

**LA EMISIÓN PÚBLICA DE DEUDA CORPORATIVA Y SU EFECTO EN EL
DESEMPEÑO FINANCIERO DE LAS EMPRESAS QUE COTIZAN EN BOLSA
DURANTE EL PERIODO COMPRENDIDO ENTRE LOS AÑOS 2010 A 2015.
ESTUDIO DE CASO PARA 5 EMPRESAS DIVERSIFICADAS POR SECTOR**



**JENNIFER GIRALDO MOLINA
MILEN JOHANA FERNÁNDEZ GUERRERO**

**CORPORACIÓN UNIVERSITARIA AUTÓNOMA DEL CAUCA
FACULTAD DE CIENCIAS ADMINISTRATIVAS, CONTABLES Y ECONÓMICAS
PROGRAMA FINANZAS Y NEGOCIOS INTERNACIONALES
POPAYÁN, 2017**

**LA EMISIÓN PÚBLICA DE DEUDA CORPORATIVA Y SU EFECTO EN EL
DESEMPEÑO FINANCIERO DE LAS EMPRESAS QUE COTIZAN EN BOLSA
DURANTE EL PERIODO COMPRENDIDO ENTRE LOS AÑOS 2010 A 2015.
ESTUDIO DE CASO PARA 5 EMPRESAS DIVERSIFICADAS POR SECTOR**



**JENNIFER GIRALDO MOLINA
MILEN JOHANA FERNÁNDEZ GUERRERO**

**Trabajo de grado en modalidad de investigación para optar al título de:
Finanzas y Negocios Internacionales**

**Director Académico
Carlos Fernando viveros García**

**CORPORACIÓN UNIVERSITARIA AUTÓNOMA DEL CAUCA
FACULTAD DE CIENCIAS ADMINISTRATIVAS, CONTABLES Y ECONÓMICAS
PROGRAMA FINANZAS Y NEGOCIOS INTERNACIONALES
POPAYÁN, 2017**

DEDICATORIA

A Dios por llevarme por el camino indicado, Porque siempre me ha acompañado sin soltarme de su mano, el me permite sonreír ante todos mis logros que son el resultado de su ayuda, gracias por darme una familia maravillosa, por regalarme la oportunidad de conocer amigos y compañeros que han sido incondicionales en mi vida y en mi carrera. A mis padres Henry Fernández y Amira Guerrero por ser los pilares fundamentales en lo que hoy día soy, por darme su apoyo, confianza y amor. A mis hermanos por su paciencia y por impulsarme a alcanzar mis metas. Gracias a todos por su motivación, su apoyo moral y económico, que Dios los llene de infinitas bendiciones.

Milen Yohana Fernandez

Principalmente quiero dedicar este logro a DIOS porque solo él sabe los buenos y malos momentos pasados y sin su ayuda no hubiese podido culminar una de mis etapas, ya que él me da las fuerzas y la voluntad para no desfallecer; el me regalo mi mayor bendición mi madre Cecilia Molina Serna a la cual le quiero dedicar este gran logro ya que si no hubiese sido por su apoyo en todo momento, por sus consejos, valores, por la motivación constante que me ha permitido ser una persona de bien, pero más que nada por su amor incondicional y por nunca dejarme sola.

Le dedico y agradezco a Edier Ordoñez por ser un pilar fundamental en mi vida, por brindarme su apoyo incondicional, por estar presente en el transcurso de mi etapa de formación de igual forma le agradezco a mi tío y compañeros por compartir momentos especiales mi vida y por las enseñanzas que me dejaron en el transcurso de estos años.

Jennifer Giraldo Molina

AGRADECIMIENTOS

Primero que todo quiero agradecerle a DIOS por haberme permitido culminar este logro por convertirme en una profesional de igual forma le agradezco a la corporación universitaria autónoma del cauca por ser la institución que guio mi camino de formación y me brindo las herramientas para poder ser la profesional que soy hoy día, así mismo le agradezco a mi familia por los valores por el amor y la responsabilidad que tanto me han inculcado para poder cumplir con cada una de mis metas.

Jennifer Giraldo Molina

CONTENIDO

	Pág.
RESUMEN.....	14
CAPITULO I. PROBLEMA	17
1.1 PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA.....	17
1.2 INTRODUCCIÓN	18
1.3 JUSTIFICACIÓN	20
1.4 PRODUCTOS ESPERADOS.....	22
1.5 HIPÓTESIS DE INVESTIGACIÓN	23
1.6 OBJETIVOS.....	23
1.6.1 Objetivo general	23
1.6.2 Objetivos específicos	23
CAPITULO II. MARCO TEÓRICO.....	25
1.7 ESTADO DEL ARTE.....	25
1.8 PLANEACIÓN FINANCIERA	26
1.8.1 Estructura de Capital	29
1.8.2 Emisión de Bonos	30
1.8.3 Términos o elementos de un bono:.....	31
1.8.4 Proceso de emisión de Bonos	32
1.8.5 Clasificación de los bonos.....	33
1.8.6 Calificación crediticia	34
1.8.7 Mercado Electrónico Colombiano.....	37
1.8.8 Gerencia del Valor	37
1.8.9 Valor de Mercado Agregado	37
1.8.10 Valor Económico Agregado	39
1.8.11 Price to Book	39
CAPITULO III. METODOLOGÍA	42

CAPITULO IV. DINÁMICA DEL MERCADO DE RENTA FIJA EN COLOMBIA 2010-2015.....	46
1.9 INICIATIVAS MERCADO PARA POTENCIAR EL MERCADO DE DEUDA PRIVADA	60
1.9.1 Iniciativas para la oferta del mercado	60
1.9.2 Iniciativas para la demanda del mercado	61
1.9.3 Solicitudes específicas para potenciar el mercado de deuda privada	62
CAPÍTULO V. EMISIONES PÚBLICAS DE DEUDA CORPORATIVA EN COLOMBIA	64
1.10 PROSPECTO DE INFORMACIÓN EMISIÓN Y COLOCACIÓN DE BONOS ORDINARIOS DE SODIMAC COLOMBIA S.A.	65
1.11 PROSPECTO DE INFORMACIÓN PROGRAMA DE EMISIÓN Y COLOCACIÓN DE BONOS ORDINARIOS GRUPO ARGOS S.A	68
1.12 PROSPECTO DE INFORMACIÓN PROGRAMA DE EMISIÓN Y COLOCACIÓN DE BONOS ORDINARIOS GRUPO SURA.....	73
1.13 PROSPECTO DE INFORMACIÓN EMISIÓN Y COLOCACIÓN DE BONOS CARVAJAL INTERNACIONAL S.A.	79
1.14 PROSPECTO DE INFORMACIÓN EMISIÓN Y COLOCACIÓN DE BONOS ORDINARIOS COLOMBINA S.A.....	83
1.15 PROSPECTO DE INFORMACIÓN EMISIÓN Y COLOCACIÓN DE BONOS ORDINARIOS AVIANCA S.A.....	86
1.16 VENTAJAS, DESVENTAJAS, OPORTUNIDADES Y AMENAZAS DE LA EMISIÓN DE BONOS.....	88
1.16.1 Ventajas de la Emisión de Bonos.....	88
1.16.2 Desventajas de la Emisión de Bonos.....	89
1.16.3 Oportunidades de la Emisión de Bonos.....	89
1.16.4 Amenazas de la Emisión de Bonos.....	90
CAPITULO VI. CREACIÓN DE VALOR	92
1.17 ASPECTOS SOCIO-ECONÓMICOS 2010-2015	92
1.18 CREACIÓN DE VALOR DE LAS EMPRESAS COLOMBIANAS	93
CAPITULO VII. ANÁLISIS DE CORRELACIÓN	108
CONCLUSIONES	118
BIBLIOGRAFÍA.....	121

ANEXOS 124

LISTA DE CUADROS

	Pág.
Cuadro 1. Características de la Oferta - SODIMAC	66
Cuadro 2. Características de la Oferta - Grupo Argos S.A.....	69
Cuadro 3. Características de la Oferta – Grupo Sura	74
Cuadro 4. Características de la Oferta –Carvajal S.A.....	79
Cuadro 5. Características de la Oferta – Colombina S.A.	83
Cuadro 6. Características de la Oferta – Avianca S.A	86

LISTA DE FIGURAS

	Pág.
Figura 1. Fuentes de financiamiento	27
Figura 2. Estructuración de la emisión de bonos	33
Figura 3. Tipología de los bonos	34

LISTA DE GRÁFICAS

	Pág.
Gráfica 1. Tasa de crecimiento anual PIB % (2008-2015).....	47
Gráfica 2. Tasa de interés Mercado Colombiano (%) 2008-2015.....	49
Gráfica 3. Volumen Anual Emisiones DP (Billones COP) (2009-2015).....	51
Gráfica 4. Número de Emisiones y Emisores por años y Crec. Anual(%) - (2009-2015)	52
Gráfica 5. Distribución en total Emitido (%) 2009-2015	53
Gráfica 6. Emisores de Deuda Privada por tipo de Emisor Monto (Billones de COP) 2009-2015	54
Gráfica 7. Distribución por Calificación (%) - (2010-2015).....	55
Gráfica 8. Montos Emitidos (Billones COP) - (2010-2015	56
Gráfica 9. Emisiones Deuda Privada por Tipo de Titulo Montos emitidos Billones (COP) 2010-2015.....	57
Gráfica 10. Participación por tipo de entidad (%) 2010-2015	59
Gráfica 11. Montos (Billones COP) - (2010-2015).....	59
Gráfica 12. EVA Cemargos.....	94
Gráfica 13. MVA Cemargos	95
Gráfica 14. PTB Cemargos	95
Gráfica 15. EVA Avianca.....	97
Gráfica 16. MVA Avianca	98
Gráfica 17. PTB Avianca	98
Gráfica 18. EVA Éxito	100
Gráfica 19. MVA Éxito	101
Gráfica 20. PTB Éxito	101
Gráfica 21. EVA Colombina	103
Gráfica 22. MVA Colombina.....	104
Gráfica 23. PTB Colombina	104

Gráfica 24. EVA Nutresa	106
Gráfica 25. MVA Nutresa	107
Gráfica 26. PTB Nutresa	107
Gráfica 27. Correlación DNC VS EVA Cemarcos.....	109
Gráfica 28. Grafico N°17 Correlación DNC VS PTB Cemarcos.....	109
Gráfica 29. Correlación DNC VS EVA Avianca	111
Gráfica 30. Correlación DNC VS PTB Avianca.....	111
Gráfica 31. Correlación DNC VS EVA Exito.....	113
Gráfica 32. Correlación DNC VS PTB Éxito	113
Gráfica 33. Correlación DNC VS EVA Colombina.....	115
Gráfica 34. Correlación DNC VS PTB Colombina	115
Gráfica 35. Correlación DNC VS EVA Nutresa.....	117
Gráfica 36. Correlación DNC VS PTB Nutresa	117

LISTA DE TABLAS

	Pág.
Tabla 1. Formato Modelo para la obtención de datos de Bloomberg.....	44
Tabla 2. Formato Modelo para la obtención de datos en Excel.....	45
Tabla 3. Cifras Financieras Cemargos.....	93
Tabla 4. Cifras Financieras Avianca.....	96
Tabla 5. Cifras Financieras Éxito.....	99
Tabla 6. Cifras Financieras Colombina.....	102
Tabla 7. Cifras Financieras Nutresa.....	105
Tabla 8. Correlacion cemargos.....	108
Tabla 9. Correlacion Avianca.....	110
Tabla 10. Correlacion Exito.....	112
Tabla 11. Correlacion Colombina.....	114
Tabla 12. Correlacion Nutresa.....	116

LISTA DE ANEXOS

	Pág.
Anexo 1. Presupuesto del proyecto	125
Anexo 2. Cronograma del proyecto.....	126

RESUMEN

El Mercado de Renta Fija constituye un motor del crecimiento económico gracias a los diferentes mecanismos de financiación que ofrece para solventar las necesidades de capital de las empresas a través de diferentes actividades productivas, dado que complementa el mercado bancario tradicional al ofrecer alternativas de financiamiento más flexibles en cuanto a montos, plazos y tipos de interés, variables determinantes. La presente investigación, analiza la estructura de capital de las empresas más importantes del país, variable que juega un papel importante en las decisiones de financiación ya que trata de determinar cuál deberá ser la mejor combinación entre recursos propios y externos que permitan generar un mayor valor económico para sus accionistas.

El objetivo general de esta investigación es analizar el comportamiento financiero y evolución a través del tiempo de las grandes empresas en Colombia, para generar a través de cambios significativos en su estructura de capital o de largo plazo. En ese orden de ideas, el presente trabajo pretende explicar la relación existente entre dos variables financieras claves: la generación de valor económico agregado y el costo de capital promedio ponderado [WACC], en el marco de las decisiones de financiación llevadas a cabo por las empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Colombia entre los años 2010 y 2015. La investigación, parte del estudio de las empresas que cotizan en el mercado público de valores que hayan realizado una emisión de bonos corporativos dentro de la fecha de estudio y se examinó a fondo los diferentes aspectos relacionados con los títulos crediticios emitidos (monto, plazo, series, calificación, fines, entre otros). Sobre la base de dicha política de financiación a largo plazo se desarrolló un modelo financiero que permita analizar su impacto en la generación de valor (EVA, MVA y PTB) en los años posteriores, corroborando las bondades o no, del endeudamiento sobre la rentabilidad y creación de riqueza a largo plazo.

La presente investigación encontró un efecto interesante de la financiación de largo plazo sobre la generación de valor económico agregado y valor de mercado agregado. Al respecto, se determinó que la deuda de largo plazo (Bonos corporativos) afecta positivamente (alta correlación “+”) la creación de valor operacional medida directamente a través del EVA, al aportar recursos de largo plazo para la dinamización del negocio y permitir una disminución del costo financiero medido por el WACC.

PALABRAS CLAVES: Creación de Valor, desempeño financiero, Bolsa de valores, renta fija, sector real.

ABSTRACT

The Fixed Income Market is an engine of economic growth thanks to the different financing mechanisms it offers to solve the capital needs of companies through different productive activities, since it complements the traditional banking market by offering more flexible financing alternatives in terms of amounts, terms and interest rates, determining variables. The present investigation analyzes the capital structure of the most important companies in the country, a variable that plays an important role in financing decisions since it tries to determine which should be the best combination between own and external resources that allow generating greater value economic for its shareholders.

The general objective of this research is to analyze the financial behavior and evolution over time of large companies in Colombia, to generate through significant changes in their capital structure or long term. In this order of ideas, this paper aims to explain the relationship between two key financial variables: the generation of economic value added and the weighted average cost of capital [WACC], within the framework of the financing decisions made by the companies that are listed on the Colombian Stock Exchange between 2010 and 2015.

The research is part of the study of companies that are listed on the public securities market that have made a corporate bond issue within the study date and examined in depth the different aspects related to the credit titles issued (amount, term, series, rating, purposes, among others). On the basis of this long-term financing policy, a financial model was developed to analyze its impact on the generation of value (EVA, MVA and PTB) in subsequent years, corroborating the benefits or not, of the indebtedness on profitability and Long-term wealth creation.

The present research found an interesting effect of long-term financing on the generation of added economic value and aggregate market value. In this regard, it was determined that the long-term debt (Corporate Bonds) positively affects (high correlation "+") the creation of operational value measured directly through the EVA, by providing long-term resources for the revitalization of the business and allowing a decrease in financial cost measured by the WACC

KEYWORDS: Value creation, financial performance, stock exchange, fixed income, real sector.

CAPITULO I. PROBLEMA

1.1 PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA

En la gerencia financiera, existen 3 tipos de decisiones que son necesarias para la generación de valor, independientemente del sector en que la empresa opere o la actividad principal a la que se dedique; son ellas: las decisiones de inversión, financiación y distribución de utilidades. Las decisiones de financiación o apalancamiento financiero, consisten en establecer el procedimiento, la combinación y las fuentes (Pasivos o Patrimonio) de recursos necesarios para financiar las actividades operativas proyectadas, tanto a corto como a largo plazo.

En ese sentido, La política de financiación de una empresa consiste en establecer la cantidad que se debe emplear tanto de deuda (Pasivos) como de recursos propios (patrimonio) para financiar las necesidades de inversión. Al respecto, la teoría financiera plantea que el apalancamiento financiero genera un efecto directo en la rentabilidad de la empresa como consecuencia del empleo de deuda en su estructura de financiamiento en sustitución del capital propio. Palau (2010), afirma que incrementar la cantidad de deuda en la estructura de financiación de una empresa tiene un efecto sobre la rentabilidad siempre y cuando, el costo financiero de esa deuda sea menor que la rentabilidad operativa de los activos. Sin embargo, contar con una mayor cantidad de deuda lleva consigo un nivel adicional de riesgo, que de no ser gestionado adecuadamente, puede generar a resultados negativos a futuro. Por lo tanto, la gerencia financiera debe conjugar acertadamente la relación rentabilidad vs riesgo de tal forma que las decisiones de financiación no sólo incrementen la rentabilidad, sino que también sean viables a largo plazo.

Según la revista Dinero (2013):

Durante los últimos años en Colombia las emisiones de bonos corporativos (Títulos crediticios) se han convertido en un buen mecanismo para que las empresas del sector real, bancos y otras empresas puedan obtener financiamiento barato, dado que, la disponibilidad de recursos en el mercado de renta fija genera condiciones para que las tasas de deuda corporativa estén en niveles bajos. Por ejemplo, en bonos corporativos a 10 años sobre IPC, las tasas de interés han estado entre 3,2% y 3,7%; Mientras que a largo plazo, 20 años, el interés promedio es del 4% anual. En ese orden de ideas, “la emisión de bonos corporativos constituye a todas luces, la mejor opción de financiación a largo plazo por encima de la tradicional financiación bancaria”. (Place, 2005, p. 31)

Al respecto, la presente investigación pretende validar en la práctica los planteamientos de la teoría financiera corporativa a partir de la información financiera de un conjunto de empresas de un mercado emergente como lo es el caso de Colombia, considerando el endeudamiento financiero de largo plazo a bajo costo, representado por las emisiones públicas de bonos corporativos y su efecto en la rentabilidad y creación de valor en años posteriores. Para tal fin, se plantea la siguiente pregunta de investigación:

¿La incorporación de endeudamiento de largo plazo (Emisión de Bonos) es una vía para conseguir incrementar la rentabilidad sobre los recursos propios de la empresa y, en consecuencia, generar valor económico agregado para los accionistas?

1.2 INTRODUCCIÓN

El entorno actual en el que se desenvuelven las empresas se caracteriza por tener que responder a un mercado altamente competitivo y de constante cambio, dinámica originada principalmente por aspectos como la globalización, el auge de la tecnología, la alta disponibilidad de información, entre otros. En ese contexto y en la búsqueda de un mejor desempeño económico de la empresa, cada vez adquiere mayor importancia la creación de valor como uno de los temas de mayor actualidad financiera. Al respecto, cada vez son más las compañías nacionales e internacionales que se enfocan en la gestión del valor, reconociendo que éste es uno de los objetivos prioritarios de las empresas y en especial de la administración financiera corporativa. En la presente investigación se emplean las medidas más extendidas actualmente de creación de valor: el EVA (Economic Value Added), el MVA (Market Value Added) y el Price to Book en relación con la estructura de capital de la empresa.

