relativamente estable. El plazo promedio de las colocaciones de ambos sectores desde 2006 ha sido de 7,1 años: el del sector financiero ha sido de 5,8 años y el del sector real de 8,9 años (Gráfico 17).

Gráfico 17  
Plazo promedio de colocación



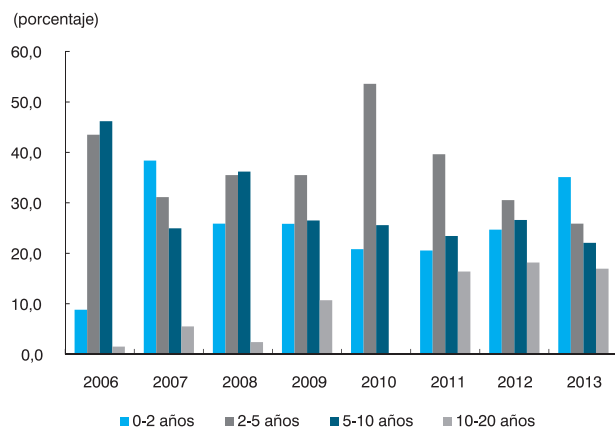
Fuente: BVC; cálculos del Banco de la República.

En el Gráfico 18 se muestran las colocaciones del sector financiero y no financiero por plazos. Se puede observar que en las del primero predominan las colocaciones a mediano plazo, aunque recientemente en 2011 y 2012 el largo plazo cobró mayor importancia. Por otra parte, en el sector no financiero predominaban las de mediano plazo hasta 2009, año a partir del cual se han consolidado las colocaciones de largo plazo.

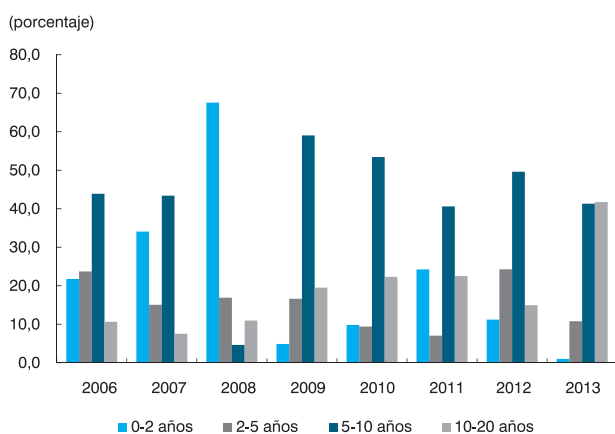
En el mercado colombiano existe una relación entre el plazo de emisión y la tasa de indexación del bono. En particular, los bonos de menos de tres años son emitidos a tasas que son más sensibles a cambios en la política monetaria, tal como la DTF (2,5 años en promedio) y el IBR (2 años en promedio). En

Gráfico 18

## A. Colocaciones por plazo del sector financiero



## B. Colocaciones por plazo del sector no financiero



Fuente: BVC; cálculos del Banco de la República.

los plazos largos la tendencia es a realizar emisiones atadas al IPC, las cuales tienen un plazo medio de 9,5 años; al UVR<sup>20</sup> de 10,8 años, y los atados a tasa fija, que se emiten tanto a corto como a largo plazo, tienen un plazo medio de 6,4 años.

Por sector, se encuentra que el financiero tiene una preferencia a realizar sus colocaciones a la DTF y al IBR en los plazos inferior

res a cinco años y que, a plazos superiores, la tendencia es en su mayoría hacia indexarlos al IPC. Antes de la crisis de 2008 este sector tenía preferencia en el corto plazo por colocaciones atadas a la DTF, las cuales han sido sustituidas por colocaciones atadas al IBR. En cuanto a las colocaciones de largo plazo, antes de tal crisis el sector financiero tenía preferencia por las colocaciones a tasa fija, las cuales fueron sustituidas por colocaciones indexadas al IPC (Gráfico 19).

Por su parte, el sector real tiene preferencia en el corto plazo (menor a dos años) por las emisiones a tasa fija, y en plazos superiores a dos años la tendencia es hacia el IPC, lo cual se ha mantenido después de 2009. Sin embargo, en las colocaciones de corto plazo, después de 2009 se ha presentado una sustitución de colocaciones atadas a la DTF por aquellas indexadas a tasa fija (Gráfico 20).

En general, desde el 2006 52% de las emisiones se ha atado al IPC, el 21% a la tasa fija, el 16% a la DTF, el 9% al IBR y el 2,8% a la UVR<sup>21</sup>. La tendencia marcada hacia los títulos atados al IPC se puede explicar, principalmente, por la demanda de este tipo de títulos por parte de inversionistas institucionales, quienes deben asegurar una rentabilidad real y, por tanto, evitan exponerse al riesgo inflacionario. Aunque los títulos denominados en UVR también representan una cobertura sobre la inflación, el riesgo de los indexados al IPC es menor (medido como la duración del título), lo cual es atractivo para los inversionistas. Adicionalmente, dado que el Gobierno es el principal emisor de títulos, y este lo hace en su mayoría a tasa fija, los títulos atados al IPC o a otra tasa representan una diversificación para los inversionistas. Por el lado de la oferta, la preferencia por este tipo de títulos puede explicarse también porque los emisores, particularmente los del sector real, buscan alinear sus pasivos con el crecimiento de

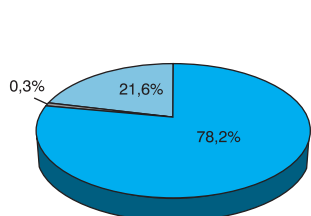
<sup>20</sup> El monto de colocaciones a la UVR es significativamente más bajo que el de colocaciones al IPC.

<sup>21</sup> La preferencia por bonos atados al IPC frente a la UVR se debe a su menor volatilidad, dado que en los títulos indexados a la UVR, tanto los cupones como el principal, varían con la inflación.

