



¿CÓMO OPTIMIZAR LA ESTRUCTURA DE DEUDA EN EMPRESAS DEL SECTOR REAL?

Contenido

Principales fuentes de fondeo de las empresas.....	1
Distribución de la deuda de las empresas colombianas.....	1
¿Cómo es el proceso de emisión y cuáles son sus costos?	3
Limitaciones y mitigantes en los procesos de emisión.....	6

Fuentes:

- Superintendencia Financiera de Colombia – SFC.
- Bolsa de Valores de Colombia – BVC
- Unidad de Regulación Financiera – URF
- Superintendencia de Sociedades – SS
- Banco de la República
- Departamento Administrativo Nacional de Estadística – DANE

Contactos:

Andrés Felipe Buelvas Porto
andres.buelvas@vriskr.com

Johely Lorena López Areniz
johely.lopez@vriskr.com

Luis Fernando Guevara Otálora
luisfquevara@vriskr.com

PBX: (571) 526 5977
Bogotá D.C., Colombia

En el presente informe, *Value and Risk* hace un análisis de la actual estructura de deuda observada en las empresas del sector real así como un acercamiento a las alternativas existentes para optimizarla. Para ello, tuvo en cuenta los costos y requisitos necesarios para llevar a cabo un proceso de emisión.

Principales fuentes de fondeo de las empresas

Una compañía básicamente cuenta con varias fuentes para financiarse:

- Generación interna de recursos.
- Recursos aportados por los accionistas vía capitalización.
- Endeudamiento financiero.
- Emisión de acciones (acciones comunes, preferentes o privilegiadas en el mercado primario).
- Emisión de renta fija bajo unas condiciones de plazo y amortización más flexibles que las obtenidas en el mercado crediticio. Existen tres tipos:
 - Papeles comerciales, (pagarés ofrecidos de forma masiva), a un plazo de entre quince días a un año.
 - Bonos, o valores representativos con mínimo un año de plazo.
 - Titularizaciones, mediante la obtención de recursos a través de la emisión de títulos de contenido crediticio, representativos de flujos futuros u otros activos subyacentes.

Distribución de la deuda de las empresas colombianas

Acorde con las cifras de la Superintendencia Financiera – SFC, **Value and Risk** estima que la deuda corporativa y de las empresas no financieras en Colombia, a septiembre de 2019, ascendió a \$291,4 billones¹ y se distribuyó de la siguiente forma:

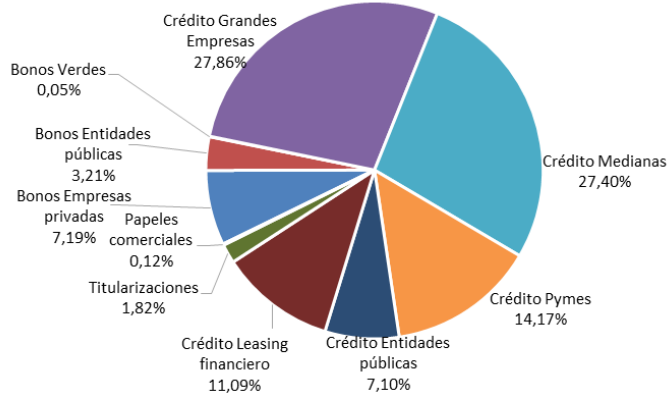
- Créditos por \$255.3 billones otorgados por establecimientos de crédito vigilados;
- Emisiones de deuda y papeles comerciales por \$30.8 billones; y,
- Titularizaciones cuyo saldo a la fecha de estudio ascendían a \$5,3 billones.

De lo anterior se infiere que las emisiones de bonos del sector real solo representan el 10,6% de sus pasivos financieros, y significan solamente el 3,5% del PIB nacional (por saldo acumulado).

¹ Sin incluir créditos otorgados por originadoras vigiladas por la Superintendencia de Sociedades y cooperativas vigiladas por Superintendencia de la Economía Solidaria.