El trabajo, pretende aportar una herramienta valiosa para el ámbito de la gestión contable y financiera, puesto que partiendo de temáticas y herramientas propias del análisis económico y financiero genera un mayor acervo informativo e interpretativo acerca de las empresas colombianas generadoras de desarrollo, clasificando su desempeño financiero, su estructura de capital y midiendo la generación de valor económico con el fin de caracterizar o referenciar la performance sectorial, las características y especificidades por sector y su evolución a través de los últimos años en un contexto económico y social complejo tanto a nivel nacional como internacional.

Complementariamente, la investigación es relevante porque pretende analizar la relación implícita o explícita entre aspectos como la generación de valor y la estructura de capital a partir de las emisiones de bonos o títulos crediticios de largo plazo con el fin de validar la asertividad de la teoría financiera corporativa en economías emergentes, como la colombiana. De ahí su importancia, al incorporar temáticas de actualidad en el campo de la gestión partiendo del análisis sectorial

aportando información útil y puntos críticos de discusión para los directivos, los inversionistas y académicos del área; a la vez que intenta consolidar y actualizar metodologías, cifras y resultados aportados por investigaciones preliminares sobre la financiación y el desempeño empresarial colombiano.

Al respecto, la presente investigación pretende validar en la práctica los planteamientos de la teoría financiera corporativa a partir de la información financiera de un conjunto de empresas de un mercado emergente como lo es el caso de Colombia, considerando la rentabilidad y creación de valor en años posteriores a un periodo de emisión de deuda a través de bonos corporativos.

El trabajo está dividido en 7 capítulos: el problema de investigación, el marco teórico, la metodología, la dinámica de la renta fija, las emisiones públicas de deuda corporativa en Colombia, la creación de valor, y finalmente el análisis de correlación.

1.3 JUSTIFICACIÓN

El mercado de capitales constituye una institución clave para la dinamización de una economía, en la medida que facilita la financiación de las actividades productivas de los diversos sectores económicos, integrados por compañías industriales, comerciales y de servicios, las cuales, continuamente, requieren recursos de capital para desarrollar sus actividades operativas, bajo condiciones óptimas de costos, riesgos e información.

En ese orden de ideas, el presente trabajo de investigación, se preocupa por estudiar la financiación empresarial, la emisión de bonos corporativos y la creación de valor económico agregado; centrándose en el análisis de una problemática clave de las finanzas corporativas: la relación entre el apalancamiento financiero y el desempeño corporativo. Lo anterior, en aras de realizar una aproximación

empírica a la teoría de estructura óptima de capital, la gerencia del valor y los mercados financieros en Colombia. En ese sentido, Roncallo (2009), identifico que en Colombia, la mayoría de las empresas acude como fuente de financiación o capitalización al sector bancario pero ninguna de estas tiene en cuenta la emisión de bonos y otras opciones existentes en el mercado de capitales desaprovechando las ventajas operacionales de sistemas alternos de financiación; con lo cual, la presente investigación es teóricamente pertinente dado el desconocimiento parcial sobre los mecanismos de renta fija en el mercado de capitales y su efecto en el desempeño financiero de las empresas en el país.

El trabajo, pretende aportar una herramienta valiosa para el ámbito de la gestión contable y financiera, puesto que partiendo de temáticas y herramientas propias del análisis económico y financiero genera un mayor acervo informativo e interpretativo acerca de las empresas colombianas generadoras de desarrollo, clasificando su desempeño financiero, su estructura de capital y midiendo la generación de valor económico con el fin de caracterizar o referenciar la performance sectorial, las características y especificidades por sector y su evolución a través de los últimos años en un contexto económico y social complejo tanto a nivel nacional como internacional.

Complementariamente, la investigación es relevante porque pretende analizar la relación implícita o explícita entre aspectos como la generación de valor y la estructura de capital a partir de las emisiones de bonos o títulos crediticios de largo plazo con el fin de validar la asertividad de la teoría financiera corporativa en economías emergentes, como la colombiana. De ahí su importancia, al incorporar temáticas de actualidad en el campo de la gestión partiendo del análisis sectorial aportando información útil y puntos críticos de discusión para los directivos, los inversionistas y académicos del área; a la vez que intenta consolidar y actualizar metodologías, cifras y resultados aportados por investigaciones preliminares sobre la financiación y el desempeño empresarial colombiano.

Para finalizar, es importante concluir que el presente estudio genera un aporte a la comprensión del mercado de renta fija a nivel nacional. En segundo lugar, este estudio sirve como herramienta para la toma de decisiones de financiación desde la perspectiva del riesgo y la rentabilidad. En tercer lugar, valida los planteamientos de la teoría financiera corporativa en países emergentes y por último, beneficia a un público amplio, al generar un acervo estadístico e informativo cuantioso al servicio de la academia las empresas y personas interesadas en el tema, en general.

1.4 PRODUCTOS ESPERADOS

- Se espera que este trabajo de investigación constituya un documento de consulta y memoria digital abierta a empresarios, inversionistas, estudiantes y demás personas interesadas en los mercados financieros; teniendo en cuenta que los datos y resultados proporcionados en cuanto a los mercados de renta fija y la creación de valor de las diferentes compañías, permiten orientar una toma de decisiones correcta específicamente en lo concerniente a decisiones de financiación y desempeño en el mercado. Además de generar una imagen general del proceso de emisión de bonos y su impacto sobre el desempeño financiero a través del tiempo.
- Artículo en formato APA, que permita conocer de manera resumida y detallada, el fin y la metodología de esta investigación, haciendo énfasis principalmente en los resultados obtenidos y las recomendaciones para la determinación de la estrategia de financiación y su impacto en la creación de valor.

- Ponencia en evento local, buscando promover el desarrollo del mercado de capitales en el departamento del Cauca y el municipio de Popayán, ya que esta investigación propicia la cultura acerca de las inversiones, el interés por el mercado de renta fija y otros temas propios de las finanzas corporativas.

1.5 HIPÓTESIS DE INVESTIGACIÓN

- Existe una correlación positiva y fuerte, entre las variables “tamaño de la empresa” y “el nivel de endeudamiento de largo plazo” en el caso específico de las empresas colombianas listadas en Bolsa.
- El mercado de bonos corporativos ha venido presentando una disminución de las emisiones por parte de las empresas privadas, favoreciendo el aumento del crédito bancario comercial y las ofertas públicas de acciones.
- El endeudamiento financiero de largo plazo a través de Bonos corporativos tiene un impacto positivo sobre la creación de valor de las empresas (MVA & Price to Book) más no sobre el EVA.

1.6 OBJETIVOS

1.6.1 Objetivo general

Analizar la emisión pública de deuda corporativa (bonos largo plazo) y su efecto en el desempeño financiero de las empresas que cotizan en bolsa durante el periodo comprendido entre los años 2010 a 2015.

1.6.2 Objetivos específicos

- Describir la dinámica del mercado de renta Fija en Colombia durante el periodo de 2010-2015.

- Caracterizar financieramente las emisiones públicas de deuda corporativa (Monto, Tasas, maduración, calificación, entre otras) efectuadas por empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Colombia durante el periodo de 2010-2015, e Identificar las ventajas, desventajas, oportunidades y amenazas de la emisión pública de valores de renta fija
- Comparar la evolución de la estructura de capital y las razones financieras (Endeudamiento, Rentabilidad, Costo de Capital) frente a la creación de valor (EVA, MVA y PTB) de las empresas Colombianas que cotizan en Bolsa que realizaron emisiones de bonos corporativos durante el periodo de 2010-2015. Establecer el grado de correlación entre las emisiones públicas de deuda corporativa y la generación de valor.

CAPITULO II. MARCO TEÓRICO

1.7 ESTADO DEL ARTE

En años recientes se han realizado numerosas investigaciones sobre la temática del endeudamiento, a partir de las cuales, resaltamos las siguientes: Bustamante y Obando (2013) desarrollaron la investigación Gestión de riesgos en inversiones de renta fija en Colombia; dicho estudio analizó las inversiones en el mercado de renta fija, en el marco de una economía globalizada, examinando la volatilidad en los precios como consecuencia de la dinámica de los factores de riesgo inmersos en el mercado de capitales, los cuales están en función de las expectativas de los acontecimientos internacionales. Aguirre (2013) se ocupó de estudiar la relación entre variables financieras claves: el flujo de caja libre, el nivel de endeudamiento y los costos de quiebra, resaltando la inconveniencia de un alto endeudamiento dado el efecto negativo sobre la capacidad operativa de la firma en el marco de la inestabilidad económica vigente. Román y Acosta (2010), llevaron a cabo la investigación denominada el análisis de la emisión de bonos corporativos y sus efectos sobre la creación de valor; en dicho estudio, se realizó un análisis sobre las estructuras de financiamiento de las grandes empresas en el mercado colombiano y sus efectos en la creación de valor para un periodo de 10 años, comprendidos entre 1999-2009. Finalmente, Palau (2010) realizó la investigación denominada ¿contribuye el endeudamiento a la creación de valor?, donde realiza un intensivo análisis cuantitativo buscando evidencia estadística acerca del relacionamiento financiero entre las dos variables claves (Riesgo – rentabilidad) en las finanzas corporativas contemporáneas. Las anteriores investigaciones, constituirán la base teórica para desplegar los diferentes aspectos conceptuales, los cuales se desarrollaran a profundidad durante la ejecución del trabajo de campo.

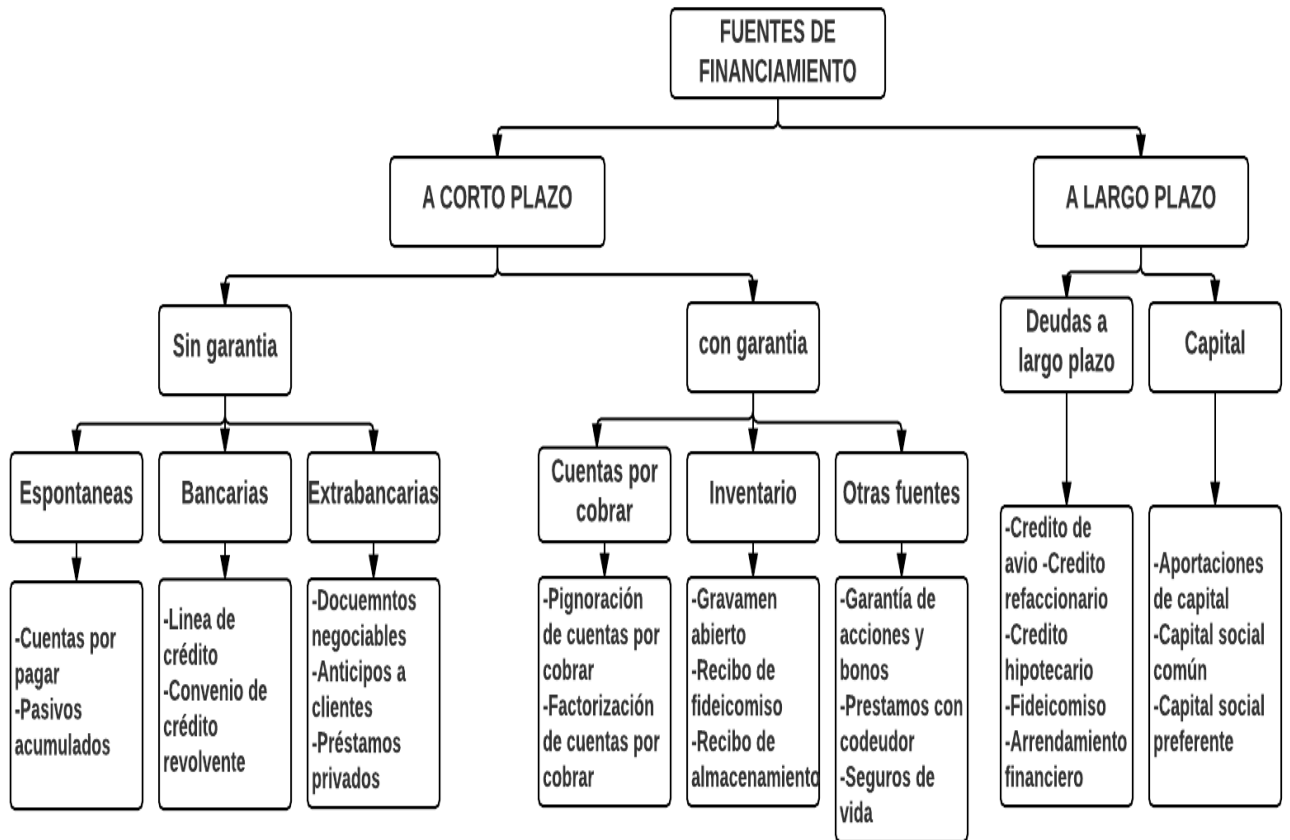
1.8 PLANEACIÓN FINANCIERA

Las decisiones de financiación hacen parte de la planeación financiera de las empresas. La planeación financiera puede ser clasificada como: a corto plazo (menor a 1 año) o largo plazo (de 1 a 5 años).

La planeación financiera de corto plazo, centraliza su objetivo en tener la liquidez suficiente para pagar sus cuentas y atender sus obligaciones financieras dentro de un periodo menor a un año. De otra parte, la planificación financiera de largo plazo, se centra en las necesidades de inversión y la financiación. Por tal razón, Los planes financieros contribuyen a mantener la coherencia de los objetivos y políticas corporativas sobre el crecimiento, las inversiones y la financiación de las empresas. “La planeación financiera emplea diferentes modelos financieros, a partir de los cuales, se pueden obtener y simular los datos básicos para la toma de decisiones de financiación o apalancamiento financiero” (García, 2010).

A continuación se detallan los tipos de financiación que se pueden presentar en las organizaciones:

Figura 1. Fuentes de financiamiento



Fuente: Dominguez y Crestelo, 2009)

Las fuentes de financiación según su exigibilidad, a corto plazo sin garantías, pueden darse como una fuente de financiamiento espontánea. Pérez (2001) argumenta que “las fuentes de financiamiento espontáneas son un medio muy eficaz para la absolución de las principales necesidades de una empresa, ya que estas nos permiten mantener unas sanas finanzas, y generar una fuente de movimiento del dinero” (p. 20)

Las financiaciones bancarias son una importante fuente de crédito que pueden ser a corto o largo plazo, con o sin garantía, según Moyer, Mcguigan y Kretlow (2000), “el propósito primordial del crédito bancario a corto plazo es satisfacer las necesidades estacionales de fondos de la compañía, como financiar la acumulación de inventarios y cuentas por cobrar, desde esta perspectiva el crédito bancario se considera auto-liquidable, puesto que es de esperar la venta de los inventarios y la cobranza de las cuentas por cobrar que generen efectivo para el pago del crédito antes de la siguiente acumulación estacional” (p. 19).

En el crédito bancario las tasas de interés son estipuladas por el banco, estas tasas pueden variar con el paso del tiempo debido a los mercados tan fluctuantes. Las fuentes de financiación con garantías implican comprometer un activo de la empresa como soporte a la deuda a través de diferentes modalidades de crédito, Moyer, Mcguigan y Kretlow (2000) plantean que “las cuentas por cobrar son una modalidad común de colateral en los créditos a corto plazo, ya que son “relativamente liquidas y su valor es relativamente fácil de recuperar en caso de que el prestatario se vuelva insolvente” (p. 34)

Otra modalidad de crédito con garantía a corto plazo, es el crédito sobre inventarios y consiste en una fuente de financiación flexible donde está

directamente relacionada con el incremento de las ventas e inventarios de la compañía, una de los beneficios consisten en que aumenta la liquidez de la empresa, lo que genera en el acreedor la necesidad de respaldar su préstamo a través de los tres tipos de inventarios que poseen las empresas. De ahí que Van y Wachowicz (2010) argumentan que “el prestamista que otorga crédito con garantía tienen dos fuentes de cobro: la capacidad de la empresa de generar flujo de efectivo para cumplir con la deuda y si esta fuente falla por alguna razón, el valor del colateral de la garantía. Para dar un margen de seguridad, un prestamista da un adelanto menor que el valor del mercado colateral”. (p. 36)

Por otro lado están las fuentes de financiación a largo plazo que constan de todas las deudas a mediano y largo plazo que tienen las organizaciones: financiación de equipos, compra de inmuebles, infraestructura, entre otros. Los proveedores de dichos créditos pueden ser bancos comerciales, compañías de seguros, fondos de pensiones, instituciones financieras, organismos no gubernamentales, y proveedores de equipos. La toma de decisiones de financiamiento a largo plazo está limitada a un previo análisis donde su diagnóstico propone la fuente de financiación a largo plazo más idónea, que permite amortiguar todo tipo de riesgo que genere el mercado, por ello es necesario que los financiamientos a largo plazo tengan el mismo carácter de las inversiones.

1.8.1 Estructura de Capital

La estructura de capital, es la combinación óptima de deuda a largo plazo (Pasivos) y de capital propio (Patrimonio) que la compañía usa para financiar sus actividades operativas y que contribuye a la maximización de valor para los accionistas. La importancia de las decisiones de financiación radica en la incidencia que tienen sobre el valor de la empresa, en otras palabras la estructura de capital es la mezcla específica de la deuda a largo plazo y de capital que la empresa utiliza para financiar sus operaciones.

Mascareñas (2002), plantea que cada empresa tiene una estructura de capital “óptima”, derivada de los efectos impositivos, los costes de agencia y los costes de insolvencia, por lo tanto, La gerencia financiera tiene como objetivo mantener un coeficiente de endeudamiento objetivo, que compense las ventajas fiscales del endeudamiento con el aumento de la probabilidad de insolvencia cuando el apalancamiento financiero aumenta. De tal forma que, la empresa fija un indicador deuda-capital objetivo hacia el que pretende moverse de forma gradual a través del tiempo, compensando costes y beneficios derivados del endeudamiento, manteniendo los activos y los planes de inversión de la compañía constantes. Al respecto, se asume que la empresa substituye deuda por capital o capital por deuda hasta que su valor se haya maximizado.

1.8.2 Emisión de Bonos

Un bono es un título crediticio o un instrumento de deuda de largo plazo, generalmente, emitido por gobiernos nacionales, locales y corporaciones. Un bono opera como un préstamo que obliga al emisor a cancelar intereses periódicos al tenedor de la obligación y a reembolsar el monto principal al vencimiento del periodo pactado.

