

**DETERMINANTES DE LA PRIMA DE RIESGO ENTRE LA DEUDA SOBERANA Y
LA DEUDA CORPORATIVA EN EL MERCADO COLOMBIANO: ANÁLISIS DEL
PERÍODO 2006-2015**

HANIA KATINA CÁRDENAS MÉNDEZ

UNIVERSIDAD EAFIT

ESCUELA DE ECONOMÍA Y FINANZAS

MAESTRÍA EN ADMINISTRACIÓN FINANCIERA

MEDELLÍN

COLOMBIA

2015

**DETERMINANTES DE LA PRIMA DE RIESGO ENTRE LA DEUDA SOBERANA Y
LA DEUDA CORPORATIVA EN EL MERCADO COLOMBIANO: ANÁLISIS DEL
PERÍODO 2006-2015**

Trabajo presentado como requisito parcial para optar al título de magíster en

Administración Financiera

HANIA KATINA CÁRDENAS MÉNDEZ¹

Asesor: Andrés Mauricio Mora Cuartas, M. F., M. Sc.

UNIVERSIDAD EAFIT

ESCUELA DE ECONOMÍA Y FINANZAS

MAESTRÍA EN ADMINISTRACIÓN FINANCIERA

MEDELLÍN

COLOMBIA

2015

¹ hcarden2@eafit.edu.co

Determinantes de la prima de riesgo entre la deuda soberana y la deuda corporativa en el mercado colombiano: análisis del período 2006-2015

Resumen

El presente artículo tiene como objetivo identificar, en un período de estudio específico, los determinantes de la prima de riesgo de los títulos de deuda corporativa con respecto a la tasa libre de riesgo, teniendo en cuenta que el margen de negociación entre los activos mencionados se reduce de manera importante en ciertos momentos de mercado. Para este propósito, se realiza un análisis descriptivo de dos momentos puntuales entre 2006 y 2015. Se encontró que la prima de riesgo involucra elementos adicionales al riesgo de crédito y de liquidez y que puede variar en el tiempo, a pesar de que las condiciones del emisor no hayan cambiado. Por lo anterior se recomienda el análisis y el seguimiento del conjunto de determinantes de la prima de riesgo por parte de analistas, emisores e inversionistas para la toma de decisiones con el propósito de explicar comportamientos del mercado de deuda corporativa local.

Palabras clave: curva de rendimientos, prima de riesgo, emisiones.

Abstract

This article aims to identify, in a specific period of study, the determinants of the risk premium of corporate debt relative to the risk-free rate, taking into account the margin for negotiation between these assets are significantly reduced at certain times of market. For this purpose, a descriptive analysis of two time points between 2006 and 2015 is done. The results reveal that the risk premium involves additional elements to credit risk and liquidity risk and it can vary over time even though the conditions of the issuer have not changed. Therefore, the analysis and monitoring of all the determinants of the risk premium by analysts, issuers and investors is recommended to decision making process and to explain behavior of local corporate debt market.

Keywords: yield curves, risk premium, bond issues.

Introducción

La prima de riesgo de país, así como la de los activos financieros al interior de cada estado, ha sido centro de atención para analistas, emisores e inversionistas. Esto obedece a que, por una parte, es un buen indicador de la capacidad de los emisores para acceder a los recursos en el mercado de capitales por cuanto ofrece una guía de las tasas y los plazos a los que podrían

financiarse y, por otra, refleja en forma general los riesgos que asumen los inversionistas al adquirir un título de deuda, entre los que se destacan los de crédito y de liquidez.

Dentro del mercado de renta fija local, la prima de riesgo se podría definir como el diferencial entre la tasa de interés que deben pagar los emisores de títulos de deuda corporativa a los inversionistas y la tasa de los TES, emitidos por el Gobierno Nacional a través del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, concebidos por los analistas como instrumentos libres de riesgo. Lo anterior bajo el supuesto de que el Gobierno no va a entrar en quiebra, situación más probable en la empresa privada, según el caso particular del emisor.

En otras palabras, y desde el punto de vista del inversionista, la prima de riesgo muestra el exceso de retorno exigido a los títulos emitidos por agentes diferentes al Gobierno Nacional, al tener en cuenta los riesgos asociados con cada activo y con su emisor. Es así como la prima de riesgo es, en sí misma, la evidencia empírica de que los inversionistas exigen compensaciones superiores a los retornos de los TES para comprar activos de deuda corporativa tanto en el mercado primario como en el secundario. Suponiendo igual duración, ¿por qué un inversionista estaría dispuesto a comprar un activo al mismo precio de un TES teniendo en cuenta que este último se encuentra respaldado por el Gobierno Nacional?

A pesar de esta consideración racional y manteniendo inalteradas las condiciones de solvencia y liquidez de los emisores privados, se ha evidenciado que, en algunos momentos de mercado, los inversionistas están dispuestos a reducir la prima de riesgo y con ello el margen de negociación entre la deuda corporativa y la deuda soberana.

Se considera, entonces, importante estudiar aquellos momentos puntuales en el mercado de renta fija colombiano, de manera específica en el período comprendido entre 2006 y 2015,

para establecer si, además del riesgo de crédito y de liquidez, existen determinantes adicionales de la prima de riesgo para la toma de decisiones por parte de los inversionistas. De ser así, el conjunto de elementos por considerar, así como su concurrencia, serían objeto de seguimiento por parte de los analistas e inversionistas para la toma de decisiones y para explicar comportamientos en la curva de rendimientos de la deuda corporativa local.

Por lo anterior, el presente artículo tiene como objetivo identificar, en un período de estudio específico, los determinantes de la prima de riesgo de los títulos de deuda corporativa con respecto a la tasa libre de riesgo, que, para el mercado local colombiano, es la curva de rendimientos de la deuda soberana, TES, teniendo en cuenta que el margen de negociación entre los activos mencionados se reduce de manera importante en ciertos momentos de mercado.

Para tal fin, el artículo se desarrolla en cuatro secciones: la primera muestra en forma breve la curva de rendimientos de los TES como referencia de estructura de tasa libre de riesgo y el significado teórico de la prima por riesgo; en la segunda sección se describen dos momentos entre 2006 y 2015, cuando el margen entre la deuda soberana y la deuda corporativa se redujo de manera ostensible; en la tercera parte se registran los factores que determinan el apetito por deuda corporativa por parte de los inversionistas y, por último, en la cuarta se identifican cuáles de dichos factores fueron los más importantes en las decisiones de inversión durante los dos períodos objeto de estudio para llegar a conclusiones.

Marco teórico

La curva de rendimientos de los TES: estructura de tasa libre de riesgo en Colombia. La curva de rendimientos o estructura a plazos refleja el retorno que exige el mercado. De acuerdo con Parra (2010, p. 315),

Si se considera al conjunto de títulos emitidos por el Gobierno colombiano o alguno de sus entes territoriales como el grupo de activos con el menor riesgo crediticio en el mercado local, la estructura de plazos construida con los retornos ofrecidos por estas inversiones puede utilizarse como curva doméstica libre de riesgo de tasas de interés. Así, analizar en cada punto de la curva la diferencia (o el spread) que existe con relación a la estructura de tasas de interés de emisores riesgosos podría develar indicios sobre los elementos que generan la dinámica y el nivel de precios de los activos financieros. Y aún más importante, descomponer esta diferencia permitiría cuantificar cambios en la percepción de los agentes de los distintos riesgos que afectan el valor de las inversiones en el sistema financiero colombiano a través del tiempo.

Así mismo, y para justificar por qué la curva de rendimientos de los TES se toma como la estructura de tasas libre de riesgo para el mercado de renta fija local, el decreto 1525 de 2008, que dicta normas relacionadas con la inversión de los recursos de las entidades estatales de los órdenes nacional y territorial, dice en su artículo 42 que al definir las políticas de rentabilidad en la administración de los excedentes de liquidez, las entidades deberán “formular metas de rentabilidad con sujeción a las políticas de riesgo, estructura y liquidez del portafolio, con referencia en la tasa libre de riesgo” (Presidencia de la República, 2008, p. 16). Para mayor claridad, el párrafo del mismo artículo indica que “tratándose de inversiones en moneda legal colombiana, entiéndase por tasa libre de riesgo la correspondiente a la tasa de mercado de los Títulos de Tesorería –TES– para el plazo respectivo” (Presidencia de la República, 2008, p. 16).

Tal como aducen Echeverry, Gómez y Navas (2008), la creación de una curva de rendimientos que sirva como referencia para valorar o asignar precio a otros títulos del mercado debe provenir de uno de títulos que tenga volumen y liquidez importantes. Como el gobierno es el mayor emisor en Colombia, así como en la mayoría de países, la deuda pública cumple los requisitos para ser el referente de precios de la deuda corporativa.

Prima por riesgo: curva de rendimiento de los TES versus curva de rendimiento de deuda corporativa. Al considerar la curva de los TES como referencia libre de riesgo, cualquier curva de rendimientos conformada por títulos de renta fija con una menor calificación crediticia debería mostrar mayores retornos para dichos activos financieros con respecto a los de la curva de TES. La diferencia en cada plazo al vencimiento entre una curva y otra es la prima de riesgo a la que se ha hecho mención, más conocida en el lenguaje del mercado financiero como *spread*.

No obstante, la medición del *spread* ha estado limitada por características propias del desarrollo del mercado local, ya que la obtención de muestras representativas de datos para lograr curvas de rendimientos ha sido posible solo con la consolidación de un mercado profundo en términos de volumen y liquidez.

La construcción de curvas de rendimientos requiere la aplicación de modelos matemáticos para ajustar, en una misma línea, la serie de puntos que representan el conjunto de tasas en diferentes plazos al vencimiento y así lograr una verdadera referencia de tasas o precios de negociación para los inversionistas para con ello obtener una representación gráfica de las expectativas del mercado (Santana, 2008).

El desarrollo de la curva de rendimientos de los TES tiene su origen en la historia reciente cuando los inversionistas privados comenzaron a participar en las subastas de dichos títulos para financiar el endeudamiento del Gobierno nacional y se logró un volumen de negociación tal que permitiera generar una muestra de tasas de referencia en los plazos al vencimiento de los títulos emitidos. Esta primera aproximación ocurrió en 1996 y en 2002 se aplicó a la metodología de Nelson y Siegel (1987), que es la utilizada en la construcción de la curva de TES tasa fija que a la fecha publica la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) (Santana, 2008).