**Distribución Pasivo financiero sector real -
Sep2019**



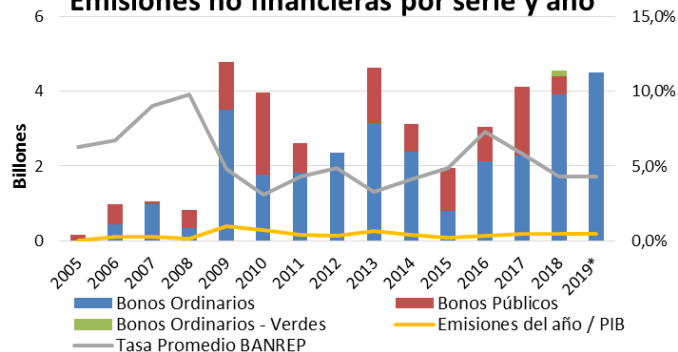
La penetración de las emisiones de deuda a través del mercado primario es baja, ya que solamente representan el 10,6% de las fuentes de fondeo de las empresas no financieras.

Nota: Se incluyen emisiones en el segundo mercado
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia
Cálculos: Value and Risk Rating S.A.

Si bien es cierto que la emisión de títulos ha crecido sostenidamente desde 2015, el ritmo aún no alcanza el histórico de 2009. De hecho, como proporción del PIB, las emisiones anuales de compañías no financieras se mantiene por debajo de 1% desde el año 2015.

Las entidades aún prefieren endeudarse con créditos, ya que los establecimientos bancarios han adaptado sus productos para atender las necesidades a mediano plazo. No obstante, estas operaciones podrían complementarse de manera eficaz a través de emisiones de deuda a plazos mayores y amortizaciones de capital más flexibles, lo que favorecería el flujo de caja de las compañías.

Emisiones no financieras por serie y año



*A septiembre 2019
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia
Cálculos: Value and Risk Rating S.A

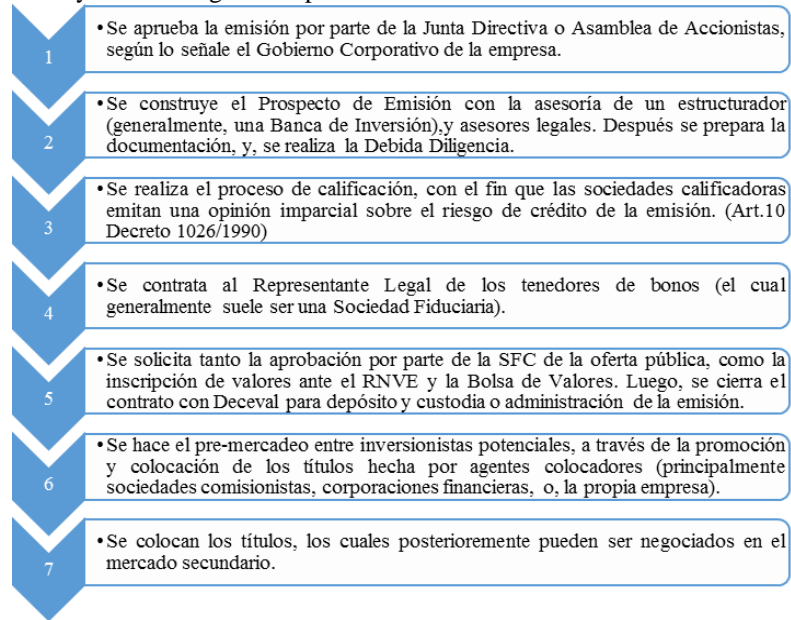
Según las cifras publicadas por la Superintendencia de Sociedades a diciembre 2018, dentro de las 1.000 empresas más grandes de Colombia hay 702 compañías, que simultáneamente tienen ingresos y activos superiores a USD 40 millones. Sin embargo, solo 38 de ellas (el 5%), son emisores de algún título valor.