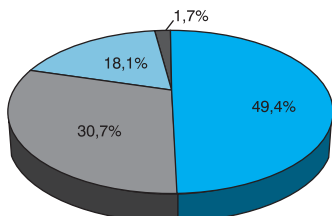
Gráfico 19

Distribución de colocaciones del sector financiero por plazo

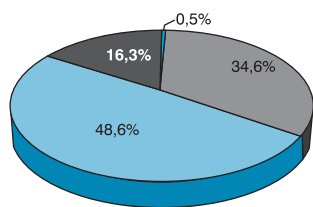
A. 0-2 años por monto colocado



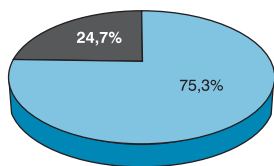
B. 2-5 años por monto colocado



C. 5-10 años por monto colocado



D. 10-20 años por monto colocado

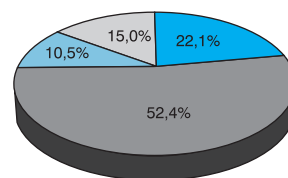
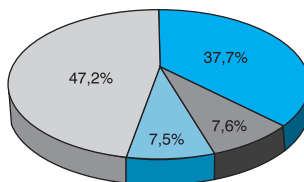


SF antes de la crisis: 2006-2008

E. 0-2 años por monto colocado

F. 2-5 años por monto colocado

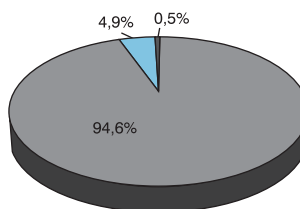
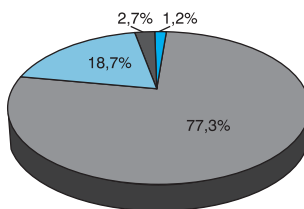
■ DTF ■ IPC ■ TF ■ UVR ■ IBR



SF después de la crisis: 2009-2013

G. 5-10 años por monto colocado

H. 10-20 años por monto colocado



Fuente: BVC; cálculos del Banco de la República.

sus ingresos, los que a su vez, dependiendo del negocio, pueden tener relación con el ciclo económico. En el caso del sector financiero, su financiación con este tipo de estructuras puede

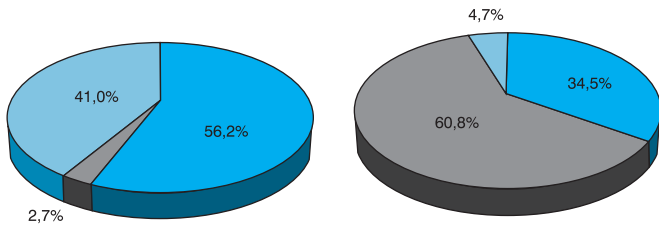
estar asociada con la alta demanda, la cual podría traducirse en menores costos de fondeo.

Por otro lado, las colocaciones a la DTF y al IBR representan una opción de inversión

Gráfico 20  
Distribución de las colocaciones del sector no financiero por plazo

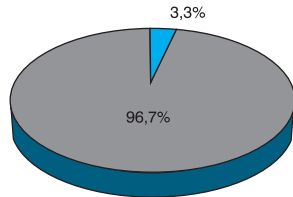
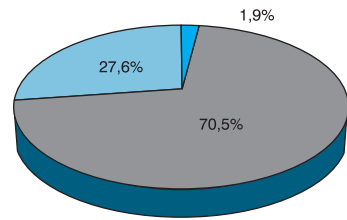
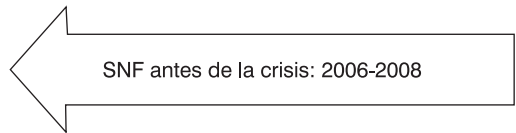
A. 0-2 años por monto colocado

B. 2-5 años por monto colocado



C. 5-10 años por monto colocado

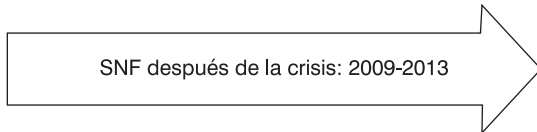
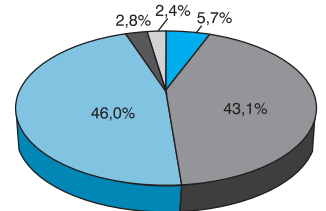
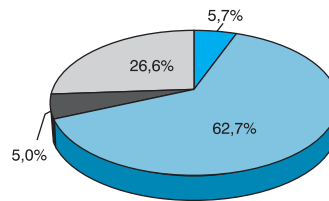
D. 10-20 años por monto colocado



E. 0-2 años por monto colocado

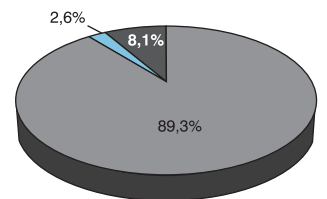
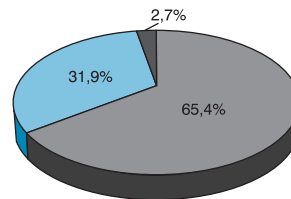
F. 2-5 años por monto colocado

■ DTF ■ IPC ■ TF ■ UVR ■ IBR



G. 5-10 años por monto colocado

H. 10-20 años por monto colocado



Fuente: BVC; cálculos del Banco de la República.

de más corto plazo, que contribuye a la diversificación frente a los TES. En particular, se destacan las inversiones de los FICS en CDT que en su mayoría se encuentran atadas a la

DTF (cerca del 50% de los portafolios en 2013 se encontraban en este tipo de instrumentos). Por el lado de los emisores del sector financiero, el atractivo de los títulos indexados a la



DTF puede deberse a que parte de su posición activa se encuentra atada a esa tasa. Dado que el IBR refleja la información sobre la liquidez del mercado monetario, es probable que se continúen reemplazando las emisiones atadas a la DTF por indexaciones a al IBR.