El mercado de los bonos está compuesto por instrumentos de crédito y deuda a mayor plazo que el mercado de dinero. El mercado incluye pagares y obligaciones del tesoro, obligaciones societarias, obligaciones municipales, valores hipotecarios y deuda de la agencia federal. A veces se dice que estos instrumentos componen el mercado de capitales de renta fija porque la mayoría de ellos prometen bien un flujo fijo de ingresos, o bien un flujo de ingresos que está determinado según una fórmula específica (Bodie, y otros, 2004, p. 24)

1.8.3 Términos o elementos de un bono:

Algunos de los términos más importantes y característicos sobre los bonos, son los siguientes:

Derechos sobre activos y resultados: en caso de insolvencia o Default del emisor, los derechos de la deuda en general, incluidos los bonos, se satisfacen antes de los de las acciones ordinarias y de las privilegiadas. Sin embargo, diferentes tipos de deuda pueden tener una relación jerárquica entre ellos en relación con el orden de su derecho sobre los activos. De igual forma, los bonos también tienen un derecho sobre los resultados operacionales del emisor que está por delante de la acción ordinaria y privilegiada. En general, si no se pagan los intereses pactados sobre los bonos, los reguladores del mercado pueden clasificar al emisor como insolvente y forzar la quiebra. Van y Wachowicz, 2010, p. 51)

Valor a la par o valor facial: “es el valor nominal o principal que se paga al tenedor del bono a la fecha de su vencimiento”. (Van y Wachowicz, 2010, p. 53)

Tasa cupón: “es la tasa de interés expresada como porcentaje sobre el valor nominal del bono que será pagada anual y constantemente a los tenedores de la obligación hasta la fecha de vencimiento del título” (Van y Wachowicz, 2010, p. 53)

Fecha de emisión: “Dato o indicación del tiempo a partir del cual se crean los títulos” (Van y Wachowicz, 2010, p. 54)

Vencimiento o maduración: Es la fecha exacta en la cual el valor principal o a la par del bono será pagado a los tenedores. En otros términos, indica el número de años hasta que el emisor del bono devuelve el valor principal al tenedor y liquida o redime el bono. Generalmente, la maduración de un bono puede abarcar periodos de entre 3, 5, 10, 20 o incluso 30 años, según el caso. (Van y wachowicz , 2010, p. 55)

Contrato de emisión: hace referencia al acuerdo legal entre la empresa o institución emisora de los bonos y el depositario del bono que representa al poseedor o tenedor del mismo. El contrato de emisión estipula los términos específicos del acuerdo del préstamo, incluyendo una descripción general de los bonos, los derechos de sus tenedores, los derechos de la empresa emisora y las responsabilidades del depositario. Este documento legal puede llegar a tener una extensión promedio de 100 páginas, dedicadas la mayoría a definir precauciones protectoras del poseedor de los bonos. El depositario del bono, generalmente una institución bancaria o una institución fiduciaria, tiene asignada la importante tarea de vigilar las relaciones entre el tenedor del bono y la empresa o institución emisora, protegiendo al tenedor del bono y vigilando para que las condiciones del contrato de emisión se cumplan.

1.8.4 Proceso de emisión de Bonos

El Proceso de Emisión de Bonos: En un proceso normal de emisión de bonos intervienen los siguientes actores:

Emisor: “Es la institución que se financia con la emisión de bonos; recibe el dinero de los inversionistas en los bonos emitidos y responde por los cupones y por el capital invertido o principal”. (Vera, 2012, p. 52)

Estructurador: “Es una entidad de asesoría, que normalmente es contratada por el emisor para que establezca el impacto de la emisión de bonos en las finanzas de la empresa, así como los montos, los procedimientos y los costos de la emisión y finalmente proponga, para la aprobación de la empresa, el plan de emisión. El estructurador debe inscribir la emisión en el Registro Nacional de Valores [RNV], en la Bolsa correspondiente (para los procesos de compra-venta de la emisión y aún de las reventas posteriores) y en Deceval (Depósito Central de Valores)”. (Vera, 2012, p. 33).

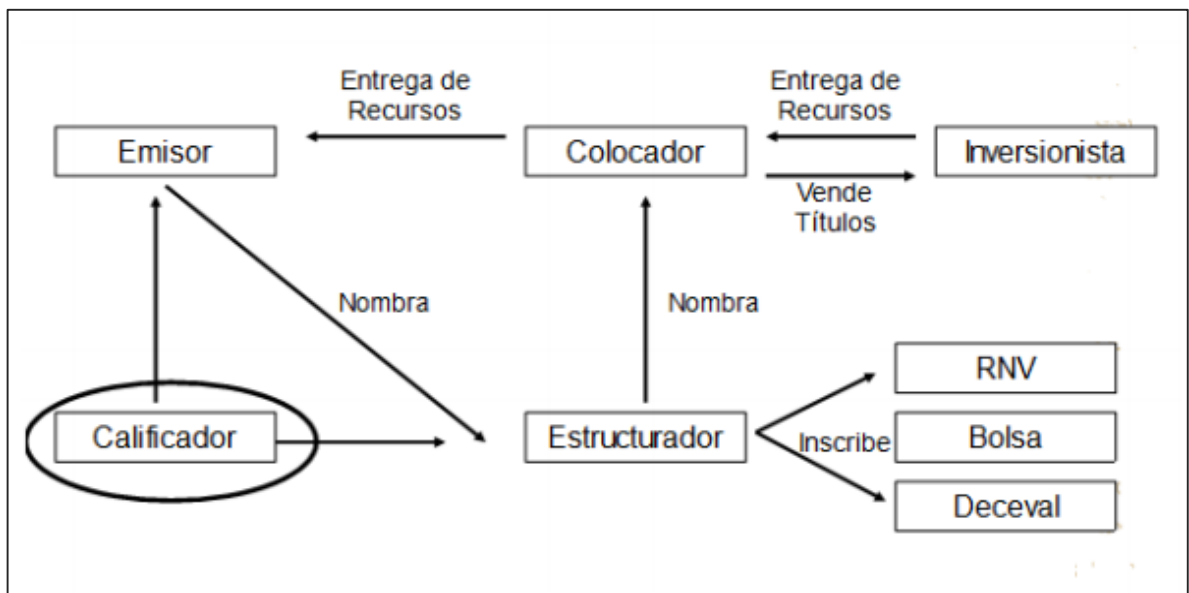
Calificador: Por norma de ley, el Emisor debe contratar los servicios de una entidad calificadora de riesgos financieros para que establezca el riesgo de la inversión de los futuros tenedores de los bonos; este riesgo se plasma en una

calificación. En una sección de este capítulo se discutirá sobre el calificador y las calificaciones de los bonos.

Colocador: “Es el operador de la emisión de los bonos en el mercado; es el agente que vende los títulos”. (Vera, 2012, p. 29)

Inversionista: “Es el adquirente de los títulos en el mercado. El inversionista busca, bien ganar la tasa cupón del bono (inversionista-ahorrador) para su inversión, o bien que la calidad del emisor mejore con el tiempo para hacer más costoso el bono y ganar la diferencia de precio (inversionista-especulador)”. (Vera, 2012, p. 45)

Figura 2. Estructuración de la emisión de bonos

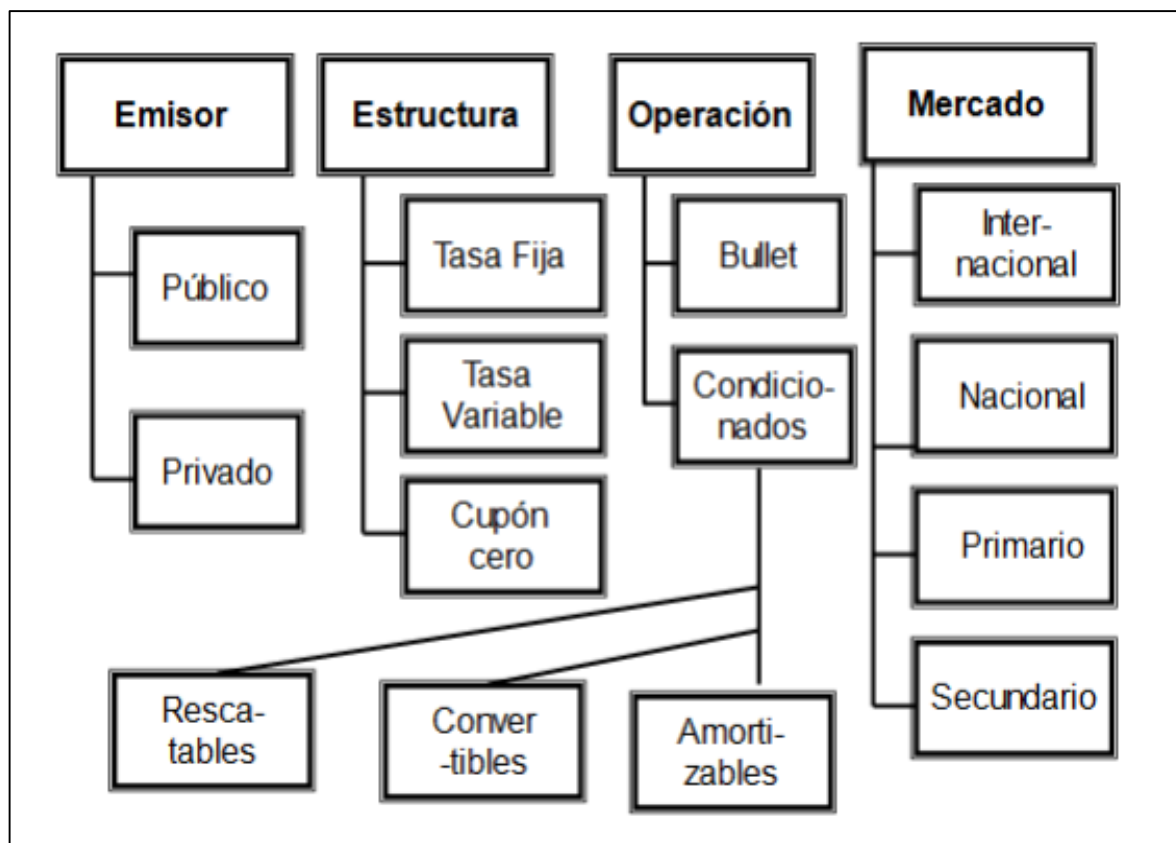


Fuente: propia del estudio

1.8.5 Clasificación de los bonos

Existen varios tipos de Bonos, clasificados según el emisor, la estructura de pagos, la forma de rescate o redención y el mercado al que acceden, como se muestra en la siguiente figura:

Figura 3. Tipología de los bonos



Fuente: propia del estudio

1.8.6 Calificación crediticia

Según Moody's.com (2015), en el mercado financiero internacional, existen entidades o firmas especializadas en calificar el riesgo de los países o las corporaciones que emiten valores, entre ellas podemos destacar: Standard and Poor's, Moody's y Fitch investor service. Dichas entidades, al calificar un bono, emiten un juicio técnico sobre su potencial riesgo futuro, basado en información suministrada y soportada por la compañía emisora de los títulos. La calificación emitida puede variar entre AAA (mejor calificación) y D (peor calificación)". (Superintendencia financiera de Colombia, 2012, p. 46)

AAA: La calificación y la calidad más altas. "Primera categoría. Máxima seguridad. Bonos que se consideran de la más alta calidad. Conllevan el riesgo de

inversión más bajo. La capacidad del emisor de cumplir sus compromisos financieros respecto a las obligaciones es extremadamente alta”. (Superintendencia Financiera de Colombia, 2012, p. 38)

AA: Alta calidad. Alta calificación. “Bonos que se consideran de alta calidad según todos los parámetros y que se diferencian por poco margen de los bonos de calificación más alta. La capacidad del emisor de cumplir sus compromisos financieros respecto a las obligaciones es muy alta”. (Superintendencia Financiera de Colombia, 2012, p. 42).

A: Calidad y calificación media alta. “Bonos que cuentan con muchos atributos de inversión favorables y se consideran obligaciones con una calificación media alta. Se consideran ligeramente más susceptibles que las obligaciones de las categorías superiores a los efectos adversos de un cambio en las circunstancias y las condiciones económicas. Sin embargo, la capacidad del emisor de cumplir sus compromisos financieros respecto a las obligaciones altas”. (Superintendencia Financiera de Colombia, 2012, p. 38)

BBB: Calificación media. “Bonos que se consideran obligaciones de calificación media (es decir, no cuentan con una elevada protección, pero tampoco están asegurados de forma mediocre). Los pagos de intereses y capital parecen ser adecuados; sin embargo, unas condiciones económicas adversas o un cambio en las circunstancias se podrían traducir en un deterioro de la capacidad del emisor para cumplir sus compromisos financieros respecto a las obligaciones”. (Superintendencia Financiera de Colombia, 2012, p. 19).

BB: Ligeramente especulativos. “Bonos que se consideran menos vulnerables al incumplimiento de pago que otras emisiones especulativas. Sin embargo, enfrentan incertidumbres continuas o tienen exposición a condiciones adversas en el ámbito empresarial, financiero o económico, lo que puede traducirse en una

capacidad deficiente para cumplir con sus compromisos financieros respecto a las obligaciones”. (Superintendencia Financiera de Colombia, 2012, p. 27).

B: Baja calificación. Alto grado especulativo. “Bonos que se consideran más vulnerables a un incumplimiento que las obligaciones calificadas “BB” aunque los emisores actualmente tienen la capacidad para cumplir sus compromisos financieros respecto a las obligaciones. Es probable que las condiciones adversas en el ámbito empresarial, financiero o económico perjudiquen la capacidad o voluntad de estos emisores para cumplir sus compromisos financieros respecto a las obligaciones”. (Superintendencia Financiera de Colombia, 2012, p. 33)

CCC: Baja calificación. “Posible mora. Bonos en mala situación. Estas emisiones pueden encontrarse en mora o presentar elementos que amenacen el pago del capital y los intereses”. (Superintendencia Financiera de Colombia, 2012, p. 38).

CC: Baja calificación. “Extremadamente especulativos. Bonos con un elevado grado especulativo. Estas emisiones a menudo se encuentran en mora o tienen otros defectos”. (Superintendencia Financiera de Colombia, 2012, p. 67).

C: Probablemente en mora. “Bonos con perspectivas sumamente negativas de acceder alguna vez a un verdadero estatus de inversión. Han solicitado protección bajo la ley de quiebras o tomado una acción similar, si bien los pagos de estas obligaciones podrían continuar” (Superintendencia Financiera de Colombia, 2012, p. 87).

D: En mora. “Bonos que se consideran en mora. No han hecho los pagos de una obligación en la fecha prevista, incluso si el período de gracia aplicable no ha vencido. Han solicitado protección bajo la ley de quiebras o una acción similar y los pagos de estas obligaciones corren peligro” (Superintendencia Financiera de Colombia, 2012, p. 21).

1.8.7 Mercado Electrónico Colombiano

El MEC es el conjunto de normas, afiliados, procedimientos y mecanismos que tienen por objeto la celebración de operaciones, contratos y transacciones de los afiliados al sistema, propias de su régimen legal sobre derivados financieros y valores distintos de acciones y bonos convertibles en acciones susceptibles de negociación en la BVC. (Saade, 2010, p. 54).

Dentro de sus funciones se encuentran los procesos de compensación y liquidación de las operaciones celebradas y la administración de las garantías. La administración del sistema corresponde a la Bolsa de Valores de Colombia.

1.8.8 Gerencia del Valor

La Gerencia del valor, se conceptualiza como un proceso integral diseñado para mejorar las decisiones estratégicas y operacionales que involucran a todas las áreas de la organización, a través del énfasis en los resultados y el manejo de inductores de valor. Al respecto, Una empresa genera valor cuando es capaz de obtener inversiones que renten más que el costo de capital promedio ponderado de sus recursos de operación. A partir de este enfoque gerencial, se considera la maximización de valor como el objetivo básico financiero para la empresa, dejando de lado otras medidas tradicionales de la contabilidad financiera. (Lopez, 2002, 47).

1.8.9 Valor de Mercado Agregado

Constituye una medida de creación de valor que se calcula como la diferencia entre el valor de mercado de las acciones de la empresa (Capitalización bursátil) y el valor en libros del capital social aportado por los accionistas (Patrimonio Total). Entre más alto sea el MVA, mayor valor de mercado ha sido creado por la empresa. En caso de ser negativo el MVA, significa que los directivos no ha sido

capaz de crear valor para los accionistas y grupos de interés de la compañía. (García, 2003) afirma que las empresas con un alto valor de mercado agregado resultan atractivas para los inversionistas debido a la mayor probabilidad de generar resultados operativos positivos, y también porque es una buena señal de que tienen un fuerte liderazgo y buen gobierno corporativo.

Formula:

$$MVA = (\text{Precio de la accion} * \text{Numero de acciones en circulacion}) - (\text{Patrimonio Total} - \text{Acciones preferentes})$$

Fuente: García, 2010.

El MVA, según Fernandez (2000), “es la diferencia entre el valor de las acciones de las empresas y el valor contable de las acciones”. (p. 32)

Las ventajas que brinda este método es que es un indicador que refleja la generación de valor para el accionista en el largo plazo, permite comparar los resultados de la empresa y el aumento de su patrimonio con los resultados en la bolsa de valores y Si la empresa cotiza en bolsa de valores, su cálculo es sencillo y se puede hacer para cualquier periodo de tiempo.

Dentro de las desventajas que desencadena el MVA es que sólo puede calcularse en empresas que cotizan en bolsa, no tiene en cuenta el valor del dinero en el tiempo, por lo tanto el costo del capital no lo afecta, es un indicador estático, sólo tiene en cuenta la generación de valor a una fecha dada, y esta misma puede ser efecto de falsas especulaciones o comportamientos irracionales en el mercado accionario.

Para Garcia (1999) “es la diferencia entre el valor de mercado total de una compañía y el total de los recursos invertidos (capital) para crear ese valor a una fecha cualquiera” (p. 64).

Esté es una herramienta que además de ayudar a determinar el valor de una empresa, sirve de manera significativa a la toma de decisiones generales dirigidas y enfocadas hacia la creación de valor, además es un indicador que integra el desempeño operativo y financiero de una empresa con el fin de determinar el valor de la misma, de esta manera permite tener un conocimiento obtenido por la inversiones realizadas por la empresa. Este método coopera a que los propietarios actúen bajo la prospectiva de inversores, accionista y clientes con la intención de generar utilidades e incrementar valor económico.

1.8.10 Valor Económico Agregado

El valor económico agregado, es una medida de la utilidad económica o residual. Se calcula como la diferencia entre la utilidad operativa neta después de impuestos (UODI) y el costo de oportunidad del capital invertido ($WACC * \text{Activos de Operación}$). El Valor Económico Agregado es un indicador neto de desempeño organizacional que permite cuantificar la creación de valor; al ser implementada en una organización hace que los gerentes y directivos actúen como propietarios (empoderamiento) y además permite medir la calidad de las decisiones gerenciales. (García, 2008, p. 65)

Formula:

$$EVA = (ROIC - WACC) * \text{Activos Netos de Operación}$$

Fuente: García, 2008.

1.8.11 Price to Book

El índice Price to Book, es un indicador financiero o múltiplo bursátil de valor de mercado. Se emplea para comparar el valor de mercado presente (capitalización bursátil) de una empresa frente a su valor contable o valor en libros (patrimonio). Se calcula dividiendo la capitalización bursátil de la

empresa entre su valor contable. Al respecto, el valor contable incluye el capital social, las utilidades retenidas y las reservas pero deduce el valor de las acciones preferentes. (Informermercados, 2010, p. 43)

Si el valor del índice Price to Book es igual o menor que 1 ($PTB \leq 1$) la empresa esta subvaluada o su negocio está en declive, de ahí que, constituya una métrica importante al otorgar al inversionista una idea sobre el desempeño presente y las perspectivas a futuro de la compañía. (Informermercados, 2010, p. 56)

Formula:

$$PTB = (\text{Precio de la accion} * \text{Numero de acciones en circulacion}) / (\text{Patrimonio Total} - \text{Acciones preferentes})$$

Fuente: Berk, & De Marzo, 2008.

Desde el punto de vista de la teoría económica, como lo establecen Fabozzi et al. (2002), Choudhry (2004) y Echeverry et al. (2008), Entre las principales variables que determinan el comportamiento del monto total adjudicado de deuda privada son el PIB norteamericano, ya que en la medida que hay una recesión en esta economía esto conlleva a un flujo de inversión extranjera directa a economías emergentes como lo es Colombia y por tanto aumenta la demanda de la deuda pública y privada en emisiones primarias y en mercado secundario. Otra variable de bastante relevancia que explica el nivel adjudicado es el índice de precios al consumidor, IPC, debido a que como gran parte de las emisiones están indexadas a este indicador entonces se presente una relación directa entre el IPC y el monto total adjudicado, es decir, un aumento en el IPC hace más atractivas las inversiones en estos activos debido a su mayor rentabilidad. (Velez, 2012, p. 36)

Así mismo, cuando las tasas de interés de los títulos de renta fija en el mercado secundario tienden a caer, ya sea por exceso de liquidez en el mercado o por altos niveles de confianza, los inversionistas buscan alternativas seguras y más rentables, lo cual se refleja en un incremento en los montos adjudicados en emisiones primarias, y por tanto existe una relación inversa entre la tasa de interés y el monto adjudicado. También a nivel teórico cuando hay mayores niveles de demanda en un mercado, esto hace que los montos adjudicados tiendan a incrementarse y por tanto estas dos variables tienen una relación directa, sin desconocer el monto máximo anunciado previamente en el aviso de oferta pública de colocación.