De esta manera, es evidente la preferencia de las empresas por el endeudamiento a través de los establecimientos de crédito, quienes han adaptado sus productos a las necesidades de las compañías, lo cual disminuye el apetito para llevar a cabo emisiones. No obstante, esas fuentes de financiación, en opinión de **Value and Risk**, son complementarias, teniendo en cuenta que atienden necesidades diferentes de financiación.

¿Cómo es el proceso de emisión y cuáles son sus costos?

Los requisitos mínimos se establecen en el Decreto 1026 de 1990. Normalmente, el proceso de emisión de deuda puede tardar entre 4 a 6 meses y surte los siguientes pasos:

Aunque se ha señalado que los procesos de emisión son costosos, Value and Risk encontró que estos son compensados de forma importante al considerar los beneficios obtenidos.



Fuentes: Bolsa de Valores de Colombia – BVC, Banco de la República
 Construcción: Value and Risk Rating S.A.

Si bien el proceso para emitir deuda no es tan complejo, una de las principales razones de las empresas para no contemplar este mecanismo de deuda son los costos asociados. Al respecto, y tomando como fuente información de la Bolsa de Valores, dentro de los costos que se asumen las empresas que no pertenecen al sistema financiero se cuentan:

- La inscripción en el RNVE² y la BVC, el pago de los derechos para realizar la oferta pública, el costo de Deceval³, la asesoría legal, las comisiones de los colocadores y estructuradores, los costos del Revisor Fiscal (quien debe verificar la veracidad del contenido del prospecto), publicidad y mercadeo. De igual forma, se debe contratar a un representante de los tenedores y la calificación de riesgo⁴. En total, **Value and Risk** estima que estos valores representan, en conjunto, entre un 1% y 3% del valor emitido. Luego de efectuarse la emisión, la empresa deberá asumir un costo por mantenimiento del registro en el RNVE y la BVC, los servicios ofrecidos por Deceval, así como la calificación de riesgo. **Value and Risk** estima, en conjunto, estos costos anualmente no superan 0,1% del total

² Registro Nacional de Valores y Emisores.

³ Depósito Central de Valores

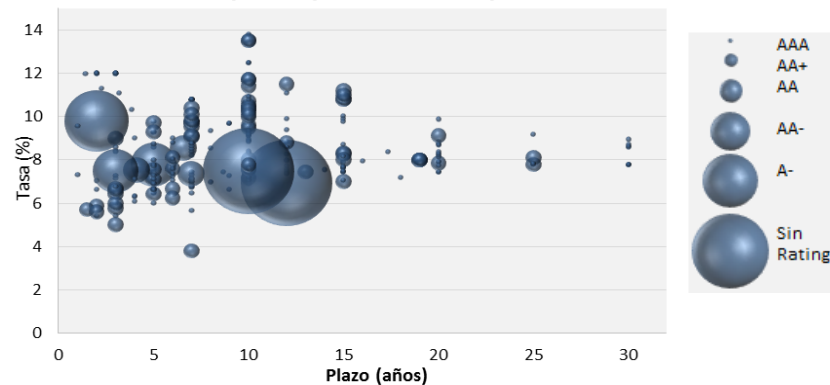
⁴ La Calificadora publica su esquema de tarifas en la página web www.vriskr.com

Cabe resaltar que el costo más importante en una emisión es la tasa de interés que se reconocerá a los inversionistas. Al respecto, la Calificadora realizó un estudio de las 287 series emitidas desde 2003 a septiembre de 2019, los cuales contrastó con los plazos obtenidos y calificaciones asignadas:

En las 287 series analizadas, las tasas en las emisiones son más altas que las ofrecidas por créditos preferenciales, pero son inferiores a las otorgadas por los créditos ordinarios.

No obstante, se resalta que los plazos que logran obtener las emisiones, frente a los préstamos, son ampliamente superiores (hasta de 30 años).

Tasa, plazo y calificación por Emisor



Nota: Las emisiones “Sin Rating” son del Segundo Mercado
 Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia
 Cálculos: Value and Risk Rating S.A.