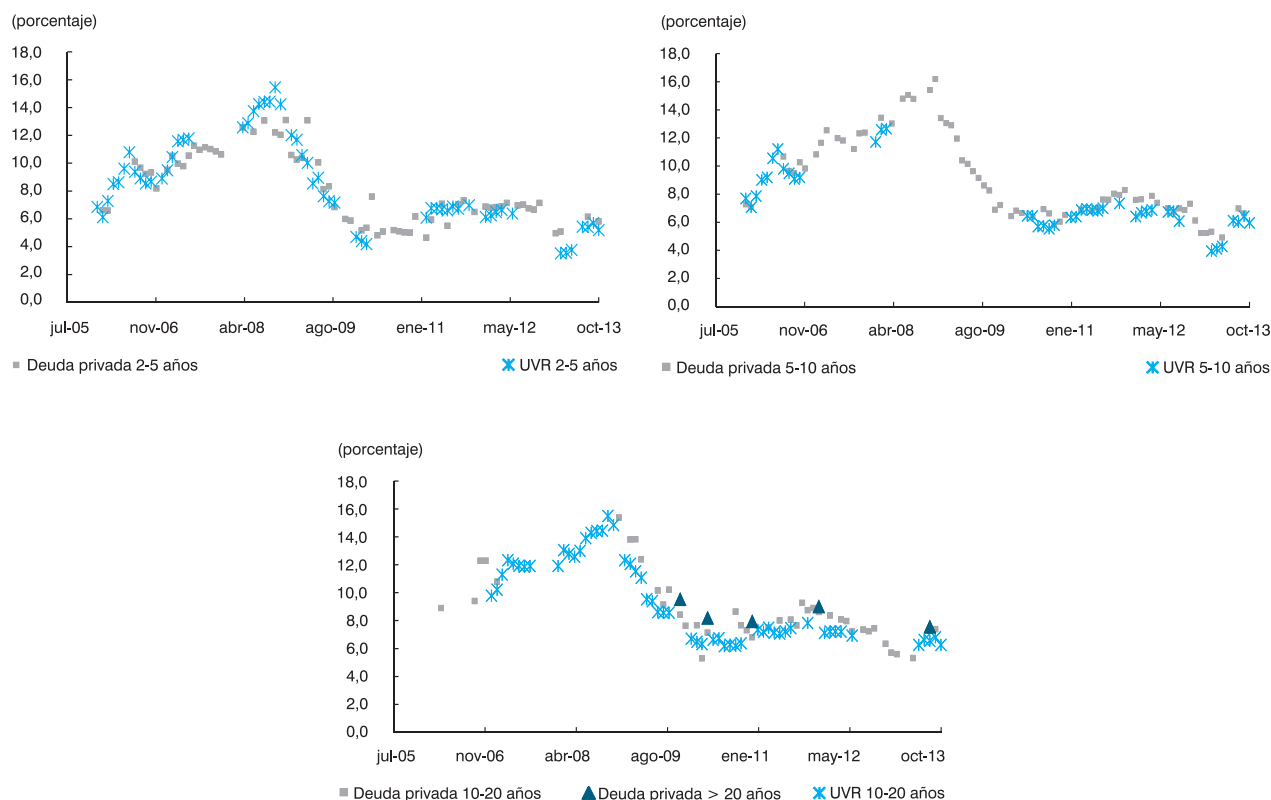
En cuanto a las tasas de colocación, en el Gráfico 21 se muestra que, por lo general, estas se encuentran por encima de los TES de plazo similar; no obstante, durante parte de 2010 algunas emisiones lograron colocarse a tasas más bajas que los TES. El comportamiento generalizado de tasas más altas con respecto a la deuda del gobierno podría estar explicado, en parte, por una prima de riesgo de crédito y por una posible prima de liqui-

dez. Vale la pena destacar que las tasas de colocación de la deuda privada y la deuda del gobierno han tenido dinámicas muy similares durante el período de estudio.

Al analizar el mercado colombiano desde la calidad crediticia de sus emisores, se encuentra que este se compone en un 80% de emisiones calificadas AAA y el 97% se encuentra igual o por encima de AA+. Esto puede deberse a razones provenientes de la demanda de inversionistas institucionales, como fondos de pensiones y aseguradoras, que históricamente han invertido en estas calidades crediticias.

De acuerdo con información de las autorizaciones de bonos de la SFC, el sistema

Gráfico 21  
Colocaciones de la deuda privada vs. TES atados a UVR



Fuente: Depósito Central de Valores (DCV).

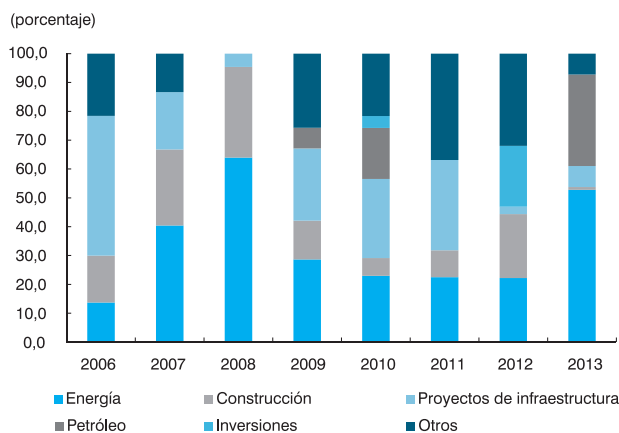
financiero en su mayoría coloca bonos con el propósito de conseguir capital de trabajo para cumplir su objeto social de intermediación. Por otra parte, los motivos del sector real son más diversos: entre 2006 y 2013 la mayoría de los recursos adjudicados tenían como destino la sustitución de pasivos, lo que puede implicar que las empresas emisoras han observado menores costos de financiamiento en el mercado de capitales (el Gráfico 24 muestra que la mayor sustitución de pasivos ocurrió en 2009). Adicionalmente, es importante anotar la alta participación que tuvieron las obras de infraestructura y proyectos de inversión en 2009, 2010 y, en especial, durante 2013.

En línea con lo anterior, las mayores emisiones desde 2006 del sector no financiero han sido de compañías o fidecomisos dedicados a realizar proyectos de energía (31%), infraestructura (21%), construcción (13%) y petróleo (10%) (gráficos 22 al 24).