Por su parte, no existe una construcción formal de una curva o estructura a plazos de la deuda corporativa en Colombia, pues el proceso de profundización de este mercado comenzó a partir de hace diez años. Aunque la resolución 400 de 1995 de la Superintendencia Financiera de Colombia definió los lineamientos y requisitos que deben cumplir las personas jurídicas del sector privado constituidas de conformidad con la ley para emitir títulos valores como alternativa de financiación, a partir de 2004 el mercado de deuda corporativa tuvo su auge, con un monto total de colocaciones de \$6,5 billones de pesos equivalente a un crecimiento de 234% con respecto al año anterior (Echeverry, Gómez y Navas, 2008).

No obstante el incremento significativo en la profundidad y liquidez del mercado doméstico de deuda corporativa, el universo respectivo comprende un conjunto de títulos muy diferentes entre sí, lo que dificulta la construcción de una curva de rendimientos. Si bien la idea de agrupar títulos con características similares como como la calificación, el sector económico del emisor (financiero, real o público de orden no nacional), el índice al que están atados los intereses, entre otros, suena consistente para construir una curva de rendimientos basada en las tasas de negociación; el resultado es la creación de tantos grupos como tenga la muestra de un mercado fragmentado y con pocos puntos para trazar la línea continua. Así mismo, si se opta por eliminar un criterio o filtro de agrupación para permitir más datos en la muestra, se podría correr el riesgo de tener, en una misma curva, títulos con riesgos de crédito y de liquidez diferentes, lo que desvirtuaría así el objetivo de la misma.

Por fortuna, el mercado de deuda corporativa se dinamizó aún más en 2009. Con los decretos 1120 y 1121 de 2008 se reglamentaron la intermediación en el mercado de valores y las características de los sistemas de negociación y de registro, lo que permitió la celebración de

operaciones en el mercado *over the counter* (OTC) y con ello se impulsó la demanda de los títulos de deuda corporativa (Leiton Rodríguez, Rassa Robayo y Rojas Moreno, 2014).

La mejor evidencia del crecimiento de dicho mercado es el aumento de las colocaciones anuales y el mayor apetito por las emisiones. De acuerdo con el estudio realizado por Leiton Rodríguez, Rassa Robayo y Rojas Moreno (2014), entre 2006 y 2008 el promedio anual de colocación fue de \$5 billones, en 2009 y 2010 ascendió hasta \$13,7 billones y entre 2011 y 2012 se colocaron, en promedio \$8,3 billones, tal como se evidencia en la figura 1.

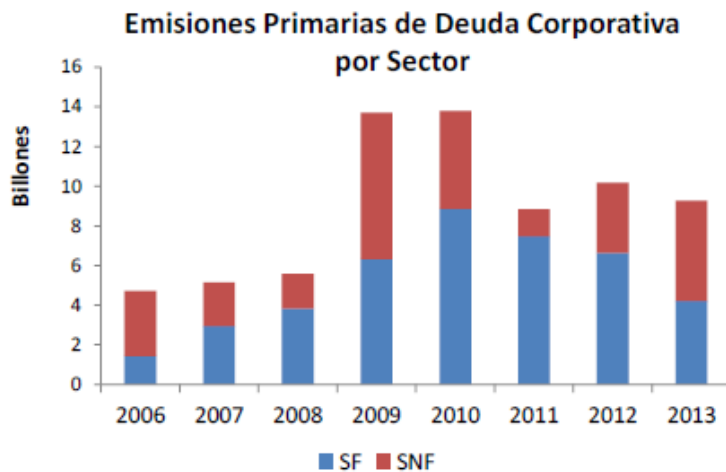


Figura 1. Emisiones primarias de deuda corporativa por sector

Fuente: Leiton Rodríguez, Rassa Robayo y Rojas Moreno (2014, p. 15)

Otro de los indicadores típicos del desarrollo del mercado es el incremento en el plazo de colocación, tal como se muestra en la figura 2. Este aumento es notable en los emisores privados del sector real con un plazo promedio de las colocaciones de 8,9 años, frente a 5,8 de las emisiones del sector financiero (Leiton Rodríguez, Rassa Robayo y Rojas Moreno, 2014).

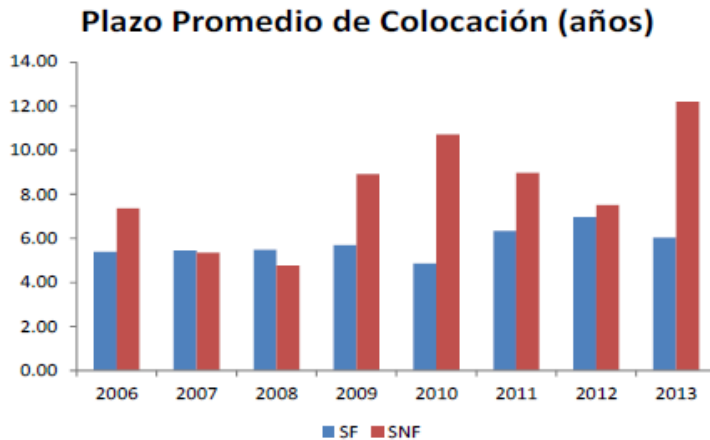


Figura 2. Plazo promedio de colocación (años)

Fuente: Leiton Rodríguez, Rassa Robayo y Rojas Moreno (2014, p. 16)

Con la profundización reciente del mercado se ha hecho viable obtener una muestra más representativa de tasas de negociación en los diferentes plazos y aunque no se han subsanado del todo las limitaciones descritas y aún no existe una curva de rendimientos de deuda corporativa oficial, pública y común para todos los agentes del mercado, los analistas e inversionistas han utilizado dicha información para hacer aproximaciones que permiten estimar la prima de riesgo de la deuda corporativa.

Basados en el exceso de rendimiento exigible para compensar el riesgo de emisor (crédito) y de liquidez de los mencionados instrumentos, los inversionistas realizan sus posturas en las subastas de emisiones de deuda corporativa (mercado primario) y de forma agregada asignan tasas de referencia para determinados plazos al vencimiento. Como consecuencia, en el mercado secundario se empiezan a negociar instrumentos de similares características con valores cercanos a las tasas de corte de las subastas, suponiendo que a partir de ellas se logra la asignación del precio justo de un activo.

Esta relación causal también se puede dar en sentido contrario, puesto que la negociación regular de instrumentos de deuda corporativa en el mercado secundario sirve como guía a los inversionistas para hacer sus posturas en las subastas de títulos con características similares.

En este sentido, es factible establecer un *spread* para comprender y cuantificar la compensación requerida por los agentes para tomar sus decisiones de inversión en alternativas distintas a la deuda soberana en los diferentes plazos y en diferentes momentos del tiempo y, así mismo, permitir a los emisores del sector privado, una estimación explícita del costo aproximado de fondeo en el mercado de capitales local (Parra, 2010).

Evidencia empírica

Como se expuso antes, las tasas de negociación en el mercado secundario, así como en el primario de deuda corporativa, por lo general se encuentran por encima de los TES de plazo similar, debido a la prima de riesgo. Sin embargo, en algunos momentos de mercado se ha visto la negociación de ciertos instrumentos e, incluso, corte de emisiones, a tasas más bajas que las de los TES.

En línea con lo anterior, el objetivo de este artículo es identificar los elementos que los inversionistas tienen en cuenta para determinar la prima de riesgo de entre la deuda corporativa y la pública, para con base en esto mostrar que, en ciertas coyunturas de mercado, pueden existir variables adicionales al riesgo de crédito y de liquidez que tienen en cuenta los agentes para sus decisiones de inversión para con ello disminuir dicha prima o, incluso, desaparecerla.

Para analizar lo planteado, se tomaron las curvas de rendimientos de los TES en diferentes momentos en el período comprendido entre 2006 y 2015 y los títulos emitidos por entidades privadas de los sectores real y financiero en las mismas fechas.

Se seleccionaron los títulos de deuda corporativa con la más alta calificación crediticia (AAA), pues, tal como lo muestran Leiton Rodríguez, Rassa Robayo y Rojas Moreno (2014) en su estudio, el mercado colombiano de este tipo de deuda se compone en un 80% de emisiones calificadas AAA, o que permite obtener una muestra representativa para efectuar la comparación de las tasas y así identificar el *spread*.

En línea con lo anterior, para el análisis se tomaron los títulos de deuda corporativa indexados con IPC, ya que, de conformidad con siguiendo el trabajo de los autores que acaban de mencionarse, entre 2006 y 2013 el 52% de las emisiones de deuda corporativa estuvieron atadas a dicho indicador, seguidas por el 21% a tasa fija, el 16% a DTF, el 9% a IBR y el 2,8% a UVR. La explicación de la preferencia por los títulos indexados con el IPC se explica por el interés de los emisores del sector real en alinear los pasivos con el crecimiento de sus ingresos, que, en ciertos casos, puede estar relacionado con el ciclo económico, reflejado, en parte, por la inflación o, en el caso del sector financiero, con los menores costos de fondeo ante períodos de alto apetito por deuda corporativa. Desde el punto de vista de la demanda, el mayor interés se puede explicar por los inversionistas institucionales, que, en busca de asegurar una rentabilidad real, realizan inversiones indexadas con el IPC para cubrirse ante el riesgo inflacionario.

Por el lado de la deuda pública y para hacer una comparación apropiada con la selección anterior, se tomaron las curvas de rendimientos de los TES en tasa fija denominados en UVR, que también representan una cobertura sobre la inflación. Empero, cabe anotar que estos últimos tienen mayor volatilidad que los títulos indexados con IPC por cuanto, además de los pagos de intereses (cupones), el valor del principal también varía con la inflación (Leiton Rodríguez, Rassa Robayo y Rojas Moreno, 2014).

Los datos de los títulos de deuda corporativa se obtuvieron de la información publicada por la BVC y los de los TES de las bases publicadas por el Banco de la República de acuerdo con lo arrojado por el Sistema Electrónico de Negociación (SEN), administrado por la mencionada entidad.

Primer momento. Durante la primera mitad de 2006, algunas emisiones de títulos de deuda corporativa cortaron a tasas inferiores o muy cercanas a las tasas de los TES para plazos semejantes. Para ser más exactos, el 7 de abril de 2006, la empresa Interconexión Eléctrica S. A. (ISA) realizó una emisión de bonos por un monto de \$118.500 millones a una tasa de corte equivalente al IPC + 4,58%, con plazo al vencimiento de 20 años (7 de abril de 2026). Para la fecha de la emisión, el TES de tasa fija en UVR de mayor plazo era el de vencimiento en febrero de 2015 (alrededor de 8,9 años al vencimiento), y se cotizaba al 4,18%. La lectura hasta entonces era que 40 puntos básicos adicionales compensarían el riesgo por asumir 11 años más de plazo al vencimiento, el riesgo de crédito y el riesgo de liquidez.