Dado lo anterior se consideran variables tales como la tasa de crecimiento de la economía norteamericana, la tasa de los Test de referencia, el índice de precios al consumidor en Colombia y la demanda total de cada emisor como factores que explican la valoración de bonos corporativos en la economía colombiana.

Con respecto a la inflación, un aumento en la misma supone, en efecto, un deterioro del poder adquisitivo, una circunstancia particularmente nefasta para los ahorradores y los inversores en renta fija. Es decir, el inversor que adquiere una obligación clásica y la conserva hasta el vencimiento tiene asegurado el valor nominal de su inversión. Sin embargo, no está protegido contra la inflación; por este motivo, exigirá a menudo que el cupón incluya una prima que compense la inflación futura anticipada. Desafortunadamente, no existe ninguna garantía que esta prima de riesgo sea suficiente para evitar que la inflación no se coma el valor real de la inversión

CAPITULO III. METODOLOGÍA

El presente proyecto de investigación, constituye un caso de aplicación de la teoría financiera corporativa en relación al efecto de la estructura de capital sobre el desempeño financiero corporativo. Tiene como finalidad, vincular temáticas actuales como el mercado de capitales, la emisión de bonos corporativos, los inductores de valor y la gerencia del valor en el contexto de empresas que cotizan en bolsa, particularmente con emisiones de deuda en el periodo comprendido entre 2010 y 2015.

El proyecto, parte del estudio de las empresas que cotizan en el mercado público de valores que hayan realizado una emisión de bonos corporativos dentro de la fecha de estudio. Se realizara una caracterización de las empresas que cumplan los requerimientos y se examinara a fondo los diferentes aspectos relacionados con los títulos crediticios emitidos (monto, plazo, series, calificación, fines, entre otros). Sobre la base de dicha política de financiación a largo plazo se desarrollara un modelo financiero que permita analizar su impacto en la generación de valor (EVA, MVA y PTB) en los años posteriores, corroborando las bondades o no, del endeudamiento sobre la rentabilidad y creación de riqueza a largo plazo.

A continuación, se describen las actividades planteadas para lograr cada uno de los objetivos específicos.

Fase 1. Realizar el estado del arte

Para realizar el estado del arte se procederá a realizar una minuciosa recopilación bibliográfica en las principales bases de datos de literatura científica, en la búsqueda de estudios sobre el tema que sirvan de insumo para la propuesta investigativa. Para ello se utilizarán términos de búsqueda en español y en inglés como finanzas corporativas, estructura de capital, mercado bursátil, mercado de

valores, estructura de capital, precio de acciones, renta fija y creación de valor económico agregado, entre otros. Una vez se recopile la información se procederá a clasificarla y organizar aquella que sea útil para el proyecto en términos de aporte o conveniencia teórico práctica.

Fase 2. Realizar un seguimiento a las empresas con emisión de bonos corporativos en el mercado de renta fija a través de la Bolsa de Valores de Colombia. De las 75 empresas que cotizan en bolsa, se estudiarán los casos más representativos de emisiones de bonos corporativos, seleccionando por lo menos tres, y diversificando por sector económico. Las fuentes de información en esta fase serán los resultados de las emisiones y los informes mensuales de renta fija, documentos publicados periódicamente por la Bolsa de Valores de Colombia. Posteriormente, se procederá a revisar y extraer las variables financieras de los prospectos de emisión de cada una de las empresas objeto de estudio generando una matriz en hoja de cálculo Excel y una ficha tipo caso por cada empresa durante el periodo de estudio.

Fase 3. Después de recoger los datos de las fuentes mencionadas anteriormente, se trabajará a través de análisis cuantitativos para buscar la relación entre el endeudamiento de largo plazo y los indicadores de creación de valor. La presente investigación utiliza el EVA, MVA y el PTB como como indicadores de creación de valor y para medir el apalancamiento financiero, el ratio de endeudamiento a largo plazo y el nivel de endeudamiento a largo plazo. Lo anterior, con la finalidad de determinar si el grupo seleccionado de las empresas que cotizan en bolsa en el período de los años 2010 a 2015 generaron o destruyeron valor después de una emisión de bonos corporativos. Se tomó como base la información suministrada por la plataforma financiera Bloomberg, a través de la cual se obtendrán los estados financieros básicos (balance general y estado de resultados), las cotizaciones de mercado y otras variables financieras objeto del estudio. En esta fase, se desarrolla un modelo financiero a través de la hoja de cálculo Excel que

permita la deducción de los diferentes indicadores citados anteriormente por empresa durante el periodo de estudio.

A continuación, se adjunta un formato modelo para la obtención de las variables financieras objeto de estudio a través de la plataforma financiera Bloomberg:

Tabla 1. Formato Modelo para la obtención de datos de Bloomberg.

NUTRESA CB Equity					
	Date	28/12/2012	30/12/2013	30/12/2014	30/12/2015
Activos Corrientes	BS_CUR_ASSET_REPORT	1.537.695	2.018.317	2.160.645	2.542.873
Pasivos Corrientes	BS_CUR_LIAB	757.672	1.348.361	1.415.757	2.249.102
Activos Fijos Netos	BS_NET_FIX_ASSET	1.135.785	1.456.074	2.963.335	3.383.722
Utilidad Operacional	IS_OPER_INC	521.112	650.227	664.697	782.685
Tasa de Impuestos	EFF_TAX_RATE	28	31	31	28
WACC	WACC	6	5	6	6
Patrimonio Neto	TOTAL_EQUITY	7.425.252	7.430.071	8.031.673	8.042.844
Precio de la Accion	PX_LAST	25.420	26.440	28.600	22.620
Numero de Acciones	BS_SH_OUT	460	460	460	460
EVA		\$ 253.418	\$ 342.336	\$ 251.725	\$ 352.336
MVA		\$ 4.271.087	\$ 4.735.594	\$ 5.127.859	\$ 2.365.150
PRICE TO BOOK		1,6	1,6	1,6	1,3

EVA=UODI-(ACTIVOS DE OPERACIÓN*WACC)

MVA=(PRECIO DE LA ACCION*NUM ACC CIRC)-PATRIMONIO TOTAL

PTB=(PRECIO DE LA ACCION*NUM ACC CIRC)/PATRIMONIO TOTAL

Fuente: propia del estudio

Fase 4. Después de recoger los datos de las fuentes mencionadas anteriormente, se trabajará para buscar la relación cuantitativa entre las emisiones de bonos y los indicadores de creación de valor, mediante un modelo de correlación simple (Nivel de endeudamiento de largo plazo frente al EVA, MVA y PTB), empleando el complemento análisis de datos de Excel y el software XLStat. En ese sentido, Esta técnica estadística permite determinar la relación o dependencia que existe entre dos variables cuantitativas aleatorias que intervienen en una distribución bidimensional.

Tabla 2. Formato Modelo para la obtención de datos en Excel

Resultados con Excel

Estadísticas de la regresión	
Coeficiente de correlación múltiple	0.99582747
Coeficiente de determinación R ²	0.99167236
R ² ajustado	0.98959045
Error típico	1.5310881
Observaciones	6

ANÁLISIS DE VARIANZA					
	GL	SC	CMe	F cal	P-valor
Regresión	1	1116.62308	1116.62308	476.328138	2.60786E-05
Residuos	4	9.37692308	2.34423077		
Total	5	1126			

	Coeficientes	Error típico	Estadístico t	P-valor	Inferior 95%	Superior 95%	Inferior 95.0%	Superior 95.0%
Intercepción	0.346154	0.9173433	0.37734384	0.72508508	-2.200804756	2.893112448	-2.200804756	2.893112448
Variable X 1	2.930769	0.13428531	21.824943	2.6079E-05	2.557932668	3.303605794	2.557932668	3.303605794

Fuente: propia del estudio

Fase 5. Análisis y discusión de los resultados. El análisis de resultados es la parte del informe en la que establece las conclusiones del mismo. Este análisis debe comprobar las hipótesis de investigación propuestas, realizar comparaciones frente a investigaciones similares recientes, proponer cuestiones sobre el tema estudiado y plantear nuevas corrientes y perspectivas para futuras investigaciones.

CAPITULO IV. DINÁMICA DEL MERCADO DE RENTA FIJA EN COLOMBIA 2010-2015

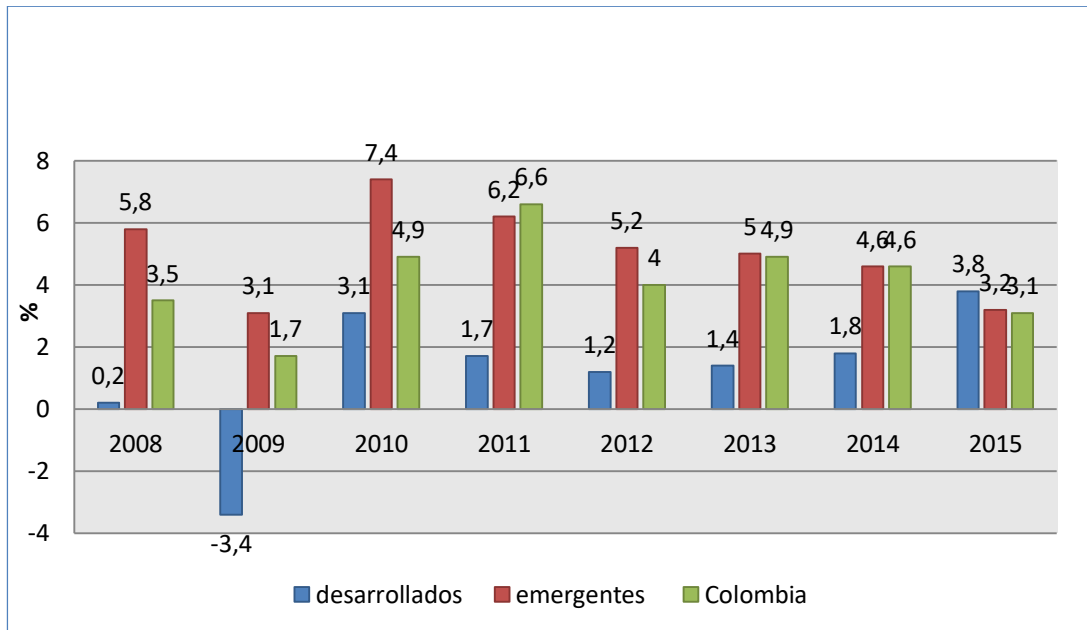
El despegue del mercado de deuda privada en Colombia

En Colombia el progreso y crecimiento de renta fija tuvo su mayor desarrollo en un periodo caracterizado por un entorno externo poco favorable para los activos considerados como de mayor riesgo.

La quiebra de Lehman Brothers¹ el 15 de septiembre de 2008, desembocó en la mayor crisis financiera y económica a nivel global desde la gran depresión de los años 30, con una fuerte contracción en el producto de los países desarrollados, una desaceleración en la tasa de crecimiento económico en las economías emergentes, un incremento en la volatilidad de los activos financieros, una reducción de la liquidez en los mercados de capitales y una fuerte desvalorización de los activos de mayor riesgo. (Valderrama y Gonzales, 2008, p. 78).

¹ fue una compañía global de servicios financieros de Estados Unidos fundada en 1850

Gráfica 1. Tasa de crecimiento anual PIB % (2008-2015)



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia (BVC)

El contexto global presentaba un ambiente complejo, el cual tuvo amplias repercusiones en el escenario colombiano.

La economía se desaceleró fuertemente en 2009, los títulos del gobierno colombiano y en general todos los activos financieros locales presentaron desvalorizaciones, lo que produjo importantes pérdidas en los portafolios de los intermediarios financieros. Además, la cartera de los bancos se deterioró y el otorgamiento de créditos comerciales se redujo drásticamente: Entre Enero de 2009 y enero de 2010 la cartera comercial creció solo un 0.46% mientras que en el año anterior la tasa de crecimiento había sido del 20.3%. (Valderrama y Gonzales, 2008, p. 47).

Es por esto que el Banco de la República decidió flexibilizar su postura monetaria para moderar la economía colombiana con respecto a la crisis financiera mundial, y además, para asegurar niveles adecuados de liquidez en el sistema financiero local. “La tasa de interés de intervención fue reducida de 9.6% E.A a 3.94% E.A en

el periodo diciembre 2008 a abril de 2010, manteniéndose el estímulo monetario hasta comienzos del 2011. Las tasas de interés del mercado local se redujeron como respuesta a las medidas del Banco de la República, donde incluso la tasa de interés de referencia de ese momento – la DTF - llegó a ser de 0,41% E.A en términos reales en algunos momentos durante este periodo” (Valderrama y Gonzales, 2008, p. 49).

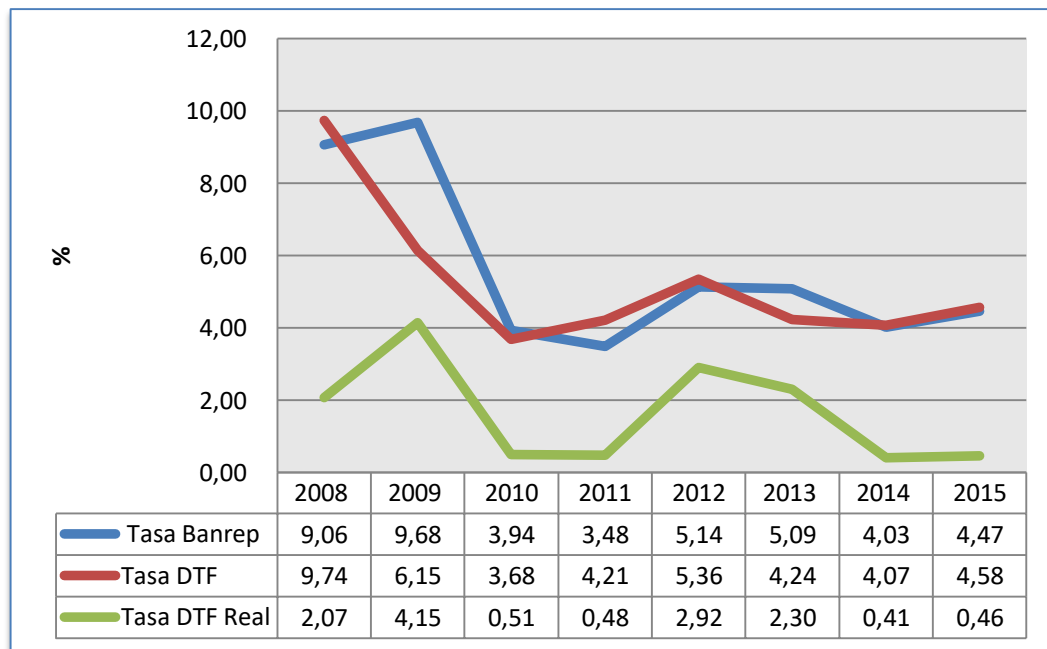
Pese a que Colombia no tenía grado de inversión y registraba un crecimiento inferior al promedio latinoamericano, sus bonos de deuda externa, que se negocian en los mercados internacionales, eran en ese momento los más rentables del mundo emergente. Al menos eso es lo que indican las estadísticas que lleva “el banco de inversión JP Morgan y que recopila la agencia Bloomberg, las cuales indicaban que al 4 de enero del 2011, la rentabilidad de los bonos colombianos denominados en dólares (que popularmente son conocidos como yanquis) eran de 33,4 por ciento anual, lo que ubica a estos papeles como los de mayores rendimientos, seguidos por los de Indonesia, con 30,8 por ciento y Suráfrica, con 25,6 por ciento (este último país sí tiene grado de inversión)”. (El Tiempo, 2011)

Las explicaciones para un retorno tan alto de los bonos colombianos son varias, pero la principal giraba alrededor del tema del grado de inversión, pues justamente la expectativa de que el país lo recuperara ese año era cada vez más grande. “Si bien los bonos de Colombia habían reducido su prima de riesgo, el avanzar a grado de inversión, para lo cual sólo faltaba un escalafón, le permitiría recibir dinero de un número mayor de inversionistas que estaban impedidos para llevar sus recursos a mercados que no tengan dicho ‘certificado’, tales como los fondos de pensiones de los países desarrollados”. (El Tiempo, 2011).

Otros temas que jugaron a favor de los bonos colombianos fue la tranquila transición política del año anterior (2010), pues el cambio de Gobierno no generó

ningún ruido en los mercados; la perspectiva de tener un boom minero energético, que mejoraría sustancialmente las cuentas del país; un equipo económico que era bien calificado por los analistas (que son los que hacen las recomendaciones a los inversionistas) y el hecho de que se estuvieran tramitando en el Congreso reformas para generar sostenibilidad fiscal.

Gráfica 2. Tasa de interés Mercado Colombiano (%) 2008-2015



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia (BVC)

A pesar del difícil escenario global y local Colombia mostró un interesante crecimiento del mercado de deuda privada, debido a las repercusiones expuestas por el Banco de la Republica, quien estableció una política expansionista² la cual se mantuvo entre 2009 y 2010, los movimientos a la baja de las tasas de interés generaron fuertes valorizaciones a los instrumentos de renta fija estos se recuperaron frente a los niveles observados en el 2007 y 2008.

² Conjunto de criterios, lineamientos y directrices utilizados por el Estado para hacer crecer la actividad económica través del uso de los instrumentos de política económica que se consideren necesarios.

Por consiguiente en los años 2009 y 2010 “los montos emitidos en el mercado primario se incrementaron en más de 170% respecto al promedio de los últimos tres años (2006-2008) los cuales oscilaban entre COP 4,5 billones y posteriormente superó los COP 13 billones anuales con más de 30 emisores y 50 nuevas emisiones por cada periodo”. (Banco de la Republica, 2012, p. 89)

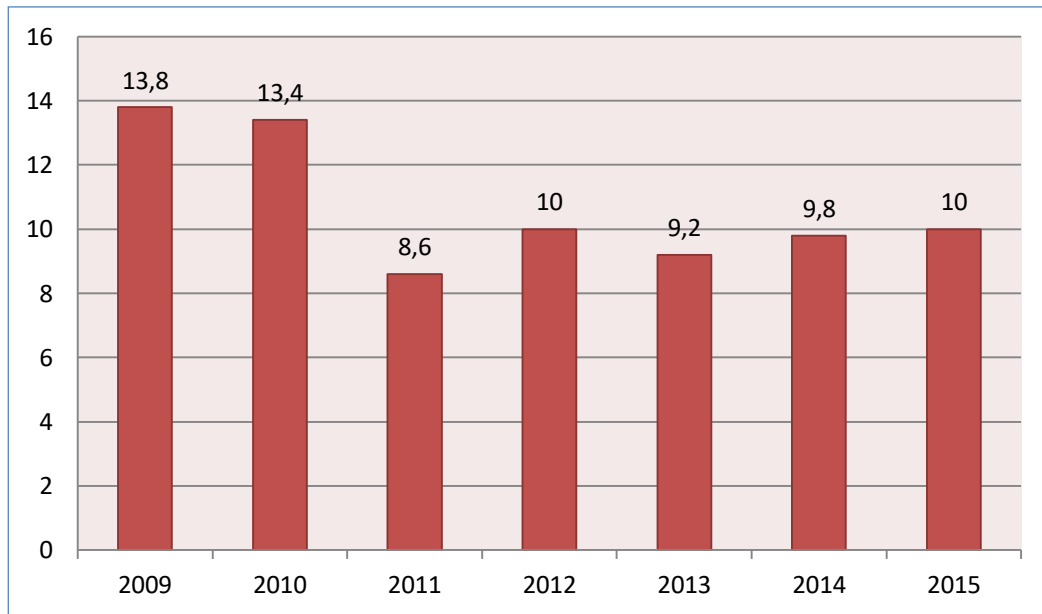
En 2011, la economía continuó acelerándose, “las presiones inflacionarias crecieron y el Banco de la República endureció su política monetaria, para finales de 2011 la tasa de intervención aumentó a 4,75% y la expectativa de crecimiento del PIB de acuerdo con el Ministerio de Hacienda era de 5.5%. Como resultado, la negociación secundaria de instrumentos de renta fija mantuvo la tendencia decreciente de 2010, los volúmenes cayeron 22%, donde las mayores reducciones se presentaron en el mercado de deuda pública SEN administrado por el Banco de la República y en el mercado de deuda privada”. (Banco de la Republica, 2012, p. 76).