Como puede observarse, si bien la tasa que ofrecen los títulos aumenta en la medida que aumenta el plazo y el riesgo es más alto, los costos a 10 años y 30 años son prácticamente similares. A su vez, los títulos con mejor calificación obtuvieron mejores condiciones en plazo y tasa. De otra parte, se observa que los costos de las emisiones con menor rating son competitivos frente a créditos ordinarios e incluso se acercan a las tasas ofrecidas por los bancos a clientes preferenciales:

	Rating	TASA		PLAZO (años)		BID-TO-COVER	
		Prom. Pond.	Prom. Simple	Prom. Pond.	Prom. Simple	Prom. Pond.	Prom. Simple
Emisiones	AAA	9,76%	8,29%	10,89	10,1	2,0	2,3
	AA+	8,84%	8,68%	10,52	9,9	1,7	1,9
	AA	12,11%	7,81%	6,72	5,9	1,6	1,3
	AA-	7,58%	7,64%	3,60	4,0	2,3	2,5
	A-	9,80%	9,80%	2,00	2,0	1,0	1,0
Créditos	Ordinario	10,57%	13,45%	Hasta 7 años según cliente, necesidad y colaterales.		Información no disponible	
	Preferencial	7,14%	7,62%				
	Tesorería	6,80%	8,50%	0,5	0,5		

Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia
 Cálculos: Value and Risk Rating S.A

De lo anterior se evidencia que, en efecto, el costo financiero aumentó cuando la calificación fue más baja, aunque la diferencia entre un título con calificación AAA y uno AA- fue cercana a 40 y 50 puntos básicos (si se considera tanto el promedio simple, y se comparan los mismos plazos de emisión, como se aprecia en el gráfico de “Tasa, plazo y rating”).



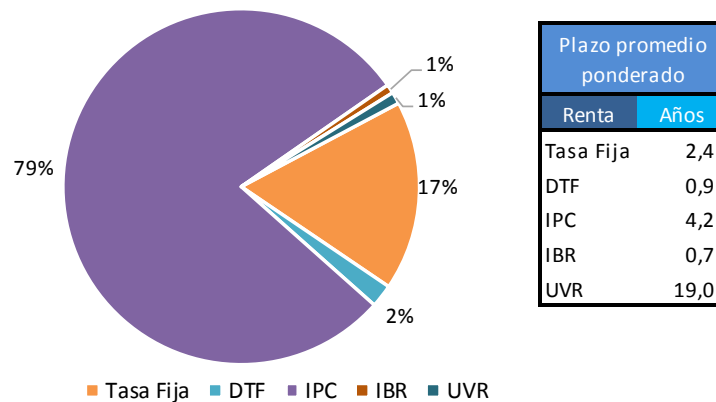
En ese sentido, se resalta que desde 2003 todas las emisiones han sido sobre-demandadas⁵, teniendo en cuenta que el *bid-to-cover ratio*⁶ fue superior a una vez en todos los rangos, y a dos veces en promedio. Este aspecto contribuyó a reducir los costos financieros de las emisiones, sin embargo, dicha relación disminuye a medida que el *rating* baja.

Un punto adicional al anterior y que podría contribuir a que las emisiones sean atractivas para las empresas que buscan financiamiento son las bajas tasas de referencia establecidas por el Banco de la República. Se observó que en los años con crecimiento importante de emisiones (2009, 2013 y 2017), coincidieron reducciones en las tasas de referencia.

De otra parte, como puede observarse en el siguiente gráfico, la mayor parte de las emisiones han sido colocadas a IPC así como a tasa fija.

La variable a la que se indexan las emisiones cambia según el plazo. Por ejemplo, si este aumenta, se prefieren el IPC y el UVR, para intentar obtener rentabilidades reales, y, reducir la sensibilidad de la DTF y la Tasa Fija, a través del tiempo.

Composición por tipo de renta



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia
Cálculos: Value and Risk Rating S.A.