**c. Financiamiento interno y externo**

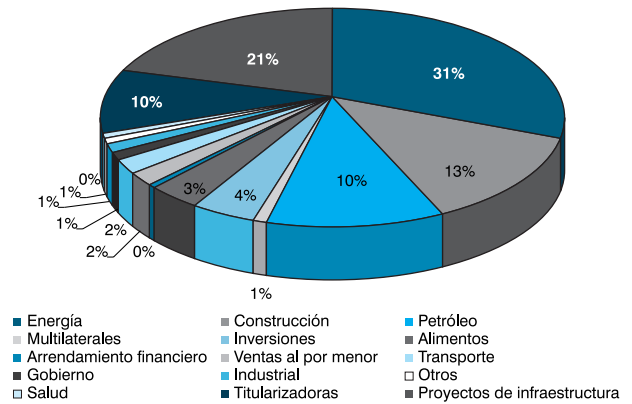
El financiamiento externo es otra fuente de recursos del sector privado. En los últimos años el incentivo a adquirir recursos en los mercados internacionales ha crecido, dadas las bajas tasas de interés y el aumento a grado

**Gráfico 22**  
Emisiones por sector y año



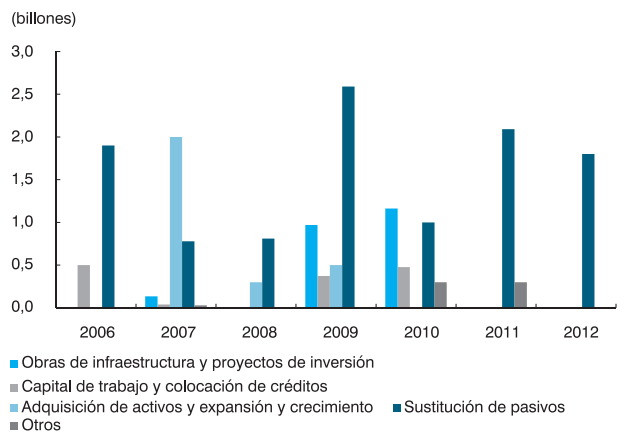
Fuente: BVC; cálculos del Banco de la República.

**Gráfico 23**  
Emisiones históricas por sector



Fuente: BVC; cálculos del Banco de la República.

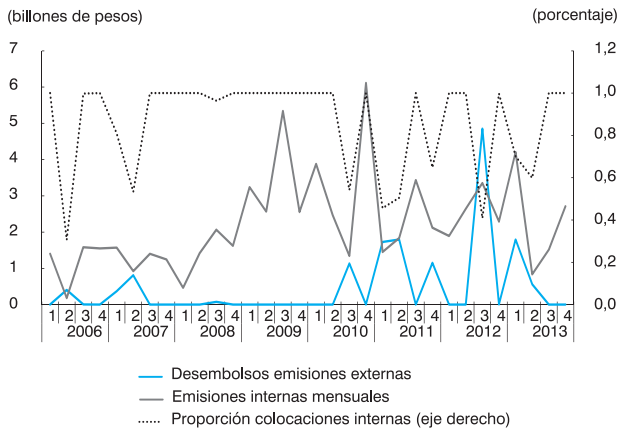
**Gráfico 24**  
Destinación de los recursos del sector real



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

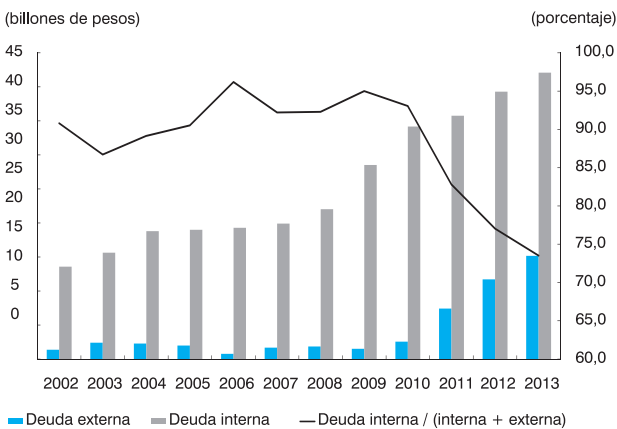
de inversión de la deuda pública colombiana. No obstante, la financiación en los mercados externos aún es pequeña, comparada con las emisiones locales. De acuerdo con lo anterior, la deuda privada externa ha sido en promedio 10% de la deuda privada total, aunque vale la pena destacar que esta relación ha aumentado desde 2010 (gráficos 25 y 26).

**Gráfico 25**  
Colocaciones de bonos de mercado interno y externo



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

**Gráfico 26**  
Saldos de deuda privada interna y externa



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

A pesar de la reducción en las tasas de colocación de los bonos privados en el mercado internacional, la mayoría de aquellos ha tenido un *spread* de más de 100 puntos básicos con respecto a los bonos soberanos. Los bonos con menores *spreads* han sido los de Bancolombia y Ecopetrol, que por sus volúmenes de emisión de bonos y de *american*

*depository receipt* (ADR) sobre acciones son más conocidos internacionalmente (Cuadro 1). Se debe mencionar que el mayor endeudamiento externo puede ser beneficioso para las firmas, en especial, cuando tengan cubierto el riesgo cambiario, lo cual puede canalizarse en el mercado de derivados, o mediante la tenencia de activos en divisas.

**d. Caracterización de la demanda**

Por el lado de la demanda, los inversionistas institucionales son, por lo general, el mercado objetivo de las emisiones de bonos corporativos. Recientemente, la demanda de las emisiones primarias en el mercado local, con respecto a la oferta, ha mostrado las altas condiciones de liquidez del mercado y el mayor apetito por este tipo de instrumentos. El promedio del *bid to cover*<sup>22</sup> ha oscilado en dos veces (Gráfico 27).