Luego de un año 2010 que fue muy positivo para inversiones en títulos de deuda en pesos (renta fija) debido a factores como la persistencia de una inflación controlada, una postura de política monetaria expansiva, el fortalecimiento del peso colombiano frente al dólar, el alto apetito por activos de economías emergentes y las bajas tasas de interés a nivel global, el año 2011 luce con mayores complejidades y más desafiante para lograr rentabilidades similares o superiores. (Banco de la Republica, 2012, p. 76).

En primer lugar, el repunte de la inflación a finales de 2010 y que continuó a comienzos de 2011 revivió la posibilidad de que el Banco de la República adelantara la postura de política monetaria que no era otra cosa que incrementar la tasa de interés de intervención que se encontraba en un mínimo histórico de 3 por ciento. (Banco de la Republica, 2012, p. 98).

Es importante recordar que las tasas de interés de los títulos de deuda reflejan percepciones de riesgo sobre muchos aspectos, entre los cuales los más relevantes son la capacidad de pago del emisor del título, la inflación, la incertidumbre sobre la inflación futura y el costo de oportunidad reflejado sobre las tasas de interés de corto plazo. En consecuencia, un repunte tanto de la inflación como de las expectativas de inflación, así como su efecto en las expectativas de tasas de interés de corto plazo, son factores negativos para los títulos de renta fija.

Gráfica 3. Volumen Anual Emisiones DP (Billones COP) (2009-2015)

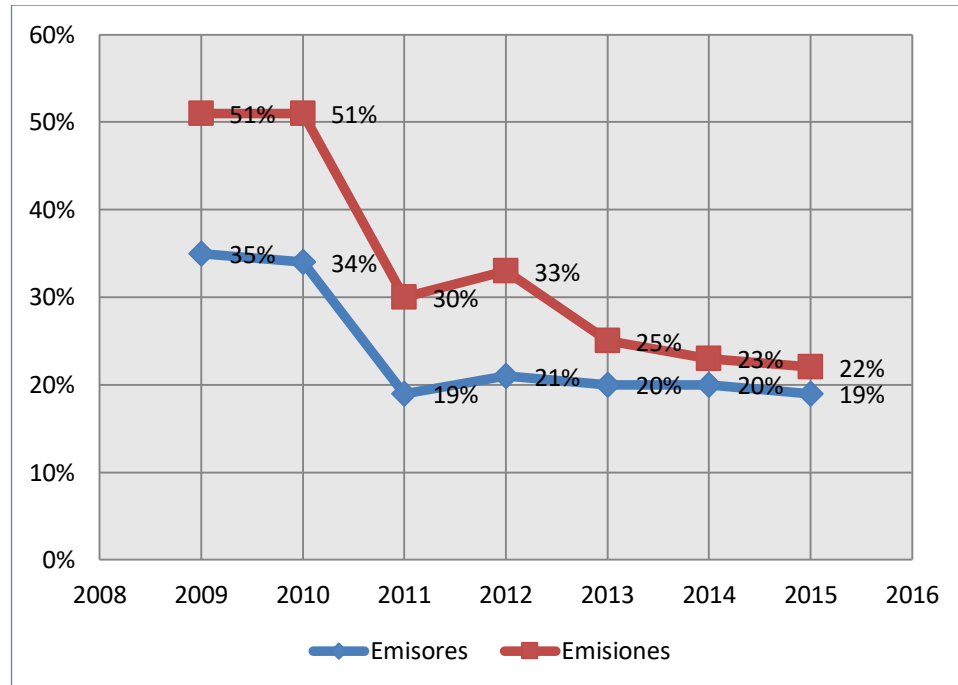


Fuente: Bolsa de Valores de Colombia (BVC)

Aunque en los años 2009 y 2010 los montos se recuperaron, el 2011 presentó una reducción del 35,8% debido al inicio del ciclo de alzas en la tasa de interés de intervención por parte del Banco de la República, por ende el número de emisiones y emisores también cayó en un 41% y 44%, respectivamente. A pesar de esto, el monto anual emitido en títulos de deuda privada se mantuvo entre los COP 9 billones y COP 10 billones en los años siguientes, cifra ampliamente

superior a los volúmenes que tenía el mercado en el periodo de pre-crisis (2006-2008), aunque el número de emisores y emisiones se redujo y se incrementó el volumen promedio por emisión. (Valderrama y Gonzales, 2008, p. 84)

Gráfica 4. Número de Emisiones y Emisores por años y Crec. Anual (%) - (2009-2015)

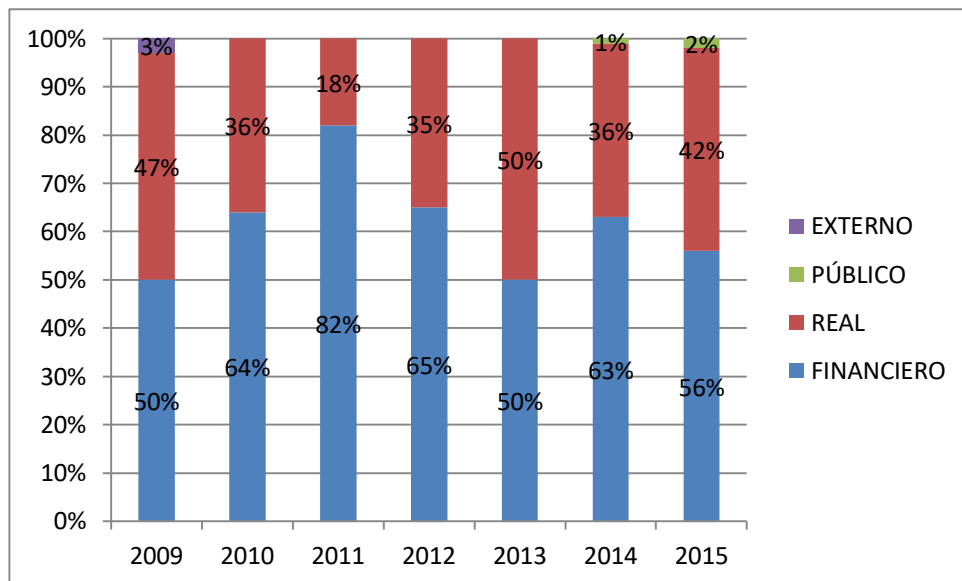


Fuente: Bolsa de Valores de Colombia (BVC)

A pesar de que los volúmenes de emisión primaria se han mantenido en niveles elevados, el mercado de deuda privada aún se encuentra en una fase inicial de desarrollo. Elementos como la cantidad, recurrencia y perfil de riesgo de los emisores que están en el mercado, las características de los títulos que se emiten y el saldo de los títulos disponibles frente al tamaño de la economía no han evolucionado de igual forma que los volúmenes colocados. A continuación se presenta un análisis de las características que en la actualidad tiene el mercado primario de deuda privada en Colombia.

A lo largo del periodo 2008 – 2015 el sector financiero realizó la mayor parte de las emisiones primarias en títulos de renta fija. “El sector real concentró sus colocaciones en los periodos donde las tasas de interés eran más bajas gracias a las políticas contra cíclicas expansivas implementadas por el Banco de la República 2009 a 2010 y 2013-. Otros tipos de emisores como las entidades municipales y las multilaterales, las cuales realizaban emisiones regulares en el mercado, no han vuelto a participar en éste desde el 2007 y 2009 respectivamente, lo que ha afectado la diversidad de la oferta de títulos en el mercado de deuda privada colombiano”. (Valderrama y Gonzales, 2008, p. 53).

Gráfica 5. Distribución en total Emitido (%) 2009-2015

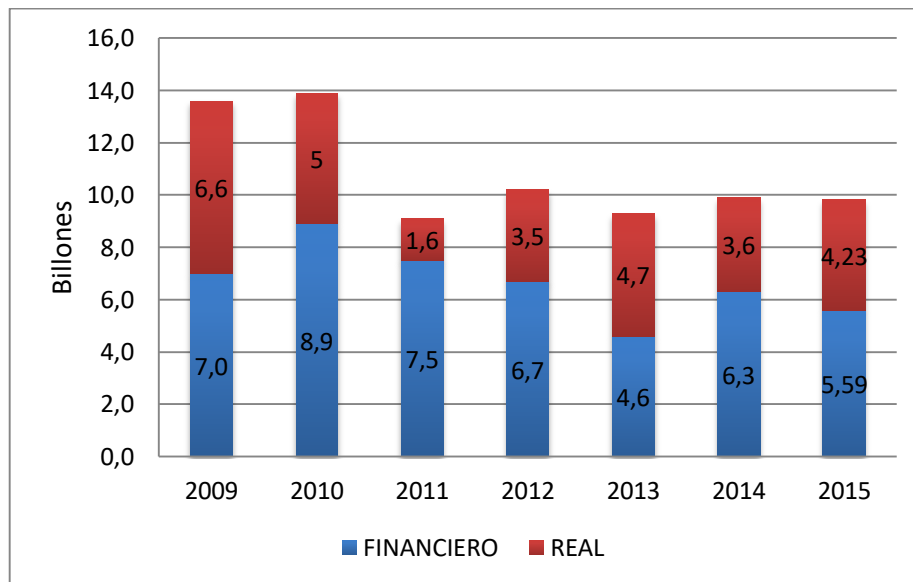


Fuente: Bolsa de Valores de Colombia (BVC)

El mayor desarrollo del sector financiero en el mercado primario de renta fija se evidenció no solo en la participación en los montos totales emitidos por año, sino también en las características de sus programas de colocación. El sector financiero se ha convertido en el principal emisor del mercado de deuda privada, al incrementar conscientemente los montos colocados a lo largo del periodo 2009 – 2015. Por el contrario, las emisiones del sector real el cual se caracterizó por

incrementar el volumen y el plazo al vencimiento de los títulos emitidos cuando las tasas de interés estaban bajas. A lo anterior se suma el hecho de que existe un bajo número de emisores del sector real en el mercado, haciendo que la oferta de títulos de este grupo se reduzca drásticamente en los periodos en los que las tasas de interés del mercado comienzan a incrementarse – ciclos contractivos de política monetaria.

Gráfica 6. Emisores de Deuda Privada por tipo de Emisor Monto (Billones de COP) 2009-2015



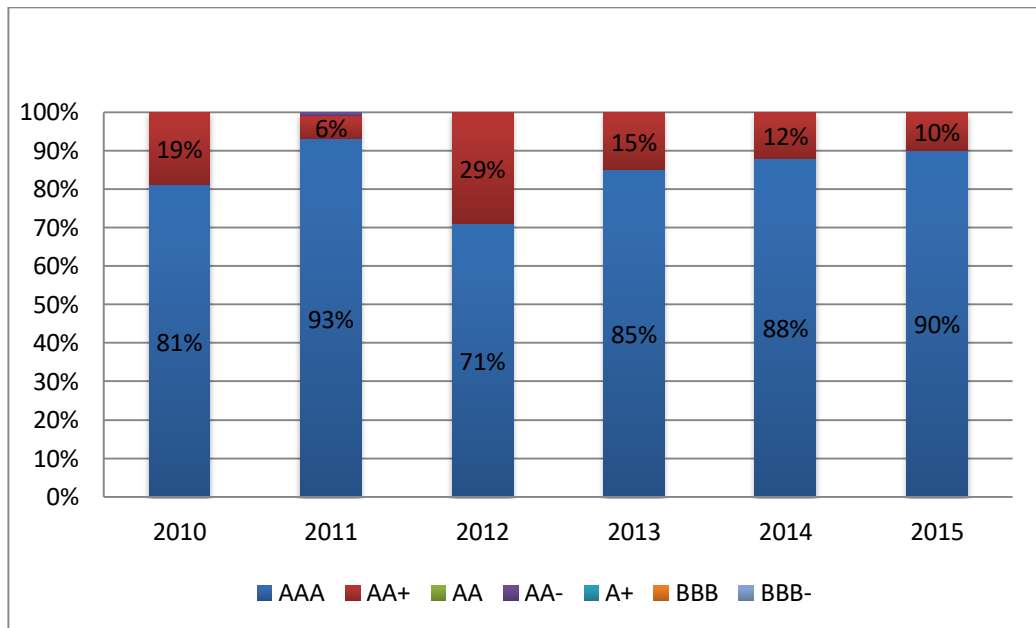
Fuente: Bolsa de Valores de Colombia (BVC)

Los emisores recurrentes en el sector real se concentran en empresas de servicios públicos e infraestructura las cuales pertenecen a industrias intensivas en capital, mientras que otros sub-sectores emiten solo de forma esporádica. Dentro del sector financiero los bancos tanto públicos como privados, las corporaciones financieras, las compañías de leasing y la Titularizadora Colombiana, ofrecen de manera recurrente sus títulos en el mercado. (Garay, 2002, p. 19).

Calificación Crediticia

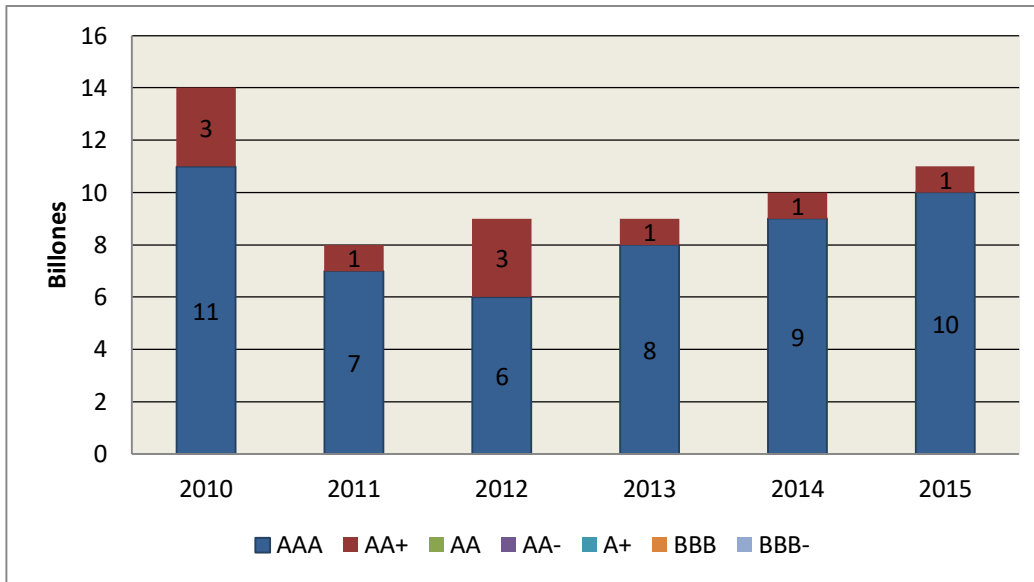
El crecimiento en los volúmenes de emisión no ha significado la incorporación de los segmentos de mayor riesgo crediticio a la base de emisores del mercado de deuda privada en Colombia. “En el periodo 2010–2015 las emisiones con calificaciones crediticias AAA representaron entre el 71% y el 90% del total del volumen anual emitido, y desde 2011 solo se colocaron en el mercado títulos con calificación igual o superior a AA(+). El segmento del mercado de riesgo – títulos con calificaciones inferiores al grado de inversión o BBB (-) – prácticamente ha desaparecido en el mercado colombiano, dado que desde el 2006 no se ha colocado una sola nueva emisión con ese perfil de riesgo”. (Valderrama y Gonzales, 2008, p. 22)

Gráfica 7. Distribución por Calificación (%) - (2010-2015)



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia (BVC)

Gráfica 8. Montos Emitidos (Billones COP) - (2010-2015)



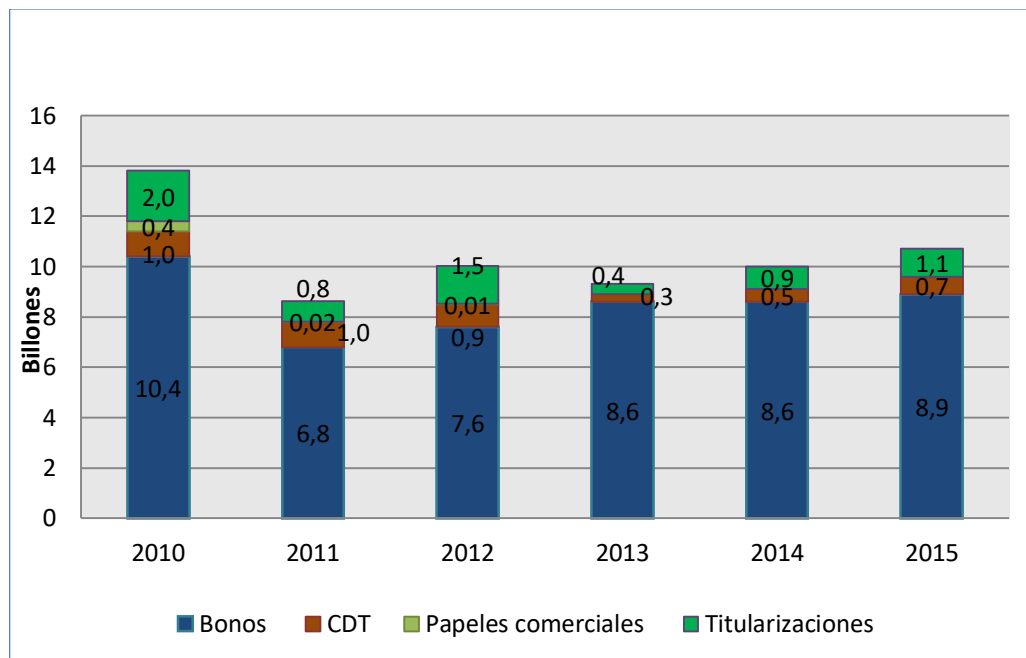
Fuente: Bolsa de Valores de Colombia (BVC)

El desarrollo del mercado de deuda privada ha estado concentrado en la emisión de bonos a mediano y largo plazo. Sin embargo, otros tipos de instrumentos como los títulos con vencimientos inferiores a un año – papeles comerciales – o las titularizaciones de activos financieros perdieron importancia en el mercado colombiano durante el periodo 2010–2015. El desarrollo de estos tipos de instrumentos es importante porque complementan las posibilidades de financiamiento e inversión que ofrecen los mercados de bonos, y en el caso de las titularizaciones, facilitan la transferencia de riesgos entre los agentes e incrementan las posibilidades de financiamiento del sistema en general. (Valderrama y Gonzales, 2008, p. 44).