Para hacer otra aproximación, se tomó el TES de tasa fija con vencimiento en julio de 2020, que era la referencia de deuda pública de mayor plazo (cercano a 16 años al vencimiento). Al tener en cuenta que para abril de 2006 la inflación anual ascendía a 4,12%, la tasa de corte de los bonos de ISA con el IPC + 4,58% era equivalente a 8,7% en términos efectivos anuales (en adelante: EA) y los TES al 2020 se cotizaban al 8,12%. Según esta comparación, 58 puntos básicos compensarían el riesgo por asumir seis años más de plazo al vencimiento, el riesgo de crédito y el riesgo de liquidez.

No obstante, a finales de abril del mismo año, mientras los TES de tasa fija en pesos con vencimiento en julio de 2020 se cotizaban a una tasa de 8,8% y los TES de tasa fija en UVR con vencimiento en 2015 al 4,68%, el mercado secundario de los bonos de ISA continuaba en niveles

cercanos a la tasa de corte (8,70% EA, equivalente al IPC + 4,58%). A menos de un mes de la emisión, los bonos corporativos calificados con AAA, con plazo al vencimiento mayor que las referencias más largas de las curvas de rendimientos de TES cuyo riesgo es teóricamente cero, no tenían prima de riesgo (Echeverry, Gómez y Navas, 2008).

En 2007 el margen entre la deuda pública y la corporativa se amplió; al parecer, los agentes comenzaron a reasignar la prima de riesgo a los emisores corporativos. Ejemplo de ello fue la emisión de Bancolombia celebrada en septiembre de dicho año por un total de \$400.000 millones, cuya porción colocada en títulos indexados con el IPC con plazo de cinco años cortó con el IPC + 6,10%. Para la misma fecha, los TES en UVR de febrero de 2015 de vencimiento más cercano (7,5 años) se cotizaban a un margen de 5,93%, de modo que de haber un TES en UVR con la misma liquidez de febrero del 2015 pero con vencimiento a cinco años, el *spread* sería mayor a 17 puntos básicos, considerando una curva de rendimientos con pendiente positiva.

La situación descrita evidencia la existencia de un momento de sobrevaloración de la deuda corporativa en el mercado, dado que el retorno exigido por los inversionistas no guardaba relación con el riesgo asumido. Sin embargo, se deben considerar otros elementos de la coyuntura del mercado financiero que pudieron incidir en dicho comportamiento.

En el mercado de deuda pública, durante 2005 y el primer trimestre de 2006 se presentó un fuerte incremento en la demanda de TES, lo que generó fuertes valorizaciones en la curva de rendimientos. De acuerdo con Echeverry, Gómez y Navas, (2008), los TES con vencimiento en 2020 alcanzaron una tasa cercana al 7% en el mes de marzo que, para entonces, era un mínimo histórico.

Por otra parte, se presume que la medida de la Superintendencia Bancaria (hoy Superintendencia Financiera de Colombia) de limitar a los inversionistas institucionales a invertir, como máximo, el 50% del valor del portafolio en TES, coadyuvó a un aumento en la demanda por títulos de deuda corporativa y, con ello, a su valorización. En el trabajo de Echeverry, Gómez y Navas, (2008) se sugiere que, de acuerdo con funcionarios del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, esta regulación explica que durante los primeros meses de 2006 se emitieran títulos de deuda corporativa con tasas de corte inferiores a las de los TES.

Sin embargo, el panorama cambió de manera drástica a partir de abril del año en mención. En el contexto externo, el continuo aumento de tasas por parte de la Reserva Federal de Estados Unidos (FED) amenazó con disminuir la liquidez internacional y llevó a que a partir de mayo los inversionistas salieran a vender sus posiciones en TES, lo que generó desvalorizaciones en dichos activos.

De igual forma, el aumento de la tasa de interés por parte del Banco de la República en abril desincentivó la demanda por TES, dado que se estaban cotizando en mínimos históricos y motivó la preferencia por liquidez ante la incertidumbre sobre el curso de las economías local y mundial. Como resultado, para el segundo semestre de 2006 y durante 2007, se disminuyó ostensiblemente la liquidez del mercado de deuda pública y los TES con vencimiento en 2020 se desvalorizaron hasta ubicarse en una tasa de negociación, en promedio, de 10% en el período descrito por Echeverry, Gómez y Navas, (2008).

La disminución en los volúmenes de negociación de los TES, a su vez, trajo consigo un aumento en la volatilidad de las tasas de negociación, lo que les dificultó a los inversionistas la determinación de una prima de riesgo para la deuda corporativa y con ello desincentivó la liquidez que había ganado dicho mercado durante el primer trimestre de 2006.

De acuerdo con los datos reportados por la Bolsa de Valores de Colombia (s.f.), lo anterior se reflejó en la disminución de cerca de \$1 billón en el total anual de emisiones de deuda corporativa en 2007 con respecto a 2006 y se manifestó en las tasas de dichos títulos, que, después de alcanzar niveles incluso inferiores a los de los TES, aumentaron hasta recuperar un *spread* frente a los mismos, o, en otras palabras, hasta hacer un ajuste en el precio al tener en cuenta su nivel de riesgo.

Segundo momento. En línea con el marco teórico del presente artículo, las tasas de colocación de títulos de deuda corporativa por lo general se ubican por encima de las de negociación de la deuda pública, tal como lo muestra la figura 3.

Colocaciones Deuda Privada vs. TES atados a UVR

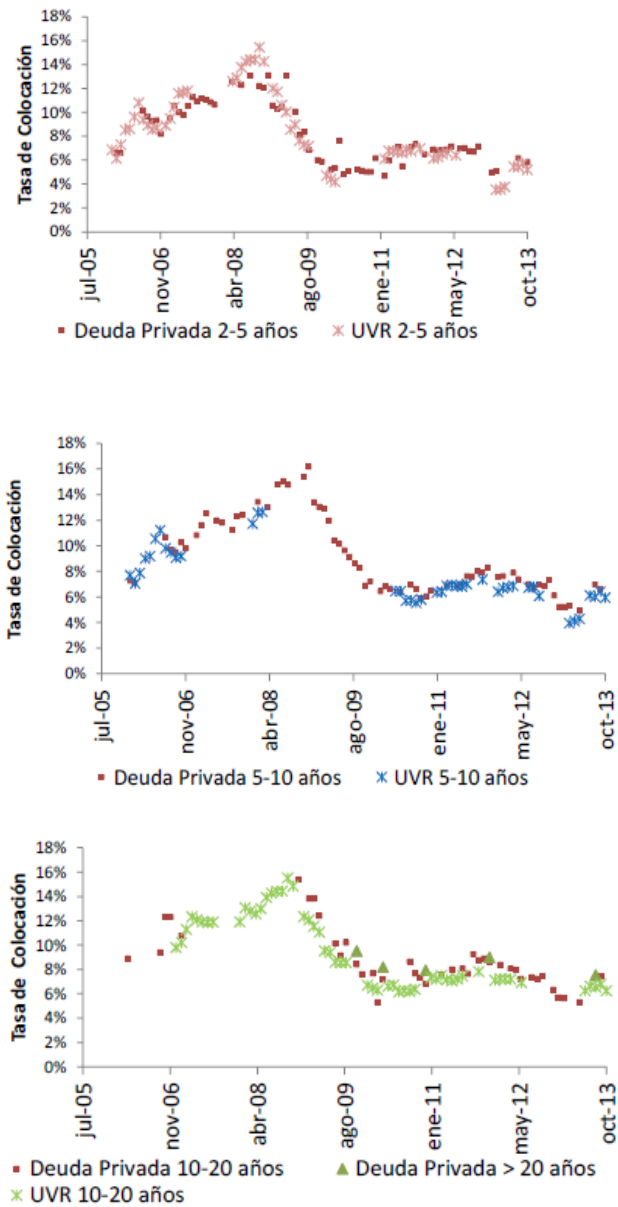


Figura 3. Colocaciones de deuda privada versus TES atados a UVR

Fuente: Leiton Rodríguez, Rassa Robayo y Rojas Moreno (2014, p. 19)

Sin embargo, la figura 3 también muestra puntos que representan emisiones que colocadas a tasas inferiores a las de los TES de referencia (Leiton Rodríguez, Rassa Robayo y Rojas Moreno, 2014).

Durante el período 2010-2011, denominado en el presente artículo “segundo momento”, se pretende mostrar, por una parte, cómo la prima de riesgo de títulos similares se reduce de manera importante y con posterioridad retorna a los niveles iniciales y, por otra, la asignación de primas de riesgo diferenciales de acuerdo con el emisor.

Para ilustrar lo anterior, se tomaron de modo aleatorio emisiones de deuda corporativa en el período de análisis y se compararon sus tasas de corte con el TES de referencia. En la tabla 1 se identifican dos emisiones de CDT de Findeter indexados con el IPC y con plazo de cinco años al vencimiento, cuyo *spread* sobre el TES en UVR de referencia (vencimiento en 2015) pasa de 40 puntos básicos a 19 en un espacio de ocho meses. Un mes después de haber identificado la prima de riesgo en 19 puntos básicos para títulos calificados con AAA, emitidos por entidades del sector financiero y que son considerados líquidos en el mercado, la misma se amplía a 34 puntos básicos, tal como lo muestra el *spread* existente entre el corte de la subasta de bonos del Banco de Occidente realizada en noviembre de 2010 y la tasa de los TES en UVR de referencia para la misma fecha.

En línea con la prima calculada para finales de 2010, se tomó la emisión de bonos del Banco Davivienda realizada en agosto de 2011 con cuatro años de plazo y arrojó una prima de riesgo de 33 puntos básicos.