Adicionalmente, en los bonos de corto plazo la relación demanda/oferta (*bid to cover*) en general ha sido menor en los títulos atados al IPC que en los títulos atados a otras tasas. Por el contrario, en los bonos de largo plazo esta relación ha sido inversa, con una mayor demanda en los bonos indexados al IPC (el *bid to cover* para plazos mayores a diez años ha sido en promedio 2,1), explicado por las posiciones de los inversionistas institucionales. La preferencia por los títulos atados al IPC puede ser explicada tanto por factores de demanda como de oferta. Por el lado de la demanda, los inversionistas, en particular los institucionales, tienen una preferencia importante por retornos reales estables, así como por los beneficios de diversificación de estos títulos<sup>23</sup>. Desde el punto de vista de la oferta, los emisores podrían preferir atar sus emisiones al IPC debido a que, por un lado, no esperan que la inflación tenga

<sup>22</sup> El *bid to cover* hace referencia a la relación entre el monto demandado y el monto colocado.

<sup>23</sup> El mercado de renta fija está principalmente compuesto por deuda del Gobierno, la cual en su mayoría se encuentra estructurada a tasa fija.

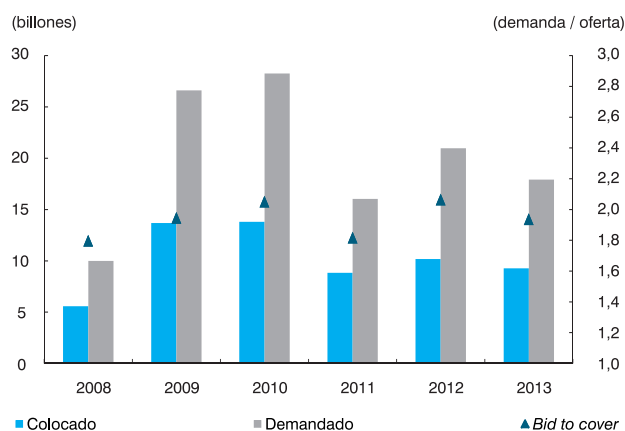
Cuadro 1  
*Spread de colocaciones deuda privada externa vs. bonos soberanos colocados en el exterior*

Título denominado en USD	Fecha	YTM	Tasa de los bonos globales en USD	Spread (pb)
AES Chivor 9 3/4% venc. 14	25/06/2009	7,5	4,5	301,9
EPM 7 5/8% venc. 19	24/07/2009	7,4	6,4	106
Ecopetrol 7 5/8% venc. 19	08/10/2009	5,9	5,1	84
Bancolombia 6 1/8% venc. 20	19/07/2010	6,1	5,0	114
Gruposura 5,7% venc. 21	11/05/2011	5,6	4,2	133
Bancolombia 5,95% venc. 21	11/10/2011	6,0	4,2	185
Bancolombia 4 1/1% venc. 16	19/10/2011	4,3	4,1	17
EEB International 6 1/8% venc. 21	07/11/2011	5,9	3,4	244
Pacific Rubiales 7 1/4% venc. 21	05/12/2011	7,0	3,7	329
Grupo Aval 5 1/4% venc. 17	26/01/2012	5,3	4,2	111
Bancolombia 6 7/8% venc. 17	06/02/2012	4,8	4,1	67
EEB International 5,7% venc. 22	15/03/2012	5,7	3,8	194
Banco Davivienda 5 7/8% venc. 22	28/06/2012	5,7	3,4	228
GNB Sudameris 7 1/2% venc. 22	23/07/2012	7,3	3,1	428
Bancolombia 5 1/8% venc. 22	05/09/2012	5,1	3,0	211
Grupo Aval 4 3/4% venc. 22	19/09/2012	4,5	3,0	147
Colombia Telecomm 5 3/8% venc. 22	20/09/2012	5,4	3,0	235
Davivienda 2,95 venc. 18	22/01/2013	3,0	2,0	102
Ecopetrol 4 1/4% venc. 18	11/09/2013	4,4	3,4	97
Ecopetrol 5 7/8% venc. 23	11/09/2013	6,0	4,8	122
Ecopetrol 7 3/8% venc. 43	11/09/2013	7,4	5,7	166
Empresa de Energía de Bogotá 6 1/8% venc. 21	15/11/2013	5,9	3,5	235

Nota: la descripción de los bonos está compuesta por: el emisor, el porcentaje del cupón (escrito como número mixto) y el año de vencimiento.

Fuente: Bloomberg.

Gráfico 27  
 Monto colocado, demandado y *bid to cover*



Fuente: BVC; cálculos del Banco de la República.

aumentos importantes que elevarían su costo de financiamiento, y por otro, porque consideran que podrían calzar sus obligaciones con el aumento de sus ingresos, los cuales pueden depender del crecimiento general de los precios de la economía.

Como se mostró (Gráfico 19), después de 2008 el sector financiero cambió la estructura de sus colocaciones, sustituyendo bonos a tasa fija por bonos atados al IPC. Estas mayores emisiones de instrumentos indexados al IPC podrían mostrar expectativas de caídas en las tasas nominales (probablemente asociadas con una expectativa de baja inflación), que representarían costos decrecientes en su servicio de la deuda. Estos puntos podrían reflejar que la preferencia por los títulos no solo obedece a sus beneficios de diversificación y

cobertura, sino que también podría reflejar expectativas sobre la senda de crecimiento de dicha variable o credibilidad sobre las políticas del banco central.

En los últimos años los principales demandantes en las emisiones primarias de deuda corporativa son los fondos de pensiones obligatorias (FPO), las sociedades fiduciarias y las firmas comisionistas de bolsa, quienes en conjunto han comprado un poco más del 45% de las emisiones, seguidos por otras personas jurídicas y aseguradoras. Por otra parte, como se muestra en el Gráfico 28, los agentes vigilados por la SFC con mayores tenencias en deuda corporativa son las fiduciarias, fondos de pensiones y cesantías, y compañías de seguros de vida. Lo anterior muestra que parte de los inversionistas institucionales compran deuda corporativa en las ofertas primarias y la mantienen en su portafolio, el cual se caracteriza por ser de largo plazo.