Al respecto, las emisiones con plazos superiores a tres años se indexaron a IPC o UVR, mientras que cuando fueron inferiores se colocaron a tasa fija, IBR o DTF. **Value and Risk** considera que lo anterior se encuentra acorde tanto a la sensibilidad que pueden presentar los títulos en tasa fija, IBR y DTF ante cambios en las políticas monetarias del Emisor, como a la mayor posibilidad de obtener una rentabilidad real en un horizonte lejano que ofrecen aquellos indexados a UVR y/o IPC.

De otra parte, al sumar los costos de emisión en conjunto con los rendimientos ofrecidos a los inversionistas, el costo total para el primer año de la emisión fluctuaría entre 10,6% y 15,1%, el cual es superior al que se asumiría en un crédito. Sin embargo, para los años subsiguientes, dicho costo bajaría a un rango entre 7,7% y 12,2%, nivel similar al de los créditos ordinarios y preferenciales, pero con un plazo muy superior. Esto permite apalancar de una manera más eficiente los proyectos de inversión, con su correspondiente beneficio en la estructura financiera de las compañías.

⁵ El 90% de las emisiones no financieras fueron adjudicadas por subasta holandesa, es decir, tomando las propuestas de los inversionistas y eliminando aquellas superiores a la tasa de corte establecida por la empresa, y se adjudican por cantidad demandada.

⁶ Monto demandado / Monto colocado



Limitaciones y mitigantes en los procesos de emisión

Adicional a los que se hizo referencia anteriormente, existen otros costos implícitos y variables adicionales que, en opinión de la Calificadora, han limitado la financiación a través del mercado de capitales en la última década:

1. *La falta de información transparente, y, las necesidades de fortalecer el Gobierno Corporativo de las empresas, podrían ser una limitante en el proceso de emisión.* Al respecto, es importante señalar que un proceso de calificación contribuye a disminuir ese riesgo, ya que este factor es uno de varios evaluados para asignar un *rating*⁷.
2. *Ampliación de la base de emisores hacia empresas de menor tamaño.* Uno de los objetivos del Gobierno es la creación de un “Mercado Balcón” para las Pymes, por medio del cual se harían emisiones hasta por un tope de 584.000 UVT⁸ (aproximadamente COP 20.000 millones). Dichos títulos estarían dirigidos a inversionistas calificados y clientes inversionistas. Los estándares de revelación de información serían adaptados al tamaño y el tipo de emisión.

Si bien se ha recomendado que estas emisiones no se califiquen con el objetivo de incentivar un mayor número de emisores, **Value and Risk** considera fundamental que exista una opinión independiente, que evalúe y revele los riesgos, aspecto que contribuirá en la toma de decisiones por parte de los inversionistas.

3. *Condiciones regulatorias.* La Calificadora opina que, pese a la incertidumbre generada para la inversión en los últimos años por los cambios normativos y tributarios, las condiciones para invertir son favorables.

Como aspecto positivo, **Value and Risk** destaca la alineación regulatoria por parte del Gobierno a los estándares internacionales (como ocurrió con la Ley de Conglomerados Financieros), lo cual fortalece las prácticas de gobierno corporativo que, como se vio anteriormente, limitan el apetito de los inversionistas. Sin embargo, aún persisten retos como el reducir la aversión al riesgo de inversión en títulos con *ratings* más bajos.

La Calificadora considera que dicha aversión esta en parte motivada por el “sesgo regulatorio”. Al respecto, actualmente existen limitantes por parte de las entidades territoriales y descentralizadas para invertir sus excedentes de liquidez, ya que solo pueden hacerlo en bancos con la máxima calificación para el corto plazo, o, con la segunda más alta para el largo plazo.

⁷ **Value and Risk** tiene publicada la metodología de evaluación para calificaciones y emisiones del sector corporativo. En ella, uno de los puntos en los que se profundiza es en el análisis de la calidad institucional, y, en los mecanismos de gestión y control. Para mayor detalle se puede consultar dicha metodología en la página web www.vriskr.com

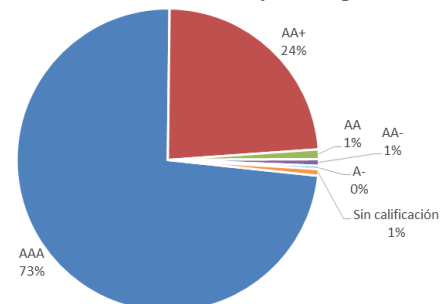
⁸ Unidad de Valor Tributario. Este índice se fija anualmente por la DIAN (2020: \$35.607).