Tabla 1. Corte de emisiones de deuda corporativa versus tasa de TES en UVR en 2010

Fecha de emisión	Emisor	Valor	Índice	Plazo (años)	Corte	TES en UVR de 2015	Spread
16/02/10	Findeter	CDT	IPC	5	3,92%	3,52%	40
21/10/10	Findeter	CDT	IPC	5	3,02%	2,83%	19
25/11/10	Banco de Occidente	Bono	IPC	5	3,15%	2,81%	34
01/12/10	Ecopetrol	Bono	IPC	5	2,80%	2,71%	9
24/08/11	Banco Davivienda	Bono	IPC	4	3,60%	3,27%	33

Fuente: elaboración propia

Aunque parecía que hacia finales de 2010 la prima de riesgo de los títulos de deuda corporativa con la más alta calificación crediticia, indexados con mismo indicador, con el mismo plazo al vencimiento y con adecuados niveles de liquidez, se ubicaba alrededor de 34 puntos básicos, la emisión de los bonos de Ecopetrol desvirtuaba dicho *spread*. Tan solo seis días después de la emisión de los bonos del Banco de Occidente, la prima de riesgo registró nueve puntos básicos.

Cabe resaltar que, a diferencia de los emisores, Ecopetrol emitía títulos de deuda por primera vez en el mercado local por un monto total de \$1 billón, que tuvo una demanda de 3,01 veces. Si bien Ecopetrol estaba clasificado por la BVC como un emisor de deuda pública de orden no nacional, ISA y EPM también estaban dentro de dicha clasificación y sus títulos se negociaban con una prima cercana a la de los títulos emitidos por el sector financiero. No obstante, para los inversionistas de Ecopetrol era el título más cercano a los TES en términos de riesgo, dada la estructura de la compañía y su importancia para los ingresos del gobierno. Si bien

los bonos de Ecopetrol no gozarían de la liquidez de los TES, sí eran percibidos como una forma de diversificar con un nivel de riesgo mínimo.

Aunque los fundamentales de ISA y EPM para la misma época eran muy favorables, la prima de riesgo para dichos títulos ha sido mayor a la registrada por los bonos de Ecopetrol. Esto mismo se evidenció con los títulos emitidos por entidades del sector financiero que, aunque con un grado importante de liquidez en el mercado, para entonces ya tenían un monto circulante en CDT y bonos en manos de los inversionistas, los que, por políticas de riesgo, tienen límites de inversión por emisor.

Al analizar el contexto que acompañó la reducción de los *spreads* entre la deuda corporativa y la pública en el “segundo momento”, se encontró que, luego de la crisis global de 2008, las economías emergentes de Asia, al igual que las de América Latina, fueron los protagonistas en el repunte del crecimiento global y de recuperación a lo largo de 2010. Por el contrario, las economías desarrolladas no mostraban signos de mejora sino graves consecuencias estructurales por resolver (Corficolombiana, 2010).

El mencionado año se caracterizó por la disminución en la tasa de interés de la FED en Estados Unidos y la compra de títulos para estimular la economía, lo que generó un aumento de la liquidez mundial. En busca de mayores retornos, los flujos de inversión extranjera se direccionaron hacia economías emergentes y Colombia no fue la excepción. En forma paralela, los precios internacionales de los alimentos aumentaron, fenómeno que benefició también a los emergentes como exportadores de dichos bienes.

La tasa de crecimiento de la economía colombiana pasó del 0,8% en 2009 y al 4,3% en 2010, acompañada y, en parte, explicada por una política monetaria expansionista, reflejada en la

disminución de 600 puntos básicos en la tasa de intervención del Banco de la República durante 2009 y de 50 puntos básicos adicionales a comienzos del año, hasta llegar al 3%. La inflación se ubicó alrededor del 2,60% hasta el mes de octubre; no obstante, repuntó al alza en los dos últimos meses del año, debido al aumento en el precio de los alimentos, y cerró en 3,17%.

Entre los sectores de la economía, el minero-energético fue el más dinámico durante 2010, pues la producción petrolera alcanzó un crecimiento de 17,8%, el nivel más alto en diez años, con 798.000 barriles diarios. En lo corrido del año, el precio promedio del crudo de referencia WTI creció 29,9% frente al promedio del mismo período de 2009 y se ubicó en USD84 el barril (Corficolombiana, 2010).

Ante el buen desempeño de la economía colombiana frente a la crisis mundial, y por superiores expectativas fiscales, dos agencias calificadoras mundiales mejoraron la perspectiva de riesgo soberano de estable a positiva, lo que se evidenció en una reducción en la prima de riesgo crediticio de mediano plazo y, por consiguiente, en una mayor valorización de los TES. Además de esta buena noticia para Colombia, los bajos niveles de tasa de interés y el buen desempeño de la economía también motivaron la valorización de la curva de rendimientos de los TES en 82 puntos básicos en promedio a lo largo del año.

Así mismo, el comportamiento del mercado de deuda pública favoreció el mercado de la corporativa. En 2010 se colocaron cerca de \$10,1 billones que, aunque es una cifra inferior al monto total colocado en 2009, era, hasta entonces, el segundo nivel anual más alto en la historia del mercado de capitales en Colombia. Del monto total colocado, \$6,9 billones fueron títulos emitidos por el sector financiero, que es la cifra anual más elevada del sector (Corficolombiana, 2010).

Para la primera mitad de 2011, el Banco de la República aumentó su tasa de intervención y, a pesar de que esta medida pudo llevar a una desvalorización de los TES, el aumento de la calificación a grado de inversión de la deuda soberana de Colombia por parte de las tres principales agencias calificadoras fue muy favorable para el mercado de deuda pública durante el primer semestre del año; sin embargo, las valorizaciones de los títulos fueron mucho menores que las presentadas en los dos años anteriores.

Para la segunda mitad del año, más allá de una débil recuperación de la economía europea, se agudizaba una crisis que amenazaba con una fuerte desaceleración de las economías desarrolladas y con un efecto de contagio sobre el sistema financiero global. El optimismo que se había ganado en 2010 y a comienzos de 2011 se convirtió en expectativas de menor crecimiento mundial y, con ello, en un incremento en la volatilidad de los mercados externos.

Entre tanto, en el país el Gobierno anunciaba medidas de mayor gasto para impulsar sus locomotoras de crecimiento², lo que derivaba en un aumento del déficit fiscal y en anuncios sobre aumento en las emisiones de TES. Esta situación trajo incertidumbre a los inversionistas sobre el mercado de deuda pública y derivó en movimientos alcistas en las tasa de los TES.

Por otro lado, el crecimiento de la cartera de créditos en el sistema financiero, a causa de la mejor dinámica de la economía local, disminuyó la liquidez y limitó los recursos de los establecimientos de crédito destinados para inversiones, lo que llevó a que los bancos redujeran la participación de la deuda pública y corporativa en sus portafolios a lo largo del año.

² El Plan Nacional de Desarrollo 2010-2014, llamado “Prosperidad para todos”, en el gobierno del presidente Juan Manuel Santos, tuvo como eje el estímulo a cinco sectores de la economía denominados locomotoras, a saber: infraestructura, vivienda, agro, minería e innovación. De acuerdo con el plan, el estímulo a dicho sectores aumentaría la producción de bienes y servicios, el ingreso, el empleo y, en general, el crecimiento económico del país, teniendo en cuenta que los mismos son intensivos en mano de obra y no en maquinaria.

Por último, el mayor crecimiento de la actividad económica, acompañado del aumento en los precios y la preferencia por liquidez, se tradujo en un aumento en la inflación y en incrementos de la tasa de intervención hasta ubicarse en el 5% para el mes de noviembre.

De esta forma, el contexto descrito justifica tanto la disminución de tasas de los TES y el apetito por la deuda corporativa durante 2010 como la subsiguiente desvalorización de dichos activos para la segunda mitad de 2011.

Determinantes de la demanda por deudas pública y corporativa

Una vez identificados y analizados dos momentos en el período de 2006 a 2015, en el que el *spread* entre la deuda corporativa y la pública se redujo de manera importante, se pueden identificar los siguientes elementos que determinan la demanda de los inversionistas sobre los títulos de deuda corporativa.

Riesgo crediticio. Como se describió en el marco teórico, el riesgo crediticio es uno de los elementos que componen la prima de riesgo entre la deuda soberana y la corporativa y hace referencia a la probabilidad de incumplimiento de la entidad emisora.

Con el fin de administrar el riesgo crediticio, las entidades establecen políticas internas para determinar la idoneidad de los títulos en que van a invertir, desde el punto de vista de su emisor. De manera específica, se asignan cupos a determinadas entidades con base en análisis internos de la empresa y en su historial de cumplimiento como emisor y se establecen los emisores y emisiones admisibles de acuerdo con la calificación otorgada por una sociedad calificadora vigilada por la Superintendencia Financiera de Colombia (Presidencia de la República, 2008).

De acuerdo con la mencionada entidad estatal, “la calificación de valores o de riesgo es una opinión profesional que produce una sociedad calificadora de riesgos, sobre la capacidad de un emisor para pagar el capital y los intereses de sus obligaciones en forma oportuna” (Superintendencia Financiera de Colombia, 2012, párrafo 2).

Entre los aspectos analizados para realizar la evaluación de una emisión, la sociedad calificadora tiene en cuenta la calidad del colateral y las garantías, mediante la estimación de los flujos de caja esperados según diferentes escenarios, la apropiada administración (recaudo y canalización) de los recursos que van a cubrir los pagos de intereses y capital y el cumplimiento legal de la estructura financiera de la emisión, para determinar la probabilidad de efectuar lo estipulado en el prospecto en los plazos y términos allí declarados (Value and Risk Rating S. A. Sociedad Calificadora de Valores, n.d.).

Como se expuso antes, la mayoría de las emisiones de deuda corporativa tienen calificación AAA y los inversionistas institucionales presentan restricciones importantes para adquirir títulos de calificación inferior. No obstante, es importante resaltar que a la fecha existen emisiones calificadas como AAA con estructuras sencillas y otras con respaldo de caja por parte de otra entidad, para hacer más sólida la estructura y lograr la calificación deseada.

El conocimiento del informe de calificación permite identificar con claridad las diferencias entre emisiones para con ello determinar, de manera libre e informada, la prima de riesgo que debería asignarse. En el caso de la primera emisión de los bonos de Ecopetrol se hizo evidente el referido aspecto, pues, aunque calificada como AAA, al igual que las emisiones bancarias, el *spread* frente a los TES fue considerablemente menor. La solidez financiera que para entonces tenía la empresa, el respaldo gubernamental, los niveles de producción de petróleo y el precio internacional del mismo hicieron que la percepción de riesgo de los inversionistas

sobre dichos títulos fuera mucho menor que la de cualquier emisor de categoría AAA aún recurrente como emisor en el mercado y con excelente historial crediticio.

En suma, la calificación de riesgo le permite al inversionista contar con información valiosa para la toma de sus decisiones de inversión e influye en forma directa sobre la asignación de la prima de riesgo.