Entre el 2010 y 2015 el saldo de los títulos de deuda privada colombiana, excluyendo los certificados de depósito – CDT– emitidos por el sistema financiero, se incrementó a una tasa anual de 16.62%, lo que permitió que

el flotante de estos títulos frente al Producto Interno Bruto – PIB - aumentara de 4.68% en 2010 a 6.62% a cierre de 2015. El mayor crecimiento se presentó durante el periodo 2010-2012 – tasa de crecimiento anual de 27.87% - debido al aumento en los saldos de las emisiones del sector financiero los cuales crecieron a una tasa anual del 36.9%, mientras que el flotante de las emisiones del sector real creció a una tasa menor del 19.13% anual. (Valderrama y Gonzales, 2008, p. 33)

Gráfica 9. Emisiones Deuda Privada por Tipo de Título Montos emitidos Billones (COP) 2010-2015



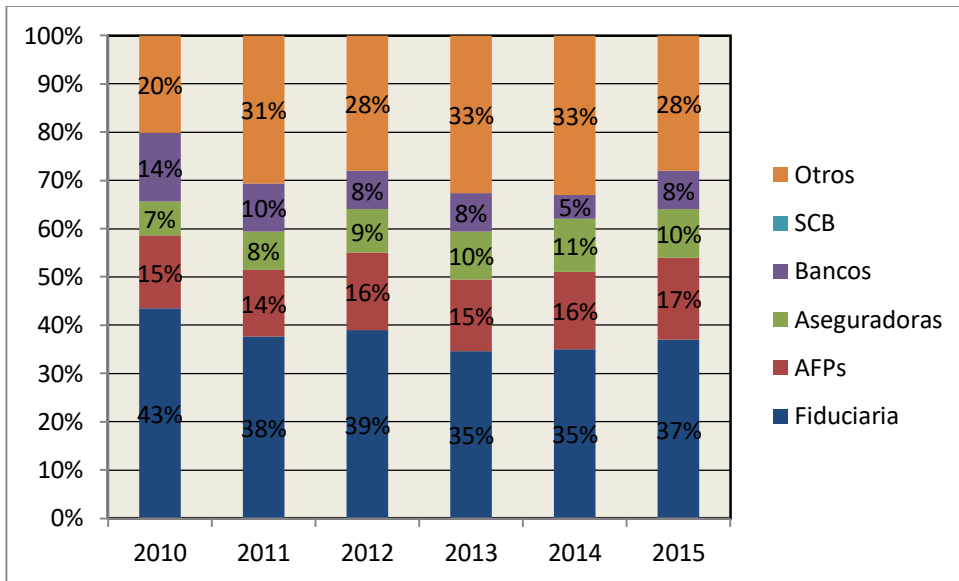
Fuente: Bolsa de Valores de Colombia (BVC)

Inversionistas en el mercado de deuda privada

Desde el 2010 el monto total invertido en deuda privada por instituciones financieras, empresas del sector real y personas naturales en Colombia creció a una tasa de 20% anual y alcanzó un monto total de COP 128 billones para el final de 2015. (Valderrama y Gonzales, 2008, p. 57).

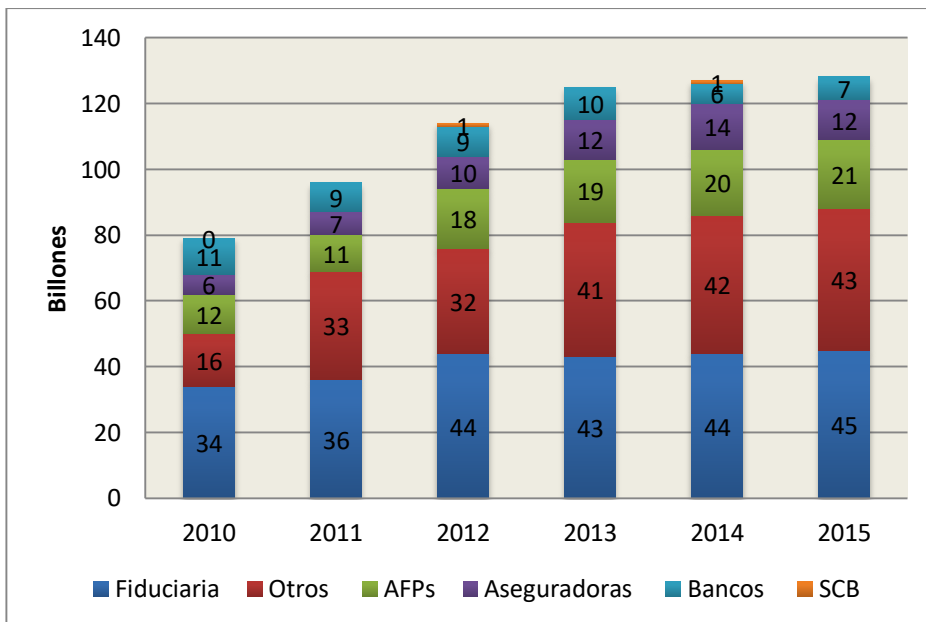
Dentro de las entidades financieras, las fiduciarias son las principales tenedoras de títulos de deuda privada, administrando en promedio el 36,7% de estas inversiones durante el periodo 2010 - 2015. Por su parte, Las Administradoras de Fondos de Pensiones AFP se mantienen en el mercado con una participación del 15,2% del total de títulos disponibles en el 2010 al 16,4% en el año 2015, con una baja variación del 1,2% durante dicho periodo. En tercer lugar se ubican las entidades aseguradoras las cuales tuvieron una participación entre el 8% y 11% durante todo el periodo. Por su parte los intermediarios financieros – Bancos y SCB (Sociedades Comisionistas de Bolsa) – han perdido participación como inversionistas en el mercado de deuda privada. En los bancos el valor nominal de las inversiones disminuyó desde el 2010 en el cual presentaba una participación de un 13,9% y en el año 2015 se redujo a tan solo el 5,5%. Las Comisionistas de Bolsa son entidades financieras que presentaron un descenso nominal en el monto invertido en deuda privada durante todo el periodo de análisis, solamente en el 2012 y 2014 representaron el 0,09% y 0,08% con respecto a la inversión total. El espacio que dejaron las entidades financieras como inversionistas en el mercado de deuda privada lo tomaron las entidades del sector real (otros) y las personas naturales. Se calcula que entre los años 2010 y 2015, la participación de este tipo de agentes como inversionistas en el total de títulos de deuda privada aumentó del 20,2% en 2010 al 33,6% en 2015, llegando a un total de COP 43 billones, lo que representa un crecimiento anual del 62% en los recursos dirigidos a este tipo de inversiones por parte de estos agentes. (Valderrama y Gonzales, 2008, p. 51).

Gráfica 10. Participación por tipo de entidad (%) 2010-2015



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia (BVC)

Gráfica 11. Montos (Billones COP) - (2010-2015)



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia (BVC)

1.9 INICIATIVAS MERCADO PARA POTENCIAR EL MERCADO DE DEUDA PRIVADA

1.9.1 Iniciativas para la oferta del mercado

Las iniciativas relacionadas con la oferta del mercado de deuda privada principalmente están encaminadas a incrementar la eficiencia en los procesos de emisión, promover la diversificación de emisores y títulos ofrecidos a los inversionistas, y apoyar la emisión de títulos de empresas de menor tamaño a través del desarrollo del mercado de riesgo en Colombia. Las iniciativas que deberían desarrollarse para potenciar la oferta en el mercado de deuda privada en Colombia, según expertos del mercado, son las siguientes:

- Revisar la cadena de costos para emisiones de montos bajos, incluyendo los costos de inscripción y mantenimiento en la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC).
- Evaluar el proceso y los tiempos necesarios para la aprobación de emisiones en la SFC, tanto para programas de emisiones como para emisiones individuales.
- Reducir la información requerida en los prospectos de emisión, eliminando la información ya contenida en otros documentos o que se encuentre actualizada ante la Superintendencia Financiera.
- Desarrollar un aviso de oferta simplificado que incluya solamente la información relevante para los inversionistas y entes reguladores.
- Habilitar a nivel normativo la emisión de bonos con condiciones no estándar. En particular, permitir la emisión de bonos con características como: cupones diferidos, tasas escalonadas, flujos irregulares y títulos cero cupón.
- Permitir a nivel normativo la reapertura de emisiones de deuda privada y la incorporación por referencia.
- Habilitar otros canales de comunicación para difundir la información de las nuevas emisiones al mercado. En particular, permitir que el primer aviso de oferta se pueda divulgar a través de medios electrónicos y que la tasa máxima de colocación en la emisión se pueda informar a través del boletín BVC.

- Promover la divulgación de mayor información por parte de los emisores hacia los inversionistas en el momento de la colocación de una nueva emisión. En particular, informar a los inversionistas sobre montos máximos y mínimos a adjudicar por lote en cada nueva emisión.
- Identificar las restricciones que se presentan a lo largo de la cadena de valor y que impiden la realización de procesos de emisión en el mercado de mayor riesgo – Títulos con calificaciones crediticia inferiores a AA+ –.

1.9.2 Iniciativas para la demanda del mercado

Las iniciativas relacionadas con la demanda del mercado de deuda privada buscan remover los desincentivos vigentes en la regulación para la inversión en activos diferentes a aquellos de alta calidad crediticia, incrementar la eficiencia en el proceso de inversión, promover la diversificación de los portafolios para asegurar la mejor relación riesgo - retorno para los clientes y desarrollar los vehículos de inversión que puedan absorber la emisión de títulos de los mercados de mayor riesgo. Las iniciativas que deberían desarrollarse para potenciar la demanda en el mercado de deuda privada en Colombia son las siguientes: (Emisores del mercado de valores, 2015)

- Eliminar el límite máximo de participación de Fondos de Pensiones Obligatorias Públicos y Privadas en una emisión. En cambio, establecer límites en función del tipo de fondo - Moderado, Mayor riesgo, Conservador y Retiro Programado -, el tamaño del portafolio y el riesgo que significa la inversión para el total del fondo
- Revisar el régimen de inversión de los fondos de pensiones públicos [FONPET], con el fin de incluir la deuda privada local como un activo elegible, como es el caso de los fondos de pensiones privados.
- Redefinir el concepto de detrimento patrimonial en la gestión de activos pensionales públicos y de entidades del sector público. En particular, desligar este concepto de los precios de valoración e incorporar principios para asegurar la mejor ejecución, tal como funciona en el proceso de inversión de otros tipos de terceros en Sociedades Comisionistas de Bolsa y Fiduciarias.

- Revisar el límite de inversión en activos de entidades vinculadas. Se propone incorporar criterios como calidad crediticia del emisor y riesgo asociado a la inversión en el límite máximo de inversión.

1.9.3 Solicitudes específicas para potenciar el mercado de deuda privada

Solicitudes a las Entidades Gubernamentales:

Ministerio de hacienda y Crédito Público

- Avanzar en la definición del nuevo esquema de remuneración por generación de retorno para los administradores de fondos de pensiones públicos y privados.

Banco de la República

- Aceptar títulos de deuda privada de alta calidad crediticia y con adecuados niveles de liquidez como colateral en las operaciones de expansión y contracción monetaria.

Solicitudes a las Entidades Proveedoras de Precios

- Buscar los mecanismos para incorporar en las metodologías para el cálculo de precios de valoración de títulos de deuda privada, la información de cotizaciones que realicen los agentes del mercado en las plataformas de negociación del mercado de deuda privada.
- Revisar las metodologías de valoración cuando los precios publicados del mismo activo de deuda privada se diferencien de forma significativa entre los distintos proveedores de precios. Definir un margen máximo que llevaría a esta evaluación.

Solicitudes a la Bolsa de Valores de Colombia (BVC)

- Revisar la metodología de negociación en las ruedas transaccionales de deuda privada. En específico, cambiar la metodología en la rueda de deuda privada no estandarizada, con el fin de habilitar la negociación por las dos puntas (Compra y Venta).

- Incrementar la información sobre el mercado de deuda privada y pública que se agrega a través de los boletines diarios y mensuales de Renta Fija.
- Promover la infraestructura necesaria, en conjunto con Deceval, para permitir el intercambio de títulos de deuda privada de un mismo emisor con vencimientos diferentes.
- Brindar más información del mercado que pueda ser incorporada al cálculo de los precios de valoración por parte de los proveedores de precios. En particular, proveer la información de órdenes del sistema transaccional para títulos de deuda privada (Estandarizada y No Estandarizada)

CAPÍTULO V. EMISIONES PÚBLICAS DE DEUDA CORPORATIVA EN COLOMBIA

El mercado de renta fija nacional ha mostrado en los últimos años un crecimiento importante a la par con las nuevas dinámicas de los mercados. “La Bolsa de Valores de Colombia reveló que el monto total de emisiones de títulos de renta fija a través de sus plataformas completó los COP \$10,01 billones en lo corrido del año 2015, lo que significa un aumento de 8,06% frente al total colocado por los emisores el año anterior (2014), cuando alcanzó los COP \$9,26 billones”. (Bolsa de valores de Colombia, 2014)

Si bien, empresas de diferentes sectores económicos han efectuado emisiones de deuda corporativa, sobresale el sector financiero como principal canalizador de recursos. “De acuerdo con el reporte entregado por la plaza bursátil, se han efectuado durante el año un total de 33 operaciones, siendo el sector financiero el más activo con 19 emisiones a través de las cuales consiguió recursos por COP \$4,75 billones, un 46% del total de deuda colocada el año 2015 en la BVC”. (Bolsa de valores de Colombia, 2014)

Otro aspecto positivo a resaltar, tiene que ver con el incremento que se presentó en el total de recursos demandado por los inversionistas, el cual pasó de COP \$18,16 billones en 2013, a COP \$19,35 billones en lo corrido de 2014, lo que evidencia un ascenso sobresaliente en la demanda de títulos superior al 6,59%.

Al respecto, el presidente de la BVC, Juan Pablo Córdoba, explicó que “con este resultado el mercado de capitales colombiano reafirma su posición como activo de la economía nacional, canalizando recursos de deuda hacia el sector productivo y sus empresas, por más de COP \$50 billones en los últimos cinco años”. (Bolsa de valores de Colombia, 2014)

Análogamente, El principal ejecutivo de la Bolsa de Valores de Colombia, hizo énfasis en que los inversionistas han venido respondiendo al llamado de los emisores y mencionó que muestra de eso es que entre 2010 y 2015 han hecho ofertas por un total de COP \$103 billones en estas operaciones, es decir dos veces el total emitido por las compañías a través de la BVC en el periodo.

1.10 PROSPECTO DE INFORMACIÓN EMISIÓN Y COLOCACIÓN DE BONOS ORDINARIOS DE SODIMAC COLOMBIA S.A.

Actividad principal: Sodimac Colombia S.A. tiene como objeto principal la compra, venta, distribución, fabricación, producción, importación, exportación, transporte y comercialización de artículos y productos aptos para uso o consumo humano o para consumo animal, incluyendo dentro de estos todo tipo de peces, mascotas y animales, bienes, maquinaria, y servicios que se destinen para los sectores de la construcción, decoración, remodelación, mejoramiento, dotación y/o equipamiento del hogar, equipos de vigilancia y seguridad privada y todos los servicios que sean complementarios.

Características de la oferta

Los valores objeto del presente Prospecto de emisión son Bonos Ordinarios, serán emitidos a la orden y su negociación se sujetará a lo señalado en la ley y en los reglamentos de la BVC. La transferencia de la titularidad se hará mediante anotaciones en cuentas o subcuentas de depósito manejadas por Deceval [Depósito Centralizado de Valores de Colombia]³ (SODIMAC S.A, 2015, p. 51).

³ *institución encargada de la custodia, administración, compensación y liquidación de valores en depósito de títulos valores de contenido crediticio, de participación, representativos de mercancías e instrumentos financieros que se encuentren inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores -RNVE-, ya sea que se emitan, negocien o registren localmente o en el exterior.*

La enajenación y transferencia de los derechos individuales se harán mediante registros y sistemas electrónicos de datos, siguiendo el procedimiento establecido en el Reglamento de Operaciones de Deceval, el cual se entenderá aceptado por el Inversionista y los Tenedores de los Bonos Ordinarios al momento de realizar la suscripción y/o adquisición de los Bonos Ordinarios, según corresponda. (SODIMAC S.A, 2015, p. 66).

Los Bonos Ordinarios tendrán mercado secundario a través de la BVC y podrán ser negociados directamente por sus tenedores legítimos. Las instrucciones para la transferencia de los Bonos Ordinarios ante Deceval deberán ser efectuadas por intermedio del Depositante Directo correspondiente, de conformidad con lo previsto en el Reglamento de Operaciones de Deceval. Los Bonos Ordinarios podrán ser negociados en el mercado secundario una vez hayan sido suscritos y totalmente pagados por parte del tenedor respectivo. (SODIMAC S.A, 2015, p. 33).

La inversión mínima será la equivalente al Valor Nominal de diez (10) Bonos Ordinarios, es decir, diez millones de Pesos (\$10.000.000). En consecuencia, no podrán realizarse operaciones en el mercado primario ni en el mercado secundario, por montos inferiores a diez millones de Pesos (\$10, 000,000).

Los Bonos Ordinarios no se encuentran respaldados por garantía real alguna y, por lo tanto, constituyen obligaciones quirografarias del Emisor, que no contarán con ningún privilegio o prelación legal en relación con otras obligaciones del Emisor. (SODIMAC S.A, 2015, p. 67).

Cuadro 1. Características de la Oferta - SODIMAC

Clase de valor ofrecido: <i>Bonos ordinarios</i>
Valor nominal: Un millón de Pesos (\$1.000.000).

<p>Monto total de la emisión: <i>Cuatrocientos cincuenta mil millones de pesos (\$450.000.000.000)</i></p>
<p>Cantidad de bonos ordinarios: <i>El emisor emitirá cuatrocientos cincuenta mil (450.000) Bonos Ordinarios.</i></p>
<p>Número de series: <i>La emisión consta de seis (6) series: A, B, C, D, E y F.</i></p>
<p>Tasa máxima de interés: <i>depende de la serie</i></p> <p>Serie A: <i>Los Bonos Ordinarios se emitirán en pesos colombianos, devengarán un interés determinado con base en una tasa fija efectiva anual, y su capital será pagado totalmente al vencimiento de los mismos.</i></p> <p>Serie B: <i>Los Bonos Ordinarios se emitirán en pesos colombianos, devengarán un interés determinado con base en una tasa variable referenciada a la DTF, y su capital será pagado totalmente al vencimiento de los mismos.</i></p> <p>Serie C: <i>Los Bonos Ordinarios se emitirán en pesos colombianos, devengarán un interés determinado con base en una tasa variable referenciada al IPC del inicio del respectivo período de causación del interés, y su capital será pagado totalmente al vencimiento de los mismos.</i></p> <p>Serie D: <i>Los Bonos Ordinarios se emitirán en pesos colombianos, devengarán un interés determinado con base en una tasa variable referenciada al IPC del final del respectivo período de causación del interés, y su capital será pagado totalmente al vencimiento de los mismos.</i></p> <p>Serie E: <i>Los Bonos Ordinarios se emitirán en pesos colombianos, devengarán un interés determinado con base en una tasa variable referenciada al IBR del inicio del respectivo período de causación del interés, y su capital será pagado totalmente al vencimiento de los mismos.</i></p> <p>Serie F: <i>Los Bonos Ordinarios se emitirán en pesos colombianos, devengarán un interés determinado con base en una tasa variable referenciada al IBR del final del respectivo período de causación del interés, y su capital será pagado totalmente al vencimiento de los mismos.</i></p>
<p>Plazo de vencimiento: <i>Entre un (1) año y quince (15) años, contados a partir de</i></p>

<i>la fecha de emisión</i>
Mercado en el que circularán los Bonos Ordinarios: <i>Mercado principal.</i>
Plazo para ofrecer los Bonos Ordinarios, plazo de colocación y vigencia de la oferta: <i>primer Aviso de Oferta Pública de los Bonos Ordinarios deberá publicarse dentro del año siguiente a la fecha de la ejecutoria de la resolución de la SFC que apruebe la inscripción de los Bonos Ordinarios en el RNVE y su respectiva oferta pública.</i>
Plazo de colocación: <i>El plazo de colocación de la Emisión será de dos (2) años contados a partir del Día Hábil siguiente a la publicación del primer aviso de oferta pública.</i> Vigencia de la oferta: <i>La vigencia de la oferta será establecida en el respectivo Aviso de Oferta Pública</i>
Calificación de los Bonos Ordinarios: <i>BRC Investor Services S.A. – Sociedad Calificadora de Valores, otorgó una calificación de Deuda de Largo Plazo AAA a la Emisión.</i>

Fuente: Elaboración propia a partir de información de la Bolsa de Valores de Colombia.