Por tipo de emisor según la deuda del sector real o financiero, se observa que las proporciones de tenencias por parte de las aseguradoras, fiduciarias y los fondos de pensiones son similares. Por otra parte, las tenencias de bonos emitidos por entidades públi-

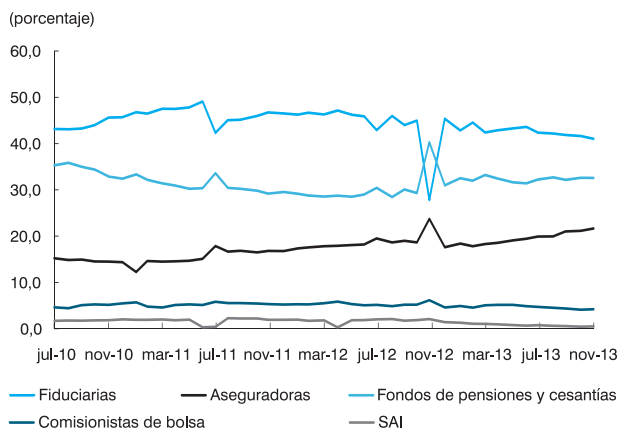
cas son particularmente concentradas en los fondos de pensiones (Gráfico 29), aunque las fiduciarias y aseguradoras también tienen un porcentaje importante.

De acuerdo con lo anterior, se puede observar que los fondos de pensiones y cesantías, así como las sociedades fiduciarias y aseguradoras, tienen una participación importante en renta fija distinta de TES, por lo cual su comportamiento puede ser un factor relevante en la liquidez de este mercado. En particular, al analizar los FPO (Gráfico 30), se encuentra que la participación de renta fija distinta de TES en su portafolio se ha mantenido relativamente constante desde 2010 (alrededor del 12%); no obstante, su composición ha presentado algunos cambios, donde las inversiones en los certificados de depósito a término (CDT) han aumentado. Los papeles comerciales continúan con una participación casi nula en el portafolio de los FPO.

Finalmente, considerando que los fondos de pensiones, después de las sociedades fiduciarias, tienen la mayor parte del *stock* de deuda corporativa, y que en teoría sus inversiones deberían mantenerse hasta el vencimiento para ajustar la duración de sus activos con sus pasivos, se podría pensar que la profundidad del mercado secundario estaría determinada por estas circunstancias, lo que se mostrará en la siguiente sección.

Gráfico 28

Participación de la deuda privada por tipo de entidad: posición propia y sus fondos (sin CDT)



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

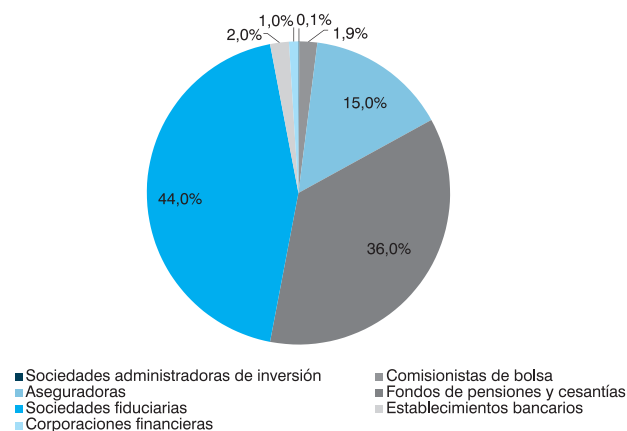
## 2. Evolución del mercado secundario

### a. Volúmenes de negociación

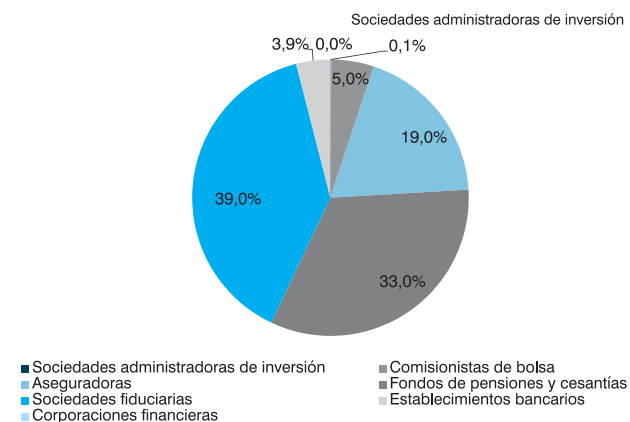
En el Gráfico 31 se muestran los montos negociados en deuda privada por tipo de operación desde abril de 2007, donde se observa que las operaciones se han concentrado en compra/ventas y simultáneas. El monto de las compra/ventas de activos de deuda privada presentó un aumento entre 2007 y 2008, para mantenerse relativamente constante en los siguientes años. Por otra parte, las operaciones simultáneas sobre activos de deuda privada crecieron de forma importante hasta 2011, punto a partir del cual comenzaron a dismi-