Aspectos regulatorios. Por el lado de la demanda, son los inversionistas institucionales a quienes se dirigen las emisiones de deuda corporativa. Por esta razón, cualquier aspecto legal relacionado con las inversiones que conforman su portafolio puede determinar la preferencia por un activo u otro y así, afectar el volumen, la liquidez y el precio de los mismos.

De acuerdo con el estudio realizado por Leiton Rodríguez, Rassa Robayo y Rojas Moreno (2014), los principales demandantes en las emisiones primarias de deuda corporativa son los fondos de pensiones, las sociedades fiduciarias y las firmas comisionistas de bolsa. En cuanto a los principales tenedores, el mismo estudio indica, en su orden, a las fiduciarias, los fondos de pensiones y cesantías y las compañías de seguros, tal como se ilustra en la figura 4.

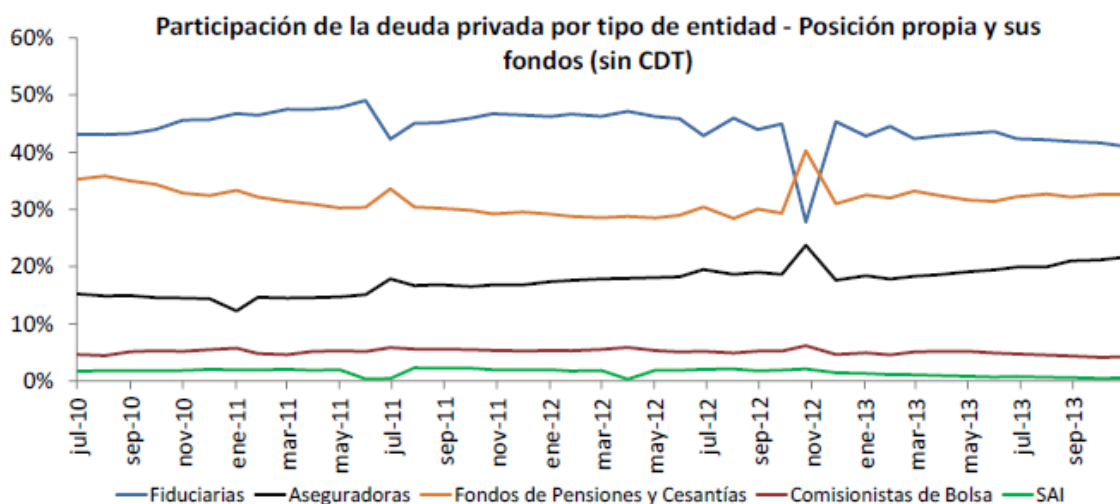


Figura 4. Participación de la deuda privada por tipo de entidad, posición propia y sus fondos (sin CDT)

Fuente: Leiton Rodríguez, Rassa Robayo y Rojas Moreno (2014, p. 23)

En el primer momento, 2006 a 2007, se mencionó que los límites de inversión sobre los TES por parte de los inversionistas institucionales incentivó la demanda por títulos de deuda corporativa. El régimen de inversiones establece las normas bajo las cuales se debe guiar la actuación de las entidades administradoras de recursos en términos de la gestión e inversión de los mismos. Dichos regímenes se expiden a través de decreto, y por tanto, son de obligatorio cumplimiento.

Por ejemplo, en el caso de las compañías aseguradoras, de acuerdo con Castro y Macías (2011, p. 581),

las características de las inversiones admisibles establecidas en un Régimen de Inversiones de compañías aseguradoras se deben cimentar en criterios de seguridad, rentabilidad y liquidez, para salvaguardar el derecho de protección que obtienen los asegurados cuando adquieren una póliza de seguros.

Para dar cumplimiento a lo anterior, los regímenes de inversión contienen, entre otros, los límites de exposición por tipo activo, renta, emisor, mercado, moneda y sector. Sin embargo, además de considerar el régimen de inversión que le aplica al inversionista profesional o a sus recursos administrados, las entidades deben considerar y dar cumplimiento a toda la normatividad relacionada con la estabilidad del sector al que pertenecen y al mercado de valores, como por ejemplo, las normas de solvencia y patrimonio técnico, la valoración a precios de

mercado, las operaciones de cobertura, el apalancamiento financiero y las operaciones del mercado monetario, entre otras (Castro y Macías, 2011).

En el caso de los fondos de pensiones, el régimen de inversiones busca que los recursos estén invertidos en portafolios que tengan en cuenta las edades y los perfiles de riesgo de los afiliados, con el objetivo de procurar la mejor relación riesgo/retorno y así brindar las prestaciones previstas en la ley (Congreso de Colombia, 2009).

El régimen de inversiones vigente para los fondos de pensiones obligatorias indica que los títulos de deuda pública no pueden exceder el 50% del valor total del fondo. Teniendo en cuenta que son los principales compradores de TES, tanto en el mercado primario como en el secundario, deben mantener el balance a través de la compra de títulos de deuda corporativa.

Por lo anterior, cualquier modificación sobre la normatividad relativa a la administración de los recursos por parte de los inversionistas institucionales va a determinar las decisiones de inversión.

Diversificación de los portafolios de inversión. Si bien la teoría moderna de administración de portafolios desarrollada por Harry M. Markowitz en 1959 es, en la práctica, principio de obligatoria aplicación para los inversionistas institucionales, la deuda corporativa permite mayor eficiencia en la diversificación por cuanto ofrece la posibilidad de invertir en instrumentos de diferentes emisores, sectores, indicadores, calificaciones y plazos.

En relación con el punto inmediatamente anterior, la intención del legislador al imponer límites regulatorios a las inversiones de las entidades administradoras de portafolios es, precisamente, que los inversionistas ajusten en forma eficiente la relación riesgo retorno a través de la diversificación, de manera que se salvaguarden los intereses de los afiliados, de los accionistas y del mercado de valores en general.

Ejemplo de ello es lo establecido en el régimen de inversiones de las compañías aseguradoras, que indica la posibilidad de invertir hasta el 50% de los recursos que respaldan las reservas técnicas en títulos de deuda emitidos por entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera y hasta el 70% en títulos de emisores no vigilados por la misma. Esto insta a la diversificación por sectores, ya que limita la participación en emisiones del sector financiero (Presidencia de la República, 2010).

Si bien es comprensible que los aspectos regulatorios afecten la demanda por títulos de deuda corporativa, la composición de la oferta de emisiones en términos de sector puede dificultar el cumplimiento de los límites establecidos en los regímenes de inversiones. De acuerdo con la figura 1, el protagonismo de las colocaciones del sector financiero es indudable, lo que incentiva a demandar con mayor interés los títulos emitidos por el sector no financiero (sector real o de deuda pública de orden no nacional).

Para asegurar que el portafolio cuente con el nivel de diversificación adecuado, así como para garantizar el cumplimiento de los límites establecidos en el régimen de inversiones, los agentes deben estar dispuestos a demandar los títulos emitidos por sectores diferentes al financiero a tasas inferiores en el mercado primario; de lo contrario, se verán presionados a demandar a tasas aún más bajas en el secundario o, incluso, a “quedarse sin papel”.

Lo anterior también explica por qué la primera emisión de bonos de Ecopetrol tenía un *spread* significativamente menor al registrado por las emisiones del sector financiero celebradas en fechas cercanas. Emisores como Codensa, Nutresa y Emgesa, entre otros, gozan de excelente demanda en el mercado y de primas de riesgo menores a las asignadas al sector financiero en los mercados primario y secundario.

Otro interés de diversificación se encuentra detrás de los límites establecidos a las inversiones en títulos emitidos por entidades vinculadas. Los conglomerados financieros, como el Grupo Aval, tienen implicaciones en las decisiones de inversión de sus miembros, dado que por, ejemplo, el Banco Popular tiene restringida la compra de CDT emitidos por el Banco de Occidente. Así mismo, la administradora de fondos de pensiones y cesantías Porvenir, uno de los inversionistas institucionales más importantes en el mercado de valores, tiene restricciones de inversión en algunos de sus portafolios para títulos emitidos por las demás entidades del mencionado grupo como Corficolombiana, Banco AV Villas, Banco de Bogotá, etc.

Sin duda, lo anterior explica por qué las emisiones de títulos emitidos por el Citibank o, incluso, por el Banco Davivienda, son muy apetecidas por los inversionistas y por lo general presentan tasas de corte con un *spread* menor al de los demás bancos calificados con AAA. No obstante, también existen limitantes sobre el porcentaje que un inversionista puede tener sobre el valor total de una misma emisión, de modo que, a pesar del apetito por una emisión determinada, los inversionistas institucionales deben tener en cuenta las restricciones en aras de evitar la concentración.

En el caso de los patrimonios autónomos administrados por sociedades fiduciarias y fondos de pensiones, además de sujetarse a los límites normativos definidos por el Gobierno Nacional en el régimen de inversiones, se deben considerar las condiciones contractuales particulares establecidas para cada patrimonio autónomo con la respectiva entidad estatal (Porvenir S. A. Administradora de Fondos de Pensiones y Cesantías, 2014).

De esta forma, el interés de diversificar los portafolios por principio de administración, así como por cumplimiento normativo, tiene efectos en el mercado de deuda corporativa, así lo mismo que en la asignación de las primas de riesgo de los instrumentos que lo conforman.

Estructura y tamaño de las emisiones. Además del emisor, para los inversionistas es importante la estructura de la emisión, de modo que garantice el pago oportuno de los rendimientos y del capital invertido. La calidad del colateral, las garantías adicionales, la consistencia de los flujos de caja proyectados y los contratos que soportan la emisión son algunos de los elementos críticos objeto de análisis.

Si bien las áreas de riesgo de cada entidad realizan un análisis propio, el informe de calificación de la emisión también contiene dicha evaluación. En la medida en que la estructura de la emisión sea sólida y permita concluir que ante diversos escenarios el emisor puede cumplir de manera completa y oportuna con lo establecido en el prospecto, la demanda por los títulos será mayor y, en algunos casos, la prima de riesgo, menor.

No obstante, se han registrado algunos casos en los que la estructura de la emisión no es un determinante de gran peso para la fijación de la prima de riesgo. Por ejemplo, la primera emisión de bonos del Banco Falabella, celebrada en septiembre de 2011, tuvo calificación AAA otorgada por Fitch Ratings. Si bien el Banco Falabella como emisor tenía una calificación de AA+, al contar con una garantía parcial dentro de la estructura del Banco de Comercio Exterior de Colombia (Bancoldex), correspondiente al 23% del monto total emitido para cubrir el pago del capital, obtuvo la más alta calificación crediticia sobre los mencionados títulos.