1.11 PROSPECTO DE INFORMACIÓN PROGRAMA DE EMISIÓN Y COLOCACIÓN DE BONOS ORDINARIOS GRUPO ARGOS S.A

Actividad principal: Grupo Argos S.A. tiene como actividad principal la inversión en todo tipo de bienes muebles e inmuebles y especialmente en acciones, cuotas o partes, o a cualquier otro título de participación, en sociedades, entes, organizaciones, fondos o cualquier otra figura legal que permita la inversión de recursos. Así mismo, podrá invertir en papeles o documentos de renta fija, variable, estén o no inscritos en el mercado público de valores. En todo caso, los emisores y/o receptores de la inversión, pueden ser de carácter público, privado o mixto, nacionales o extranjeros. (Grupo Argos S.A., 2014, P. 14).

Cuadro 2. Características de la Oferta - Grupo Argos S.A.

Clase de valor ofrecido: <i>Bonos ordinarios</i>
Valor nominal: Un millón de Pesos (\$1.000.000).
Monto total de la emisión: un billón Pesos (\$1.000.000.000.000)
Cantidad de bonos ordinarios: <i>El emisor emitirá un millón (\$1.000.000) Bonos Ordinarios.</i>
Número de series: <i>La emisión consta de Dieciocho (18) series: A, B, C, D, E, F, G, H, I, J, K, L, M, N, O, P, Q y R.</i>
Tasa máxima de interés: <i>depende de la serie</i> Serie A: <i>Los Bonos Ordinarios se emitirán en Pesos, devengarán un interés determinado con base en una tasa fija efectiva anual y su capital será pagado totalmente al vencimiento de los mismos.</i> Serie B: <i>Los Bonos Ordinarios se emitirán en Pesos, devengarán un interés determinado con base en una tasa variable referenciada a la tasa de interés de los certificados de depósito a término de noventa (90) días certificado por el Banco de la República (la “DTF”) y su capital será pagado totalmente al vencimiento de los mismos.</i> Serie C: <i>Los Bonos Ordinarios se emitirán en Pesos, devengarán un interés determinado con base en una tasa variable referenciada a la variación del Índice de Precios al Consumidor (el “IPC”) certificado por el DANE, del inicio del respectivo período de causación del interés y su capital será pagado totalmente al vencimiento de los mismos.</i> Serie D: <i>Los Bonos Ordinarios se emitirán en Pesos, devengarán un interés determinado con base en una tasa variable referenciada al IPC certificado por el DANE del final del respectivo período de causación del interés y su capital será pagado totalmente al vencimiento de los mismos.</i> Serie E: <i>Los Bonos Ordinarios se emitirán en Pesos, devengarán un interés determinado con base en una tasa variable referenciada al Indicador Bancario de Referencia (el “IBR”) certificado por el Banco de la República, del inicio del respectivo período de causación del</i>

interés y su capital será pagado totalmente al vencimiento de los mismos.

Serie F: *Los Bonos Ordinarios se emitirán en Pesos, devengarán un interés determinado con base en una tasa variable referenciada al IBR certificado por el Banco de la República, del final del respectivo período de causación del interés y su capital será pagado totalmente al vencimiento de los mismos.*

Serie G: *Los Bonos Ordinarios se emitirán en Pesos, devengarán un interés determinado con base en una tasa fija efectiva anual y su capital se podrá amortizar parcialmente una vez cumplido el primer (1) año, contado a partir de la fecha de Emisión, y hasta la Fecha de Vencimiento.*

Serie H: *Los Bonos Ordinarios se emitirán en Pesos, devengarán un interés determinado con base en una tasa variable referenciada a la DTF y su capital se podrá amortizar parcialmente una vez cumplido el primer (1) año, contado a partir de la fecha de Emisión, y hasta la Fecha de Vencimiento.*

Serie I: *Los Bonos Ordinarios se emitirán en Pesos, devengarán un interés determinado con base en una tasa variable referenciada al IPC certificado por el DANE del inicio del respectivo período de causación del interés y su capital se podrá amortizar parcialmente una vez cumplido el primer (1) año, contado a partir de la fecha de Emisión, y hasta la Fecha de Vencimiento.*

Serie J: *Los Bonos Ordinarios se emitirán en Pesos, devengarán un interés determinado con base en una tasa variable referenciada al IPC certificado por el DANE del final del respectivo período de causación del interés y su capital se podrá amortizar parcialmente una vez cumplido el primer (1) año, contado a partir de la fecha de Emisión, y hasta la Fecha de Vencimiento.*

Serie K: *Los Bonos Ordinarios se emitirán en Pesos, devengarán un interés*

determinado con base en una tasa variable referenciada IBR certificado por el Banco de la República del inicio del respectivo período de causación del interés y su capital se podrá amortizar parcialmente una vez cumplido el primer (1) año, contado a partir de la fecha de Emisión, y hasta la Fecha de Vencimiento.

Serie L: *Los Bonos Ordinarios se emitirán en Pesos, devengarán un interés determinado con base en una tasa variable referenciada al IBR certificado por el Banco de la República del final del respectivo período de causación del interés y su capital se podrá amortizar parcialmente una vez cumplido el primer (1) año, contado a partir de la fecha de Emisión, y hasta la Fecha de Vencimiento.*

Serie M: *Los Bonos Ordinarios se emitirán en Pesos, devengarán un interés determinado con base en una tasa fija efectiva anual y su capital será redimido totalmente al vencimiento de los mismos. Sin embargo, los Bonos Ordinarios podrán ser prepagados total o parcialmente, a opción del Emisor, de acuerdo con las condiciones establecidas en la Sección E, Capítulo 2 del presente Prospecto de Información.*

Serie N: *Los Bonos Ordinarios se emitirán en Pesos, devengarán un interés determinado con base en una tasa variable referenciada a la DTF y su capital será pagado totalmente al vencimiento de los mismos. Sin embargo, los Bonos Ordinarios podrán ser prepagados total o parcialmente, a opción del Emisor, de acuerdo con las condiciones establecidas en Sección E, Capítulo 2 del presente Prospecto de Información.*

Serie O: *Los Bonos Ordinarios se emitirán en Pesos, devengarán un interés determinado con base en una tasa variable referenciada al IPC certificado por el DANE del inicio del respectivo período de causación del interés y su capital será pagado totalmente al vencimiento de los mismos. Sin embargo, los Bonos*

Ordinarios podrán ser prepagados total o parcialmente, a opción del Emisor, de acuerdo con las condiciones establecidas en Sección E, Capítulo 2 del presente Prospecto de Información.

Serie P: *Los Bonos Ordinarios se emitirán en Pesos, devengarán un interés determinado con base en una tasa variable referenciada al IPC certificado por el DANE del final del respectivo período de causación del interés y su capital será pagado totalmente al vencimiento de los mismos. Sin embargo, los Bonos Ordinarios podrán ser prepagados total o parcialmente, a opción del Emisor, de acuerdo con las condiciones establecidas en Sección E, Capítulo 2 del presente Prospecto de Información.*

Serie Q: *Los Bonos Ordinarios se emitirán en Pesos, devengarán un interés determinado con base en una tasa variable referenciada al IBR certificado por el Banco de la República del inicio del respectivo período de causación del interés y su capital será pagado totalmente al vencimiento de los mismos. Sin embargo, los Bonos Ordinarios podrán ser prepagados total o parcialmente, a opción del Emisor, de acuerdo con las condiciones establecidas en Sección E, Capítulo 2 del presente Prospecto de Información.*

Serie R: *Los Bonos Ordinarios se emitirán en Pesos, devengarán un interés determinado con base en una tasa variable referenciada al IBR certificado por el Banco de la República del final del respectivo período de causación del interés y su capital será pagado totalmente al vencimiento de los mismos. Sin embargo, los Bonos Ordinarios podrán ser prepagados total o parcialmente, a opción del Emisor, de acuerdo con las condiciones establecidas en Sección E, Capítulo 2 del presente Prospecto de Información.*

Plazo de vencimiento: *Entre un (1) año y quince (15) años contados a partir de la Fecha de Emisión de los Bonos Ordinarios.*

<p>Mercado en el que circularán los Bonos Ordinarios: <i>Los Bonos Ordinarios serán ofrecidos mediante Oferta Pública en el Mercado Principal.</i></p>
<p>Vigencia de la autorización del Programa: <i>las Emisiones podrán ser ofertadas públicamente, en forma individual o simultánea, durante un plazo de tres (3) años contados a partir de la ejecutoria del acto que haya ordenado la inscripción del Programa en el Registro Nacional de Valores y Emisores. No obstante, el Emisor podrá solicitar por escrito la renovación del plazo, por períodos iguales, antes del vencimiento del mismo.</i></p>
<p>Plazo de colocación: <i>El plazo de colocación de la Emisión será de dos (2) años contados a partir del Día Hábil siguiente a la publicación del primer aviso de oferta pública.</i></p>
<p>Vigencia de la oferta: <i>La vigencia de la oferta será establecida en el respectivo Aviso de Oferta Pública</i></p>
<p>Calificación de los Bonos Ordinarios: <i>BRC Investor Services S.A otorgó una calificación de AAA a los Bonos Ordinarios</i></p>

Fuente: Elaboración propia a partir de información de la BVC.

1.12 PROSPECTO DE INFORMACIÓN PROGRAMA DE EMISIÓN Y COLOCACIÓN DE BONOS ORDINARIOS GRUPO SURA

Actividad Principal: “Grupo de Inversiones Suramericana S.A. se dedica a la inversión en bienes muebles e inmuebles, incluyendo inversiones en acciones, cuotas o partes de interés en sociedades, entes, organizaciones, fondos o cualquier otra figura legal que permita inversión de recursos. Así mismo puede invertir en papeles o documentos de Renta Fija, variable, estén o no inscritos en el mercado público de valores. Los emisores y/o receptores de la inversión, pueden ser de carácter público o privado, nacionales o extranjeros”. (Grupo SURA, 2014, p. 21).

Cuadro 3. Características de la Oferta – Grupo Sura

Clase de valor ofrecido: <i>Bonos ordinarios</i>
Valor nominal: Un millón de Pesos (\$1.000.000).
Cupo Global de Emisión: Hasta un billón trescientos mil millones de Pesos (\$ 1.300.000.000.000)
Cantidad de bonos ordinarios: Hasta un millón trescientos mil 1.300.000 Bonos Ordinarios
Número de series: <i>La emisión consta de Dieciocho (18) series: A, B, C, D, E, F, G, H, I, J, K, L, M, N, O, P, Q y R</i>
Tasa máxima de interés: <i>depende de la serie</i> Series A, G y M <i>El Rendimiento de los Bonos Ordinarios de las series A, G y M estará determinado por una tasa fija en término efectivo anual. Para el cálculo de los intereses, la tasa efectiva anual deberá convertirse en una tasa nominal equivalente de acuerdo con el período de pago de intereses establecidos por el Emisor al momento de efectuar la respectiva Oferta Pública. La tasa así obtenida, se aplicará al monto de capital vigente para el período que representen los Bonos Ordinarios correspondientes.</i> Series B, H y N <i>El Rendimiento de los Bonos Ordinarios de las series B, H y N estará determinado con base en una tasa variable. Para los efectos de las Emisiones se utilizará como tasa de referencia la DTF, adicionada en unos puntos porcentuales expresada como una tasa trimestre anticipado.</i> <i>Para el cálculo de los intereses, se tomará la DTF trimestre anticipado vigente para la semana en que se inicie el respectivo período de causación del interés. A este valor se le adicionarán los puntos determinados al momento de la Oferta Pública y esa será la tasa nominal base trimestre anticipado. Luego a esta tasa se</i>

le calculará su tasa equivalente en término efectivo anual. Dicha tasa deberá convertirse en una tasa nominal equivalente de acuerdo con el período de pago de intereses establecido por el Emisor al momento de efectuar la respectiva Oferta Pública, periodicidad que se deberá publicar en el respectivo Aviso de Oferta Pública. La tasa así obtenida, se aplicará al monto de capital adeudado bajo los Bonos Ordinarios en el respectivo período.

En caso que la DTF utilizada en la fecha de causación para la liquidación de los intereses sufra alguna modificación, no se realizará la reliquidación de los intereses. En caso que eventualmente se elimine la DTF, ésta será reemplazada por el Índice que la autoridad competente defina como reemplazo de dicho indicador, siempre y cuando la misma tenga en consideración similares supuestos económicos.

Series C, I y O

El Rendimiento de los Bonos Ordinarios de las series C, I y O estará determinado con base en una tasa variable. Para los efectos de las Emisiones se utilizará como tasa de referencia el IPC adicionada en unos puntos porcentuales expresada como una tasa efectiva anual.

Para el cálculo de los intereses, se tomará el IPC anualizado de los últimos doce (12) meses conocido al momento en que se inicie el respectivo período de causación del interés, con base en el último dato oficial suministrado por el DANE. A este valor se le adicionarán los puntos (margen) determinados al momento de la respectiva Oferta Pública. Dicha tasa deberá convertirse en una tasa nominal equivalente de acuerdo con la periodicidad de pago de intereses establecidos por el Emisor al momento de efectuar la respectiva Oferta Pública, periodicidad que se deberá publicar en el respectivo Aviso de Oferta Pública. La tasa así obtenida, se aplicará al monto de capital adeudado bajo los Bonos Ordinarios en el respectivo período.

En caso que la Inflación utilizada en la fecha de causación para la liquidación de

los intereses sufra alguna modificación, no se realizará la reliquidación de los intereses.

En caso que eventualmente se elimine el IPC, éste será reemplazado por el Índice que la autoridad competente defina como reemplazo de dicho indicador, siempre y cuando la misma tenga en consideración similares supuestos económicos.

Series D, J y P

El Rendimiento de los Bonos Ordinarios de las series D, J y P estará determinado con base en una tasa variable. Para los efectos de las Emisiones se utilizará como tasa de referencia el IPC adicionada en unos puntos porcentuales expresada como una tasa efectiva anual.

Para el cálculo de los intereses, se tomará el IPC anualizado de los últimos doce (12) meses conocido al momento en que finalice el respectivo período de causación del interés con base en el último dato oficial suministrado por el DANE. A este valor se le adicionarán los puntos (margen) determinados al momento de la respectiva Oferta Pública. Dicha tasa deberá convertirse en una tasa nominal equivalente de acuerdo con la periodicidad de pago de intereses establecidos por el Emisor al momento de efectuar la respectiva Oferta Pública, periodicidad que se deberá publicar en el respectivo Aviso de Oferta Pública. La tasa así obtenida, se aplicará al monto de capital adeudado bajo los Bonos Ordinarios para el respectivo período.

En caso que el IPC utilizada en la fecha de causación para la liquidación de los intereses sufra alguna modificación, no se realizará la reliquidación de los intereses.

En caso que eventualmente se elimine el IPC, éste será reemplazado por el Índice que la autoridad competente defina como reemplazo de dicho indicador, siempre y cuando el mismo tenga en consideración similares supuestos económicos.

Series E, K y Q

El Rendimiento de los Bonos Ordinarios de las series E, K y Q estará determinado con base en una tasa variable. Para efectos de las Emisiones se utilizará como tasa de referencia el IBR - plazo a un mes, adicionada en unos puntos porcentuales expresada como una tasa nominal mes vencida (N.M.V). El IBR se cotiza con base en trescientos sesenta (360) días y su tasa se expresa en términos nominales.

Para el cálculo de los intereses, se tomará el IBR – plazo a un mes N.M.V. vigente a la fecha en la cual inicia el respectivo período de causación del interés, tal como se señala en el Artículo 25 del Reglamento del Indicador Bancario de Referencia - IBR. A este valor se le adicionarán los puntos (margen) determinados al momento de la Oferta Pública y esa será la tasa nominal mes vencida. Luego esta tasa deberá convertirse en una tasa nominal equivalente de acuerdo con la periodicidad de pago de intereses establecidos por el Emisor al momento de efectuar la respectiva Oferta Pública, periodicidad que se deberá publicar en el respectivo Aviso de Oferta Pública. La tasa así obtenida se aplicará al monto de capital adeudado bajo los Bonos Ordinarios para el respectivo período.

En caso que el IBR utilizado en la fecha de causación para la liquidación de los intereses sufra alguna modificación, no se realizará la reliquidación de los intereses.

En caso que eventualmente se elimine el IBR, éste será reemplazado por el Índice que la autoridad competente defina como reemplazo de dicho indicador, siempre y cuando el mismo tenga en consideración similares supuestos económicos.

Series F, L y R

El Rendimiento de los Bonos Ordinarios de las series F, L y R estará determinado con base en una tasa variable. Para efectos de las Emisiones se utilizará como tasa de referencia el IBR - plazo a un mes, adicionada en unos puntos porcentuales expresada como una tasa nominal mes vencida (N.M.V). El IBR se cotiza con base en trescientos sesenta (360) días y su tasa se expresa en términos nominales.

Para el cálculo de los intereses, se tomará el IBR – plazo a un mes N.M.V. vigente a la fecha en la cual finaliza el respectivo período de causación del interés, tal como se señala en el Artículo 25 del Reglamento del Indicador Bancario de Referencia - IBR. A este valor se le adicionarán los puntos (Margen) determinados al momento de la Oferta Pública y esa será la tasa nominal mes vencida. Luego esta tasa deberá convertirse en una tasa nominal equivalente de acuerdo con la periodicidad de pago de intereses establecidos por el Emisor al momento de efectuar la respectiva Oferta Pública, periodicidad que se deberá publicar en el respectivo Aviso de Oferta Pública. La tasa así obtenida, se aplicará al monto de capital adeudado bajo los Bonos Ordinarios para el respectivo período.

En caso que el IBR utilizado en la fecha de causación para la liquidación de los intereses sufra alguna modificación, no se realizará la reliquidación de los intereses.

En caso que eventualmente se elimine el IBR, éste será reemplazado por el Índice que la autoridad competente defina como reemplazo de dicho indicador, siempre y cuando el mismo tenga en consideración similares supuestos económicos.