Gráfico 29

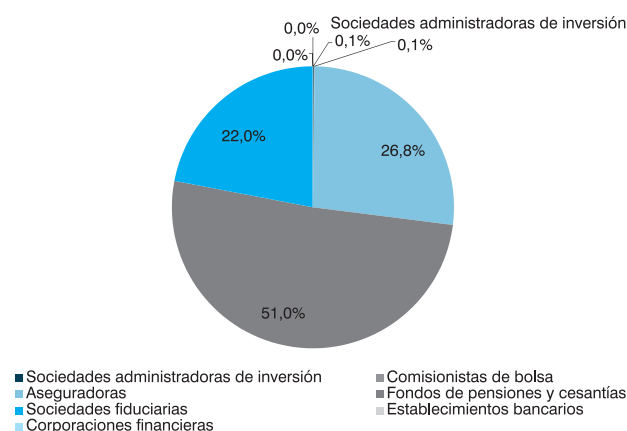
A. Bonos sector real



B. Bonos sector financiero



C. Bonos de deuda pública interna



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

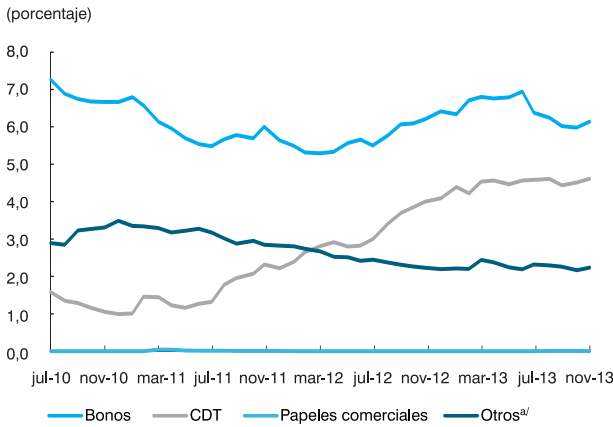
nuir, hasta alcanzar, a finales de 2013, montos por debajo de los observados en 2007. La reducción en las negociaciones de simultáneas de títulos de deuda privada pudo estar influenciada, entre otros aspectos, por la reforma tributaria de diciembre de 2010, que quitaba la exención de estas operaciones al gravamen a los movimientos financieros. Desde finales de 2012 el volumen negociado en simultáneas se mantuvo en niveles particularmente bajos, tal vez debido a eventos de mercado, como la dis-

minución de la confianza de los agentes ante la liquidación de la comisionista Interbolsa<sup>24</sup>. Como consecuencia de lo anterior, desde 2012 han predominado las negociaciones de com-

<sup>24</sup> De acuerdo con estimaciones, entre octubre y noviembre de 2012 las negociaciones de operaciones simultáneas se redujeron de alrededor de COP 2.950 mm a cerca de COP 830 mm. Por otra parte, las negociaciones de operaciones de compra/venta sobre estos títulos se redujeron de alrededor de COP 2.830 mm a cerca de COP 1.530 mm.

Gráfico 30

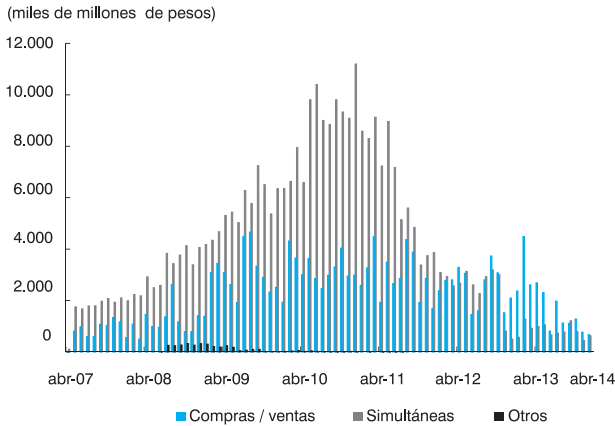
Evolución de las inversiones de los FPO en deuda privada



a/ En la categoría otros se incluyen entre otras titularizaciones, aceptaciones bancarias, productos estructurados.

Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 31  
Montos negociados DP



Fuente: BVC; cálculos del Banco de la República.

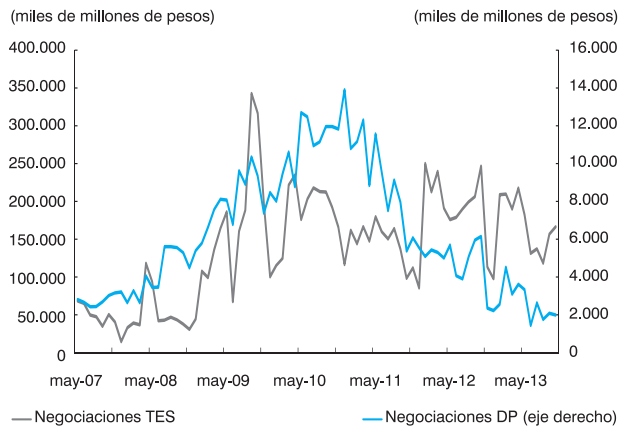
pra y venta sobre las operaciones simultáneas. Por otro lado, la incertidumbre internacional con relación al inicio de la reducción en el programa de compras de activos por parte de la Reserva Federal pudo haber tenido un efecto en negociaciones de deuda corporativa, lo que se refleja en unas reducciones en los volú-

menes a partir de junio de 2013, los cuales se encuentran por debajo de la media estimada desde 2009.

Al comparar las negociaciones de deuda privada vs. deuda pública en el mercado local (Gráfico 32), se observa que la negociación de TES, incluyendo simultáneas, ha sido en promedio en los últimos años veinticinco veces la negociación total de los títulos de deuda privada.

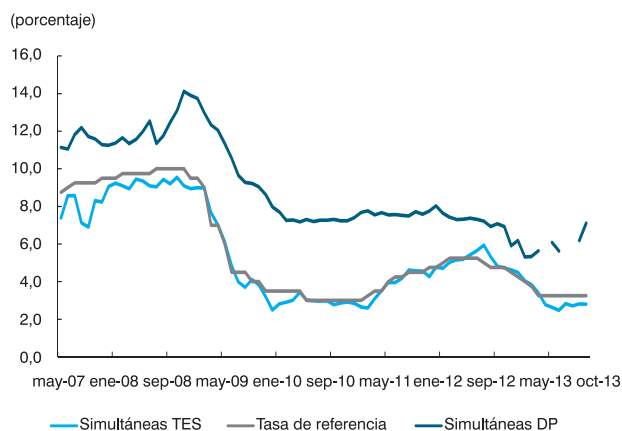
En el Gráfico 33 se encuentra la evolución de las tasas de las operaciones simultáneas de los TES y de deuda corporativa. En primer lugar, se destaca la existencia de un diferencial entre las tasas, el cual puede reflejar la existencia de una prima por liquidez o de un riesgo crediticio asociado con la deuda corporativa. Por otra parte, se observa que las dos tasas presentan una tendencia a la baja desde 2009 hasta mediados de 2010, que puede estar relacionada con el comportamiento de la tasa de referencia y la dinámica del crédito. A partir de 2011, cuando se presentaron aumentos en la tasa de referencia, se destaca que estos incrementos no se transmitieron a los títulos de deuda privada, a pesar de que el mercado de estos títulos presentó una disminución en su liquidez.