La tasa de corte para los bonos del Banco Falabella con plazo de cinco años fue de IPC + 4,04%, mientras que las emisiones de UNE Telecomunicaciones y FINDETER cortaron al IPC + 3,67% y al IPC + 3,82%, en su orden, en octubre del mismo año (BVC, s.f.). Lo anterior muestra que, de modo independiente de la tasa de los TES de referencia para tal plazo, las primas asignadas para emisores y emisiones con calificaciones AAA fueron diferenciales. En el caso de UNE, se puede explicar por el efecto de diversificación, al pertenecer a un sector no financiero, y

el de los bonos de Falabella porque, a pesar de la calificación y la estructura de su emisión, el emisor tenía un grado de calificación menor.

La situación descrita no pretende afirmar que la estructura de la emisión carece de importancia, sino que los inversionistas no la toman como único determinante de la demanda ni lo analizan en forma aislada.

Por otro lado, para los inversionistas también resulta importante el tamaño de las emisiones de deuda corporativa como determinante de la demanda. El trabajo realizado por Londoño y Villa Vélez (2012) muestra cómo entre 2006 y 2011 las emisiones de montos inferiores a \$100.000 se fueron reduciendo hasta llegar a dos, tal como lo muestra la tabla 2.

Tabla 2. Año y monto adjudicado por rango versus calificación

Año	Monto adjudicado	Calificación	
		BBB hasta AA	AA+ hasta AAA/DP+1
2006	≤ 100.000.000,000	3	12
	> 100.000.000,000	0	16
2007	≤ 100.000.000,000	1	8
	> 100.000.000,000	0	11
2008	≤ 100.000.000,000	0	3
	> 100.000.000,000	0	16
2009	≤ 100.000.000,000	0	6
	> 100.000.000,000	0	29
2010	≤ 100.000.000,000	0	6
	> 100.000.000,000	0	28

2011	≤100.000.000,000	0	2
	>100.000.000,000	0	17

Fuente: Londoño y Villa Vélez (2012, p. 16)

Cabe resaltar que la preponderancia de emisiones con montos mayores a \$100.000 millones no se atribuye per se a la preferencia por parte de los inversionistas por su tamaño, sino que puede estar relacionada con los costos y demás barreras de entrada para realizar emisiones o con las necesidades de financiación de la pequeña y mediana empresa, que no justifica realizar los trámites ante las entidades competentes que ello implica.

Pese a lo anterior, al inversionista institucional le interesa que en el mercado exista un número plural de compradores de sus títulos, de modo que pueda contar con la liquidez necesaria en el mercado secundario y, por otra parte, le interesa poder llevar a cabo su objetivo de diversificación, a través del aumento de la inversión en títulos emitidos por entidades pertenecientes a sectores diferentes al financiero.

Es importante mencionar que para las emisiones de títulos de deuda corporativa diferentes a CDT, cada entidad, a través de su área de riesgo, asigna un cupo límite para la tenencia de dicha emisión que no de necesidad coincide con los límites de su régimen de inversiones. De este modo, la retroalimentación que hace el agente colocador de la emisión en la fase de premercado resulta de gran importancia. La información previa a la emisión sobre las expectativas de apetito sobre la misma, los niveles esperados de tasa y los plazos al vencimiento de mayor interés pueden dar una idea de lo que se espera en la colocación.

Análisis de *benchmark*. Así como para medir el desempeño de un portafolio se compara la rentabilidad con su *benchmark*, los inversionistas institucionales también lo hacen con la

composición del mismo en términos de tipo de deuda, moneda, sector, emisor, indicadores y calificación, entre otros aspectos.

El *benchmark* es un portafolio de referencia que se caracteriza por tener un perfil de riesgo y una composición similar al que se está comparando, y que, además puede replicarse, es de información pública y se considera estratégico (Zanabria Gainza, 2007).

En el caso de los inversionistas institucionales, la comparación con otros portafolios de inversión se realiza día a día en términos de rentabilidad y cada mes en cuanto a composición de portafolio, periodicidad que coincide con la publicación de las fichas técnicas que obliga la ley. Los fondos de pensiones comparan sus portafolios entre sí, así como las compañías aseguradoras y los administradores de fondos de inversión colectiva, lo mismo que las sociedades fiduciarias y algunas sociedades comisionistas de bolsa.

En las figuras 5 y 6 se puede observar una importante similitud de los portafolios de dos fondos de inversión colectiva con corte el 31 de marzo de 2015. La primera corresponde al fondo de inversión colectiva Occirenta, administrado por Fiduciaria de Occidente, y la segunda al fondo de inversión colectiva Superior, administrado por Fiduciaria Davivienda.

Estos portafolios son referentes entre sí, dado que corresponden a portafolios similares en lo referente a política de inversión, perfil de riesgo, pacto de permanencia, calificación e, incluso, valor de los recursos administrados (alrededor de \$1,4 billones).

En las fichas técnicas representadas de manera parcial en las figuras 5 y 6, es identificable con facilidad la similitud de los portafolios en términos de composición por moneda, país emisor, sector económico, disponible, calificación e, incluso, tipo de renta. En estos aspectos se basa el análisis comparativo de los inversionistas, ya que es lo que justifica el desempeño del portafolio.

Si uno de los portafolios comparables está rentando de mejor modo, el competidor va a analizar con detenimiento en cuáles instrumentos y en cuál proporción decidió invertir para seguir su estrategia, luego de identificarla como ganadora.

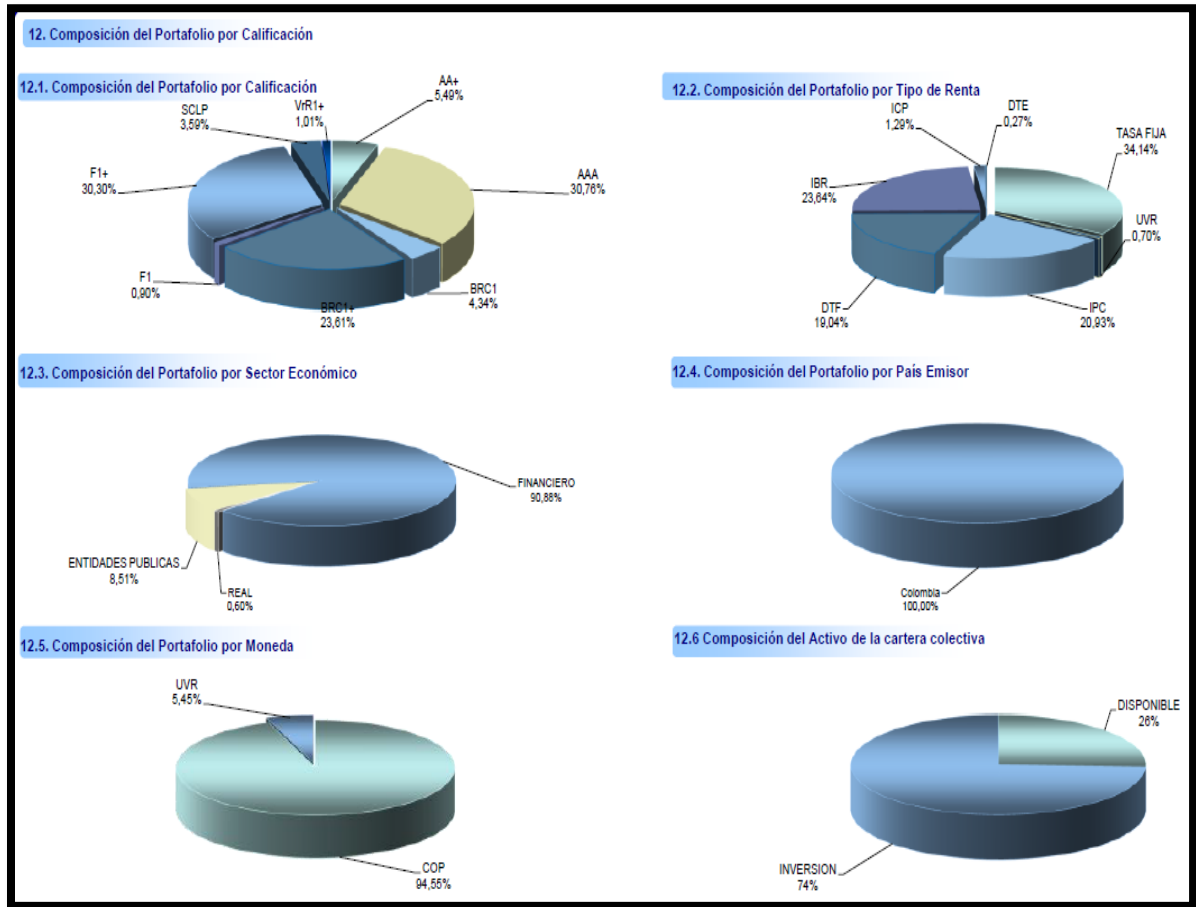


Figura 5. Composición del portafolio del Fondo de Inversión Colectiva Occidenta a 31 de marzo de 2015.