Es posible que por lo anterior, sumado a la aversión al riesgo de inversionistas y administradores, los emisores no recurrentes con calificaciones inferiores a AA+ o con bajos montos de colocación, tengan mayores barreras para la colocación de títulos en el mercado.

En este sentido, para la Calificadora es importante enfatizar que títulos con *ratings* en categorías AA, A o incluso BBB, aún mantienen niveles razonables de riesgo al mantenerse dentro de grado de inversión. Por tal razón, deberían ser susceptibles de ser tenidos en cuenta a la hora de construir una estrategia de inversión.

En concordancia con lo anterior, cabe anotar que desde 2003, el 97% de las series obtuvieron una calificación de AAA o AA+:

Calificaciones no financieras por rating



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia
Cálculos: Value and Risk Rating S.A.

4. *Mejorar la accesibilidad.* Una de las propuestas de la Misión del Mercado de Capitales es profundizar el mercado privado (o Segundo Mercado), con títulos que no serían inscritos ni negociados en otros segmentos del mercado de valores (como por ejemplo, el mercado primario), y que según ésta, deberían contar con una calificación de riesgo (al menos en los instrumentos de deuda). Dicho mercado se organizaría dentro del SIMEV⁹, y estas emisiones se dirigirían a inversionistas calificados¹⁰.

Otra forma de mejorar la accesibilidad es a través de las emisiones verdes, las cuales deben cumplir condiciones con impacto ambiental o social. De ser así, se podrían lograr beneficios en tasa, ampliar la base de inversionistas (que se especializan en este tipo), y aumentar la reputación de la empresa.

5. *Evolución macroeconómica.* El comportamiento reciente y la tendencia a mediano plazo del país no sugieren grandes alteraciones económicas, incluso las tasas de intervención e inflación se encuentran en niveles atractivos para optar por financiamientos de largo plazo¹¹.

⁹ Sistema de Información del Mercado de Valores

¹⁰ Fondos de pensiones y cesantías, aseguradoras, Fondos de Inversión Colectiva, Fondos de Capital Privado, fondos mutuos, fondos de capital extranjero, profesionales de mercado, *brokers, dealers*, gobiernos extranjeros, entre otros.

¹¹ Una mirada ampliada a esta situación se analiza en el informe especial “*Perspectivas macroeconómicas de Colombia: ¿Qué pasó en 2019 y que se espera en 2020?*”, el cual está disponible en www.vriskr.com



6. *Complementariedad establecimientos de crédito – mercado de capitales.* Esta situación sugiere un gran potencial para la optimización de la estructura de capital de las empresas, al considerar que existen diferentes necesidades de financiación, y según el proyecto y el plazo para llevarlo a cabo.
7. *Percepción en la estabilidad macroeconómica.* Colombia, al ser el país con uno de los mejores crecimientos económicos de América Latina para 2019 y proyectado para 2020, podría incrementar su mejor percepción de riesgo en el Mercado Integrado Latinoamericano – MILA, en donde también participan México, Perú y Chile. Esto abriría la puerta a nuevos inversionistas extranjeros.
8. *Mayor inclusión financiera.* El mayor grado de avance logrado por los establecimientos de crédito y comisionistas permite llegar a una mayor población, lo cual se convierte en un canal para que más gente pueda acceder al mercado de capitales.

Un concepto emitido por Value and Risk Rating S.A. Sociedad Calificadora de Valores es una opinión técnica independiente y en ningún momento pretende ser una recomendación. La información contenida en esta publicación ha sido obtenida de fuentes que se presumen confiables y precisas. Por ello, la Calificadora no asume responsabilidad por errores, omisiones o por resultados derivados del uso de esta información.