Gráfico 32  
Montos negociados TES y deuda privada (DP)



Fuente: BVC; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 33  
Simultáneas TES, DP y tasa de referencia



Fuente: BVC; cálculos del Banco de la República.

#### IV. Conclusiones

Históricamente el mercado colombiano de deuda privada ha estado marcado por los paulatinos cambios introducidos en la regulación que, junto con una mayor estabilidad macroeconómica, han permitido su desarrollo reciente. Sin embargo, al igual que en los países de la región, su liquidez y evolución aún se encuentran rezagadas frente a los títulos gubernamentales. Más aún, frente a la región, el mercado local de deuda corporativa presenta un rezago importante, ya que los indicadores de deuda privada/PIB (tanto de deuda interna como de deuda externa) son los menores de la región y presentan una tendencia de crecimiento menos acelerada.

De acuerdo con la literatura, el desarrollo del mercado de deuda privada contribuye al crecimiento económico, por lo cual es recomendable generar políticas encaminadas a impulsarlo. Asimismo, el estudio de este mercado y su profundización puede proveer información importante para el análisis y la instrumentación de políticas.

En Colombia el uso del mercado de deuda privada como fuente de financiación para las empresas es reducido y limitado a las de gran tamaño. Es por eso que las iniciativas

propuestas por el Gobierno (que se encuentran en la hoja de ruta mencionada) buscan su desarrollo, al facilitar el acceso a otras empresas más pequeñas y con menores calificaciones crediticias (como las pymes).

El mercado primario colombiano se caracteriza por la emisión de bonos ordinarios, titularizaciones y papeles comerciales. En términos generales, las emisiones son indexadas a la DTF si el plazo es inferior a tres años y al IPC en plazos superiores, que han alcanzado incluso los cuarenta años. Considerando que la preferencia por los títulos indexados al IPC proviene tanto de la oferta como de la demanda, esto podría reflejar que la dinámica de estos títulos obedece no solo a sus beneficios de diversificación y cobertura sino que también podría reflejar expectativas sobre la senda de crecimiento de dicha variable.

Finalmente, con relación al mercado secundario, se observó un aumento importante en los volúmenes de negociación entre 2007 y 2009, y una posterior disminución en la liquidez en los años siguientes, especialmente en 2011, año desde el cual se redujeron particularmente las negociaciones de operaciones simultáneas. 🌐

#### Referencias

- Arbeláez, M.; Perry, G.; Becerra, A. (2010). “Estructura de financiamiento y restricciones financieras de las empresas en Colombia”, working papers, núm. 2010/07, CAF.
- Arbeláez, M. (2008). “La dinamización del mercado de valores en Colombia”, documento interno, disponible en <http://www.amvcolombia.org.co/index.php?pag=home&id=35%7C92%7C0>.
- Banca de Inversión Bancolombia (2012). “La emisión de bonos como mecanismo alternativo para la consecución de recursos”, *Pulso Financiero*, Bancolombia, febrero.
- Bunda, I.; Hamann, J.; Lall, S. (2010). “Correlations in Emerging Market Bonds: The Role of Local and Global Factors”, working papers, núm. 10/6, IMF.



Caprio, G.; Demirgüç-Kunt A. (1997). “The Role of Long-Term Finance: Theory and Evidence”, *The World Bank Research Observer*, vol. 13, núm. 2.

Carvajal, I.; Mora, W. (2011) “Preparación de las pymes para el ingreso al mercado de capitales”, documento presentado para el Concurso de Arquitectos del Mercado de Capitales del AMV, versión 2011, disponible en <http://www.amvcolombia.org.co/attachments/data/20111228193101.pdf>.

CGFS (2007). “Financial stability and local currency bond markets”, working paper, núm. 28, CGFS.

Córdoba, J.; Junguito, R.; Montenegro, S. Renjifo, F. (2009). “Perspectivas del mercado de capitales, que queda por hacer”, *Carta Financiera*, núm. 148.

Correval (2010). “Prácticas y procesos en el mercado de capitales de Colombia”, documento interno.

González, A.; Rojas, C. (2008). “Mercado de capitales en Colombia: diagnóstico y perspectivas de su marco regulatorio”, documento interno de la ANIF, disponible en [http://anif.co/sites/default/files/uploads/BMundialmercadodecapitales09\\_0.pdf](http://anif.co/sites/default/files/uploads/BMundialmercadodecapitales09_0.pdf).

Gozzi, J.; Levine, R.; Peria, M.; Schmukler, S. (2012). “How Firms Use Domestic and International Corporate Bond Markets-How Firms Use Domestic and International Corporate Bond Markets”, working papers,

núm. 17763, National Bureau of Economic Research.

Jeanneau, S.; Tovar, C. (2006). “Domestic Bond Markets in Latin America: Achievements and Challenges”, *BIS Quarterly Review*, junio.

Jeanneau, S.; Tovar, C. (2008a). “Financial Stability Implications Of Local Currency Bond Markets: an Overview of the Risks”, en Bank for International Settlements (ed.), *New Financing Trends in Latin America: a Bumpy Road towards Stability*, vol. 36, pp. 65-87.

Jeanneau, S.; Tovar, C. (2008b). “Latin America’s Local Currency Bond Markets: an Overview”, en Bank for International Settlements (ed.), *New Financing Trends in Latin America: a Bumpy Road towards Stability*, vol. 36, pp. 46-64.

León, N.; Alba, A. (2011). “Segundo mercado: balance y propuestas para su profundización desde la perspectiva de las pequeñas y medianas empresas”, documento presentado para el Concurso de Arquitectos del Mercado de Capitales del AMV, versión 2010, disponible en <http://amvcolombia.org.co/index.php?pag=home&id=110%7C134%7C157>.

Turner, P. (2002) “Bond Markets in Emerging Economies: an Overview of Policy Issues”, BIS Papers, núm. 11, Bank of International Settlements.