Fuente: Fiduciaria de Occidente S. A., Fiduoccidente (2015)

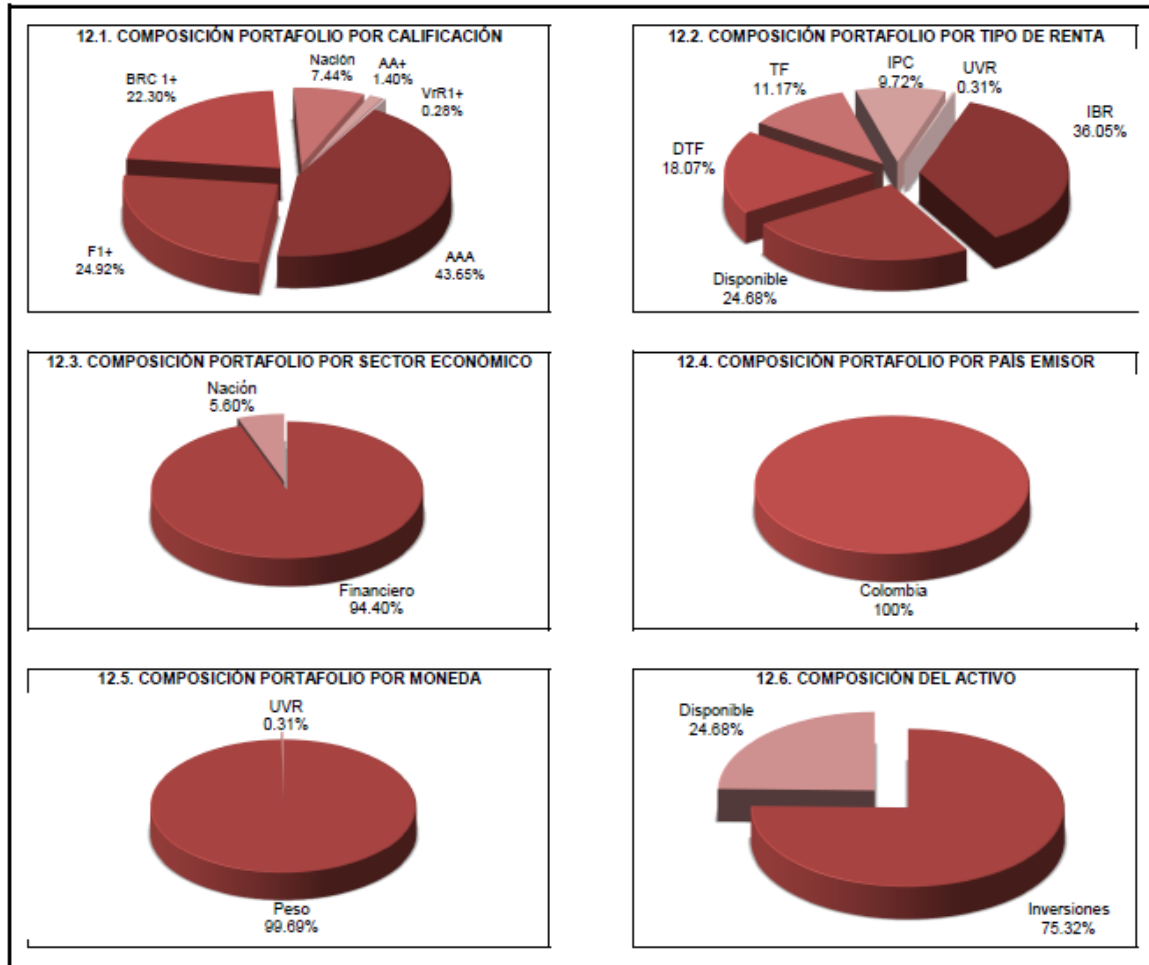


Figura 6. Composición del portafolio del Fondo de Inversión Colectiva Occidenta a 31 de marzo de 2015.

Fuente: Fiduciaria Davivienda (2015)

Por esta razón, el *benchmark* se convierte en un determinante de la demanda de instrumentos de deuda corporativa en ciertos sectores, calificaciones, indicadores y plazos, entre otros criterios, en determinados momentos de tiempo.

Comportamiento del mercado de deuda pública. De acuerdo con Echeverry, Gómez y Navas (2008), el comportamiento de la liquidez en el mercado de deuda pública tiene efecto en el de deuda corporativa. También afirman que cuando se presentan períodos de bajos volúmenes

de negociación en TES, se dificulta obtener una curva de rendimientos con suficientes observaciones, lo que, además, entorpece la asignación de las primas de riesgo para la deuda corporativa. En esta situación, la volatilidad también es consecuencia de la baja liquidez del mercado, lo que genera incertidumbre sobre las tasas justas de los TES, así como de los demás instrumentos de deuda.

De acuerdo con la normatividad vigente del mercado de valores, los inversionistas institucionales deben valorar cada día sus portafolios a precios de mercado. Como se expresó antes, en momentos de alta volatilidad en el mercado de deuda pública es común que algunos títulos de deuda corporativa no se negocien y, por lo tanto, la valoración no refleje la tasa justa para la nueva coyuntura de mercado.

En julio de 2013, el proveedor de precios para valoración Infovalmer reportó que había tomado medidas “tendientes a proveer precios ajustados a mercado para los instrumentos de renta fija” (Infovalmer, 2013, p. 1). Esta situación obedecía a la fuerte alza de los TES y a la significativa volatilidad del mercado de deuda pública ante el anuncio de la FED de retirar los estímulos a la liquidez. Para entonces, la deuda corporativa había disminuido de manera importante sus volúmenes de negociación y sus márgenes de valoración no eran representativos del mercado e, incluso, reflejaban la desaparición de la prima de riesgo.

El ajuste que realizó Infovalmer sobre los márgenes generó alzas en las tasas de numerosos instrumentos que no reflejaban el efecto de la volatilidad en el mercado, el alza de los TES y la prima de riesgo. Como consecuencia, dicha medida ocasionó pérdidas relevantes en los portafolios que contenían tales instrumentos, sin posibilidad de ser diferidas en el tiempo.

De acuerdo con el comunicado de Infovalmer (2013, p. 1), el objetivo de la medida fue realizar

ajustes para aquellos grupos de categorías para los cuales, en algunos rangos de días al vencimiento, se observa un margen de valoración que puede no reflejar las condiciones de tasa observadas actualmente en otros instrumentos del mercado que se toman como referencia.

Así mismo, en los momentos analizados en el presente documento se identificó que la reducción el dinamismo del mercado de TES durante finales de 2006 y a lo largo de 2007 tuvo incidencia en una menor actividad en el mercado de deuda corporativa. Además, se mostró que en 2010 la fuerte valorización de los TES estuvo acompañada del logro de un nuevo récord en emisiones de deuda corporativa, mercado que más tarde perdió dinámica cuando se moderó la valorización de los TES en 2011 ante la incertidumbre causada por la agudización de la crisis europea.

Mercado local de crédito y liquidez en la economía. Según lo expuesto en el numeral anterior, la liquidez del mercado no solo se mide en términos de volúmenes de negociación sino en la disponibilidad de recursos líquidos para invertir. Al respecto, de conformidad con Dataifx.com (2014), la entrada de liquidez tiene un impacto en el mercado de TES y de deuda corporativa.

En la misma publicación, Sergio Ferro, analista de renta fija de Credicorp Capital Sociedad Comisionista de Bolsa, se refiere a la coyuntura asegurar que “las empresas también han aprovechado para empezar a hacer emisiones, los bancos han empezado a renovar títulos de deuda aprovechando esa liquidez para obtener tasas de financiamiento más favorables” (Dataifx, 2014, p. 1).

Así mismo, en el artículo se expone el concepto de Daniel Escobar, jefe de Investigaciones Económicas de Global Securities Colombia Sociedad Comisionista de Bolsa, que se refirió al tema argumentando que

Las tasas de corte de las emisiones han salido bajas y lo que muestra eso es un gran apetito de los inversionistas porque tienen muchos recursos por invertir o reinvertir. Entonces sigue existiendo una ventana de oportunidad muy buena para que los emisores aprovechen y consigan condiciones atractivas de endeudamiento (Dataifx.com, 2014, p. 1).

Por otro lado, autores como Chen, Liao y Tsai (2011) han estudiado si los precios de negociación de la deuda corporativa se pueden afectar por las crisis en los mercados de crédito, es decir, ante períodos de baja liquidez en la economía. Mediante un modelo de datos de panel, los autores encuentran que dicha variable influye de manera negativa sobre la prima de riesgo y que por ello es importante considerar el mencionado elemento para la valoración de la deuda corporativa.

Como se describió en la sección anterior, el aumento de la cartera de créditos y la necesidad de liquidez por parte del sector real de la economía presentados en 2011 resultaron en un nivel limitado de recursos para inversión de portafolio. Esto, a su vez, llevó a que los inversionistas vendieran sus posiciones en TES y en deuda corporativa y que el volumen del mercado secundario de renta fija se moderara respecto al año anterior.

Tasa de intervención del Banco de la República. Además del mercado local de crédito, el ciclo de política monetaria también afecta la dinámica de las colocaciones de títulos de deuda corporativa. Tal como lo muestra la figura 7, a partir de 2008, cuando la tasa de intervención del Banco de la República empezó a bajar, mejoró en forma ostensible el número de emisiones de deuda corporativa. Así mismo, durante los aumentos de la tasa de política monetaria durante

2011, luego de estar en niveles históricamente bajos, se desincentivó la colocación de deuda corporativa (Leiton Rodríguez, K. J., Rassa Robayo, J. S. y Rojas Moreno).

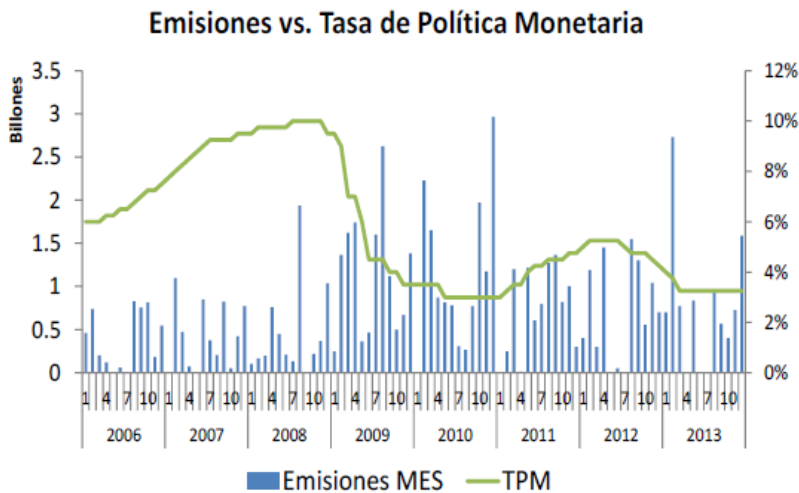


Figura 7. Emisiones versus tasa de política monetaria

Fuente: Leiton Rodríguez, K. J., Rassa Robayo, J. S. y Rojas Moreno (2014, p. 13)

Coyuntura y expectativas de la economía local. Cuando un emisor desea realizar una colocación de títulos en el mercado de deuda corporativa, debe mostrar, además de una sólida estructura que garantice el pago de capital e intereses, indicadores de desempeño con resultado positivo y sostenible en el tiempo. Dado que los ingresos de muchos sectores de la economía tienen relación directa con el ciclo económico, así mismo será, en momentos de crecimiento, la oportunidad de mostrar al mercado las fortalezas y obtener financiamiento a bajo costo.

Desde el punto de la demanda, cuando hay confianza en la economía y en el desempeño de determinados sectores económicos, resulta oportuno contar con la posibilidad de invertir en ellos a través de colocaciones de títulos de deuda. En esta situación, es razonable participar de

modo activo en las colocaciones y ajustar las primas de riesgo de acuerdo con el análisis del panorama de la empresa, del sector que representa y de la economía en general.

Cabe reiterar que variables como el mercado de crédito, la política monetaria y la liquidez, que en forma parcial reflejan el comportamiento de la economía, afectan la oferta de colocaciones así como la demanda de las mismas.

Por su parte, el índice de precios al consumidor (IPC) también afecta el mercado de deuda corporativa. El interés de cobertura frente al riesgo inflacionario por parte de los inversionistas institucionales ha aumentado la demanda de emisiones indexadas con el IPC a través del tiempo, como se expuso con anterioridad. Además, las expectativas de corto y mediano plazo sobre el comportamiento de este indicador modifican las estrategias de inversión de los agentes, aumentando o disminuyendo la indexación con el IPC o sustituyendo inversiones en tasa fija y los demás indicadores, según sea el caso.

La sustitución de activos no es más que el aumento en las negociaciones del mercado secundario y, al presentarse de forma generalizada, deriva en un incremento de la tasa en el activo que se quiere sustituir y en una disminución en el que se demanda.

En general, cualquier cambio en las variables que reflejan el desempeño de la economía tiene incidencia en el mercado de deuda pública y su consecuente efecto sobre el mercado de la corporativa.

Coyuntura y expectativas de la economía global. Las decisiones de la FED, la cotización de los bonos del Tesoro de Estados Unidos, el desempeño de la economía europea, el crecimiento de China y el comportamiento de los países emergentes tienen incidencia en variables que afectan la economía local como la liquidez, la tasa de cambio, los términos de intercambio, los flujos de inversión extranjera directa, la prima de riesgo de país y los precios de

los *commodities*, entre otros. Como se enunció con anterioridad, estas últimas variables tienen incidencia sobre el mercado de capitales local.

Conclusiones

De acuerdo con el contexto económico de los dos momentos expuestos entre 2006 y 2015, en los que la prima de riesgo entre la deuda pública y la corporativa se disminuye de manera ostensible, se puede concluir que la misma involucra elementos adicionales al riesgo de crédito y de liquidez. La toma de decisiones por parte de los inversionistas sobre el mercado de deuda corporativa, así como la consecuente asignación de precios y, con ello, de la prima de riesgo, involucra aspectos regulatorios, estructura y tamaño de las emisiones, análisis de *benchmark*, necesidad de diversificación, comportamiento del mercado de crédito, desempeño del mercado de TES, decisiones de política monetaria, coyuntura económica local y global, riesgo de crédito y riesgo de liquidez.

Con base en la selección de dos momentos entre 2006 y 2015, se puede decir, en primera instancia, que la prima de riesgo no es una constante y que puede variar en el tiempo, a pesar de que las condiciones del emisor no hayan cambiado. La prima de riesgo tiene a disminuir en aquella coyuntura en la que confluyen elementos como el aumento de la liquidez en la economía, la disminución de la tasa de política monetaria, la tendencia bajista en tasa de los TES, la necesidad de diversificación de los agentes y el desempeño positivo de la economía local. Según este escenario, los inversionistas están dispuestos a exigir un menor retorno por la deuda corporativa.

La entrada de flujos de inversión extranjera de portafolio y las modificaciones en los aspectos regulatorios relacionados con los regímenes de inversiones pueden favorecer de manera importante la disminución de la prima de riesgo, pero no son condición para que se dé.

Por lo anterior, el conjunto de elementos por considerar, así como su concurrencia, deben ser objeto de seguimiento por parte de los analistas, emisores e inversionistas para la toma de decisiones y para explicar comportamientos del mercado de deuda corporativa local.

Para los emisores de deuda corporativa resulta interesante que los inversionistas estén dispuestos a aceptar primas de riesgo particularmente bajas, pues dicha situación les permite financiarse a costos muy cercanos a los del Gobierno Nacional, que se supone como libre de riesgo.

Por último, es importante resaltar que si bien el mercado de deuda corporativa ha crecido de manera importante durante los últimos años, aún es limitado el abanico de emisores y, con ello, de instrumentos financieros. Este aspecto, además del bajo volumen de negociación, dificulta la construcción de curvas de rendimientos y, en consecuencia, la identificación plena de la prima de riesgo a través del tiempo y en los diferentes plazos al vencimiento.

La existencia de curvas de rendimiento para el mercado de deuda corporativa sería de gran utilidad para hacer una aproximación de los costos de financiación por parte de los emisores, para analizar el exceso de retorno exigido por los inversionistas para determinados instrumentos en el mercado primario y secundario y para generar las respectivas alertas cuando la prima se minimice hasta el límite: la deuda soberana como tasa libre de riesgo.

Referencias

Bolsa de Valores de Colombia, BVC (s.f.). *Resultados de las emisiones 2006-2015*. Recuperado el 22 de junio de 2015, de:

http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Empresas/Resultados_Emisiones

Castro, F. H. y Macías, M. (2011). Régimen de inversiones de las compañías aseguradoras: antecedentes, evolución y perspectivas. En: *La industria aseguradora en Colombia*, tomo I. Bogotá: FASECOLDA, pp. 576-626. Recuperado el 23 de junio de 2015, de:

http://www.fasecolda.com/files/9013/9101/5722/el_regimen_de_inversiones_de_las_companias_aseguradoras.pdf

Chen, T-K., Liao, H-H. and Tsai, P-L. (2011). Internal liquidity risk in corporate bond yield spread. *Journal of Banking & Finance*, 35, 978-987.

Congreso de Colombia (2009). *Ley 1328 de 2009*. Bogotá: Congreso de Colombia.

Corficolombiana, Investigaciones Económicas (2010). Proyecciones 2011: tsunami de dólares. *Informe anual, 2010*, 1-83. Bogotá: Corficolombiana. Recuperado el 22 de junio de 2015, de:

<http://www.corficolombiana.com/WebCorficolombiana/Repositorio/Informes/archivo3196.pdf>

Dataifx.com (2014, 16 de mayo). *Liquidez en el mercado, incentivo para más emisiones de bonos en Colombia*. Recuperado el 24 de junio de 2015, de:

<http://www.dataifx.com/noticias/acciones-colombia/articulo-17982-liquidez-en-el-mercado-incentivo-para-mas-emisiones-de-bonos>

Echeverry, J. C., Gómez, M. P. y Navas, V. (2008). Promoviendo el desarrollo del mercado de capitales en Colombia: Hoja de ruta. *Documento elaborado para BRC Investor Services*, 9 -73.

Fiduciaria Davivienda (2015, 31 de marzo). *Ficha técnica, Fondo de Inversión Colectiva Superior*. Recuperado el 23 de junio de 2015, de:

https://fidudavivienda.davivienda.com/wps/wcm/connect/3bb2c7d1-3acc-4e1b-a090-4c06db530867/SUPERIOR_MAR_15B.pdf?MOD=AJPERES

Fiduciaria de Occidente S. A., Fiduoccidente (2015, 31 de marzo). *Ficha técnica, Fondo de Inversión Colectiva Abierto Occirenta*. Recuperado el 22 de junio de 2015, de:

<https://www.fiduoccidente.com/wps/wcm/connect/fiduciaria-occidente/7242380d-398e-412b-89d7-a3864431f286/Marzo-renta.pdf?MOD=AJPERES>

Infovalmer (2013, 17 de julio). *Boletín Normativo 007*. Recuperado el 24 de junio de 2015, de:

https://www.infovalmer.com.co/portal/faces/methodologies_rr.xhtml?FM=1

Leiton Rodríguez, K. J., Rassa Robayo, J. S. y Rojas Moreno, J. S. (2014). Mercado de deuda corporativa en Colombia. *Borradores de Economía*, 829. Recuperado el 24 de junio de 2015, de: http://www.banrep.gov.co/docum/Lectura_finanzas/pdf/be_829.pdf

Londoño, J. F., y Villa Vélez, M. S. (2012). *Evolución de la deuda privada en Colombia, 2006-2011*. Trabajo de grado de Maestría en Economía. Medellín: Universidad EAFIT,

Departamento de Economía. Recuperado el 22 de junio de 2015, de:

https://repository.eafit.edu.co/bitstream/handle/10784/595/MiguelSantiago_VillaVelez_2012.pdf?sequence=1

- Nelson, C. R. and. Siegel, A. F. (1987). Parsimonious Modeling of Yield Curves. *Journal of Business*, 60(3), 473-489.
- Parra, K. (2010). Factores determinantes del margen entre la deuda corporativa y la deuda pública en Colombia. *Revista de Economía del Rosario*, 13(2), 313-345.
- Porvenir S. A. Administradora de Fondos de Pensiones y Cesantías (2014). *Política de inversión de fondos administrados por Porvenir S. A.* Recuperado el 24 de junio de 2015, de:
https://www.porvenir.com.co/NuestraCompania/Documents/politicas_inversion_porvenir.pdf
- Presidencia de la República (2008). *Decreto 1120 de 2008*. Bogotá: Presidencia de la República.
- Presidencia de la República (2008). *Decreto 1121 de 2008*. Bogotá: Presidencia de la República.
- Presidencia de la República (2008). *Decreto 1525 de 2008*. Bogotá: Presidencia de la República.
- Presidencia de la República (2010). *Decreto 2053 de 2010*. Bogotá: Presidencia de la República.
- Superintendencia Financiera de Colombia (1995). *Resolución 400 de 1995*. Bogotá:
Superintendencia Financiera de Colombia (en ese entonces: Superintendencia de Valores).
- Superintendencia Financiera de Colombia (2012). *Calificación de Riesgo*. Sección Aprenda con la Súper. Recuperado el 24 de junio de 2015, de:
<https://www.superfinanciera.gov.co/jsp/loader.jsf?lServicio=Publicaciones&lTipo=publicaciones&lFuncion=loadContenidoPublicacion&id=11188>
- Value and Risk Rating S. A. Sociedad Calificadora de Valores (s.f.). *Metodología para calificación de titularizaciones y cualquier tipo de financiamiento estructurado*. Recuperado el 23 de junio de 2015, de:

http://vriskr.com/metodologias/METODOLOGIA_TITULARIZACIONES_Y_FINANCIAMIENTO_ESTRUCTURADO.pdf

Zanabria Gainza, P. (2007). Modelos de atribución de desempeño y su aplicación al manejo de portafolios. *Moneda*, 136, 35-41. Recuperado el 24 de junio de 2015, de:
<http://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Revista-Moneda/Moneda-136/Revista-Moneda-136-08.pdf>