Plazo de vencimiento: Entre un (1) año y cuarenta (40) años contados a partir de la Fecha de Emisión de los Bonos Ordinarios

Mercado en el que circularán los Bonos Ordinarios: *Mercado principal.*

Vigencia de la autorización del Programa: *las Emisiones podrán ser ofertadas públicamente, en forma individual o simultánea, durante un plazo de tres (3) años*

<p><i>contados a partir de la ejecutoria del acto que haya ordenado la inscripción del Programa en el Registro Nacional de Valores y Emisores. No obstante, el Emisor podrá solicitar por escrito la renovación del plazo, por períodos iguales, antes del vencimiento del mismo.</i></p>
<p>Plazo de colocación: <i>El plazo de colocación de cada una de las Emisiones será el establecido en el respectivo Aviso de Oferta Pública.</i></p> <p>Vigencia de la oferta: <i>La vigencia de la oferta será establecida en el respectivo Aviso de Oferta Pública</i></p>
<p>Calificación de los Bonos Ordinarios: <i>BRC Investor Services S.A. – Sociedad Calificadora de Valores, otorgó una calificación de Deuda de Largo Plazo AAA a la Emisión.</i></p>

Fuente: Elaboración propia a partir de información de la BVC.

1.13 PROSPECTO DE INFORMACIÓN EMISIÓN Y COLOCACIÓN DE BONOS CARVAJAL INTERNACIONAL S.A.

Actividad Principal: Invertir bajo diferentes modalidades en empresas de sectores considerados estratégicos para establecer, mantener y operar talleres de impresión técnicamente conocidos entre ellos los de empaques, publicidad, impresión, directorios, libros, revistas, formas continuas y separables, títulos valores, comercializar en el país y en el exterior artículos para oficina, productos escolares, o para establecimientos comerciales, fabricar productos escolares y muebles, prestar servicios de asesoría, traducción y adaptación de libros, y servicios de tecnología y procesos.

Cuadro 4. Características de la Oferta –Carvajal S.A.

<p>Clase de valor ofrecido: <i>Bonos ordinarios</i></p>
<p>Valor nominal: Diez millones de pesos (COP \$10.000.000) para las Series A, B, C y D y diez mil (10.000) UVR para la Serie E.</p>

<p>Monto total de la emisión: cuatrocientos mil millones de Pesos COP \$400.000'000.000</p>
<p>Cantidad de bonos ordinarios: <i>El emisor emitirá Cuarenta mil (40.000) para las Series A, B, C y D y cuatro millones (4.000.000) UVR para la Serie E.</i></p>
<p>Número de series: <i>La emisión consta de seis (5) series: A, B, C, D y E.</i></p> <p>Serie A: Bonos denominados en Pesos indexados al IPC más un Margen.</p> <p>Serie B: Bonos denominados en Pesos indexados a la DTF más un Margen.</p> <p>Serie C: Bonos denominados en Pesos indexados a la IBR más un Margen.</p> <p>Serie D: Bonos denominados en Pesos y con tasa de interés fija.</p> <p>Serie E: Bonos denominados en UVR y con tasa de interés fija.</p>
<p>Tasa máxima de interés: <i>Los Bonos de cada Sub-serie devengarán intereses de acuerdo a la Serie bajo la cual sean emitidos, a partir de la Fecha de Emisión y a la Tasa Cupón establecida por el Emisor de acuerdo con lo dispuesto en el primer Aviso de Oferta Pública en que se ofrezca cada Sub-serie. La Modalidad para el pago de intereses podrá ser mensual, trimestral, semestral o anual, de acuerdo con lo que se determine en el Aviso de Oferta Pública correspondiente.</i></p> <p>Serie A.</p> <p><i>Los Bonos Serie A devengarán un interés variable en Pesos ligado al IPC. El Margen que se ofrezca para cada Subserie sobre el IPC para el cálculo de los intereses será determinado por el Emisor en el Aviso de Oferta Pública correspondiente.</i></p> <p><i>En el evento que el IPC utilizado para realizar los cálculos respectivos sufra alguna modificación o sea motivo de alguna corrección por parte del DANE, no se realizará reliquidación de los intereses ya pagados.</i></p> <p>Serie B.</p> <p><i>Los Bonos Serie B devengarán un interés variable en Pesos ligado a la DTF. El Margen que se ofrezca para cada Subserie sobre la DTF para el cálculo de los</i></p>

intereses, será determinado por el Emisor en el Aviso de Oferta Pública correspondiente.

Para el cálculo de los intereses de la Serie B, se tomará la tasa DTF nominal anual trimestre anticipado vigente para la semana en la cual se inicie el período de intereses correspondiente. A dicha tasa se le sumará el Margen correspondiente a la Tasa Cupón, dando como resultado la tasa nominal anual trimestre anticipado. A la tasa así obtenida, se le calculará su equivalente periodo vencido de acuerdo con la convención y periodicidad de pago de intereses a que haya lugar, y se aplicará al Valor Nominal de los Bonos.

En el caso de que eventualmente el Gobierno elimine la DTF, ésta será reemplazada por el indicador que el Gobierno establezca y reportada por la entidad que el Gobierno designe para tal efecto.

En el evento que la DTF utilizada para realizar los cálculos respectivos sufra alguna modificación o sea motivo de alguna corrección por parte del Banco de la República, no se realizará reliquidación de los intereses ya pagados.

Serie C.

Los Bonos de la Serie C ofrecerán un rendimiento referenciado al IBR cuyo plazo corresponda a la periodicidad del pago de intereses de los Bonos Ordinarios.

En el caso de que eventualmente el Gobierno elimine el IBR, ésta será reemplazada por el indicador que el Gobierno establezca tal como sea reportado por la entidad que el Gobierno designe para tal efecto.

En el evento que el IBR utilizado para realizar los cálculos respectivos sufra alguna modificación o sea motivo de alguna corrección por parte del Banco de la República, no se realizará reliquidación de los intereses ya pagados.

Serie D.

Los Bonos Serie D devengarán un interés fijo en Pesos. Para el cálculo de los intereses de las Serie D se tomará la tasa fija establecida por el Emisor como

<p><i>Tasa Cupón para cada Sub-serie, a la cual se le calculará su equivalente período vencido de acuerdo con la periodicidad de pago de intereses a que haya lugar y a la convención definida. La tasa así obtenida se aplicará al Valor Nominal de los Bonos.</i></p> <p><i>Serie E. Los Bonos de la Serie E ofrecerán un interés fijo en UVR (Unidad de Valor Real) pagadero en moneda legal colombiana. Para el cálculo en Pesos de los intereses de la Serie E se tomará al final de cada período de causación de los mismos el Valor Nominal denominado en UVR, multiplicado por el valor de la UVR vigente para esa fecha, multiplicado a su vez por la Tasa Cupón en su equivalente período vencido de acuerdo con la modalidad de pago de intereses a que haya lugar y a la convención correspondiente.</i></p> <p><i>En caso de que eventualmente el Gobierno elimine la UVR, ésta será reemplazada por la unidad de medida que el Gobierno establezca tal como sea reportada por la entidad que el Gobierno designe para tal efecto.</i></p> <p><i>En el evento que la UVR utilizada para realizar los cálculos respectivos sufra alguna modificación o sea motivo de alguna corrección por parte de la Junta Directiva del Banco de la República, no se realizará reliquidación de los intereses ya pagados.</i></p>
<p>Plazo de vencimiento: <i>Entre uno (1) y diez (10) años, contados a partir de la Fecha de Emisión. El capital será redimido totalmente al vencimiento de los mismos.</i></p>
<p>Mercado en el que circularán los Bonos Ordinarios: <i>Mercado principal.</i></p>
<p>Inversión Mínima: <i>Un (1) Bono</i></p>
<p>Plazo de colocación: <i>El plazo para la colocación de los Bonos será de tres (3) años contados a partir de la Fecha de la Emisión.</i></p> <p>Vigencia de la oferta: <i>Será la que determine el Emisor en el Aviso de Oferta Pública respectivo</i></p>
<p>Calificación de los Bonos Ordinarios: <i>Los Bonos han sido calificados AA+ (doble A más)por BRC Investor Services S.A.</i></p>

Fuente: Elaboración propia a partir de información de la BVC.

1.14 PROSPECTO DE INFORMACIÓN EMISIÓN Y COLOCACIÓN DE BONOS ORDINARIOS COLOMBINA S.A.

Actividad Principal: “Colombina S.A. tiene por actividad principal la producción, comercialización y/o distribución de dulces, chicles, chocolates, helados, galletas, pasteles, conservas, entre otros alimentos para el consumo humano”. (Colombina S.A, 2014, p. 22).

Cuadro 5. Características de la Oferta – Colombina S.A.

Clase de valor ofrecido: <i>Bonos ordinarios</i>
Valor nominal: \$10.000.000 de Pesos para las Series A, B, C y D y 100.000 UVR para la Serie E.
Monto total de la emisión: ciento cincuenta mil millones de Pesos COP \$150.000'000.000
Cantidad de bonos ordinarios: <i>El emisor emitirá Cuarenta mil (40.000) para las Series A, B, C y D y cuatro millones (4.000.000) UVR para la Serie E.</i>
Número de series: <i>La emisión consta de seis (5) series: A, B, C, D y E.</i> <i>Serie A: Bonos denominados en Pesos indexados al IPC más un Margen.</i> <i>Serie B: Bonos denominados en Pesos indexados a la DTF más un Margen.</i> <i>Serie C: Bonos denominados en Pesos indexados a la IBR más un Margen.</i> <i>Serie D: Bonos denominados en Pesos y con tasa de interés fija.</i> <i>Serie E: Bonos denominados en UVR y con tasa de interés fija.</i>

Tasa máxima de interés: *Los Bonos de cada Sub-serie devengarán intereses de acuerdo a la Serie bajo la cual sean emitidos, a partir de la Fecha de Emisión y a la Tasa Cupón establecida por el Emisor de acuerdo con lo dispuesto en el primer Aviso de Oferta Pública en que se ofrezca cada Sub-serie. La Modalidad para el pago de intereses podrá ser mensual, trimestral, semestral o anual, de acuerdo con lo que se determine en el Aviso de Oferta Pública correspondiente.*

Serie A.

Los Bonos Serie A devengarán un interés variable en Pesos ligado al IPC. El Margen que se ofrezca para cada Subserie sobre el IPC para el cálculo de los intereses será determinado por el Emisor en el Aviso de Oferta Pública correspondiente.

En el evento que el IPC utilizado para realizar los cálculos respectivos sufra alguna modificación o sea motivo de alguna corrección por parte del DANE, no se realizará reliquidación de los intereses ya pagados.

Serie B.

Los Bonos Serie B devengarán un interés variable en Pesos ligado a la DTF. El Margen que se ofrezca para cada Sub-serie sobre la DTF para el cálculo de los intereses, será determinado por el Emisor en el Aviso de Oferta Pública correspondiente

En el caso de que eventualmente el Gobierno elimine la DTF, ésta será reemplazada por el indicador que el Gobierno establezca y reportada por la entidad que el Gobierno designe para tal efecto.

En el evento que la DTF utilizada para realizar los cálculos respectivos sufra alguna modificación o sea motivo de alguna corrección por parte del Banco de la República, no se realizará reliquidación de los intereses ya pagados.

Serie C.

Los Bonos Serie C devengarán un interés variable en Pesos ligado al IBR.

En el caso de que eventualmente el Gobierno elimine el IBR, ésta será reemplazada por el indicador que el Gobierno establezca tal como sea reportado por la entidad que el Gobierno designe para tal efecto. En el evento que el IBR utilizado para realizar los cálculos respectivos sufra alguna modificación o sea motivo de alguna corrección por parte del Banco de la República, no se realizará reliquidación de los intereses ya pagados.

Serie D.

Los Bonos Serie D devengarán un interés fijo en Pesos. Para el cálculo de los intereses de las Serie D se tomará la tasa fija establecida por el Emisor como Tasa Cupón para cada Sub-serie, a la cual se le calculará su equivalente período vencido de acuerdo con la periodicidad de pago de intereses a que haya lugar y a la convención definida. La tasa así obtenida se aplicará al Valor Nominal de los Bonos.

Serie E.

Los Bonos de la Serie E ofrecerán un interés fijo en UVR (Unidad de Valor Real) pagadero en moneda legal colombiana.

En caso de que eventualmente el Gobierno elimine la UVR, ésta será reemplazada por la unidad de medida que el Gobierno establezca tal como sea reportada por la entidad que el Gobierno designe para tal efecto.

En el evento que la UVR utilizada para realizar los cálculos respectivos sufra alguna modificación o sea motivo de alguna corrección por parte de la Junta Directiva del Banco de la República, no se realizará reliquidación de los intereses ya pagados.

Plazo de vencimiento: *Entre uno (1) y diez (10) años, contados a partir de la Fecha de Emisión. El capital será redimido totalmente al vencimiento de los*

<i>mismos.</i>
Mercado en el que circularán los Bonos Ordinarios: <i>Mercado principal.</i>
Inversión Mínima: <i>Un (1) Bono</i>
Plazo de colocación: <i>Los Bonos han sido calificados AA+ (Doble A más) por Duff & Phelps de Colombia S.A.</i>
Vigencia de la oferta: <i>Será la que determine el Emisor en el Aviso de Oferta Pública respectivo.</i>
Calificación de los Bonos Ordinarios: <i>Los Bonos han sido calificados AA+ (Doble A más) por Duff & Phelps de Colombia S.A.</i>

Fuente: Elaboración propia a partir de información de la BVC.

1.15 PROSPECTO DE INFORMACIÓN EMISIÓN Y COLOCACIÓN DE BONOS ORDINARIOS AVIANCA S.A.

Actividad principal: La operación de emisión de bonos internacionales fue realizada por Avianca Holdings S.A. Esta compañía está integrada por las aerolíneas Avianca, Avianca Cargo, la ecuatoriana Aerolíneas Galápagos (Aerogal), y las compañías del Grupo Taca, formado por Taca (El Salvador), Lacsá y Sansa (Costa Rica), Taca Perú, Aerotaxis La Costeña (Nicaragua) e Isleña (Honduras). La finalidad de la emisión es la financiación de la renovación de la flota de aviones de la compañía.

Cuadro 6. Características de la Oferta – Avianca S.A

Clase de valor ofrecido: <i>Bonos ordinarios internacionales</i>
Valor nominal: <i>Doscientos cincuenta millones de dólares (USD\$250.000.000).</i>
Monto total de la emisión: <i>un billón Pesos (\$1.000.000.000.000)</i>
Cantidad de bonos ordinarios: <i>El emisor emitirá un millón (\$1.000.000) Bonos Ordinarios.</i>

<p>Número de series: <i>La emisión consta de tres (3) series: A, B, y C.</i></p>
<p>Serie A: <i>hasta por cinco años, cantidad máxima USD\$75.000.000</i></p> <p>Serie B: <i>hasta por siete años, cantidad máxima USD\$150.000.000</i></p> <p>Serie C: <i>hasta por diez años, cantidad máxima USD\$200.000.000</i></p>
<p>Plazo de vencimiento: <i>Entre un (1) año y quince (5) años contados a partir de la Fecha de Emisión de los Bonos Ordinarios.</i></p>
<p>Mercado en el que circularán los Bonos Ordinarios: <i>Los Bonos Ordinarios serán ofrecidos mediante Oferta Pública en el Mercado Internacional. Tasa de interés 7,44% EA.</i></p>
<p>Vigencia de la autorización del Programa: <i>las Emisiones podrán ser ofertadas públicamente, en forma individual o simultánea, durante un plazo de tres (3) años contados a partir de la ejecutoria del acto que haya ordenado la inscripción del Programa en el Registro Nacional de Valores y Emisores. No obstante, el Emisor podrá solicitar por escrito la renovación del plazo, por períodos iguales, antes del vencimiento del mismo.</i></p>
<p>Plazo de colocación: <i>El plazo de colocación de la Emisión será de dos (1) años contados a partir del Día Hábil siguiente a la publicación del primer aviso de oferta pública.</i></p> <p>Vigencia de la oferta: <i>La vigencia de la oferta será establecida en el respectivo Aviso de Oferta Pública</i></p>
<p>Calificación de los Bonos Ordinarios: <i>Estándar and Poor's otorgó una calificación de B+ a los Bonos Ordinarios de Avianca SA y sus subsidiarias.</i></p>

Fuente: Elaboración propia a partir de información de la Bolsa de Valores de Colombia.

1.16 VENTAJAS, DESVENTAJAS, OPORTUNIDADES Y AMENAZAS DE LA EMISIÓN DE BONOS

Identificar las ventajas, desventajas, oportunidades y amenazas de la emisión pública de valores de renta fija para las empresas colombianas a partir su efecto en la estructura de capital y el desempeño financiero en el mercado.

A partir de las diferentes emisiones de bonos analizadas en el mercado colombiano, durante los últimos 5 años, se logró identificar las siguientes ventajas de la renta fija:

1.16.1 Ventajas de la Emisión de Bonos

Entre las ventajas de la emisión de bonos, como estrategia de financiamiento a largo plazo, tenemos:

- El costo de la deuda es definido y limitado, y los acreedores no participan en las utilidades futuras generadas por la empresa.
- Los accionistas no comparten el control de la empresa con los acreedores, es decir, se mantiene el gobierno corporativo.
- La tasa requerida de financiación de los bonos es más baja que la tasa de rendimiento requerida por los accionistas comunes.
- El pago de los intereses de la deuda (gastos financieros) es deducible del impuesto de renta y complementarios, reduciendo así su costo financiero, no así el dividendo de las acciones preferentes ni de las comunes que si son sujetos de tributación.
- Si se incluyen la cláusula de reembolso, la empresa puede reducir los cargos fijos cuando los intereses bajan.
- Con la emisión de bonos, se mejora la liquidez y la situación del capital de trabajo de la empresa, puesto que el endeudamiento es a largo plazo.

1.16.2 Desventajas de la Emisión de Bonos

Por otra parte, la utilización de las obligaciones de largo plazo como fuente de financiamiento, presenta como desventajas, las siguientes:

- La deuda es un cargo fijo, y en caso de la empresa no producir suficientes utilidades durante la vigencia del endeudamiento, puede afrontar alto riesgo de quiebra.
- En comparación con el endeudamiento a corto plazo, las condiciones restrictivas impuestas por el contrato de emisión de los bonos, impiden un mejor desarrollo en el crecimiento de la empresa.
- La ley de mercado de capitales estipula un límite al financiamiento por deuda a largo plazo, lo cual restringe el uso de esta alternativa por parte de todas las empresas del país.
- El incremento del endeudamiento a largo plazo puede directa o indirectamente afectar la percepción del mercado sobre la compañía.
- Se requiere un estricto cumplimiento en las obligaciones acordadas en la emisión del bono, puesto que, si no se pagan los cupones o se reintegra el principal, los acreedores pueden tomar acciones legales y perjudicar el desempeño de la empresa en el mercado.

1.16.3 Oportunidades de la Emisión de Bonos

- La colocación de bonos corporativos, permite a las empresas aumentar su capacidad para encarar nuevas inversiones a mediano y largo plazo potenciando su nivel de crecimiento, expansión y diversificación productiva, con efectos positivos sobre el empleo, el consumo y la reducción de la pobreza en el País.
- El mercado financiero presenta una alta demanda por activos financieros de bajo riesgo, especialmente en el mercado de renta fija, a través de inversionistas internacionales.

- El Gobierno Nacional planea en el mediano plazo generar nuevas normas que reglamentan los mercados financieros para facilitar el acceso al capital de largo plazo a un mayor número de empresas y atraer nuevos emisores de activos financieros, con el fin de lograr que las Pymes tengan acceso a capital no intermediado a través de la Bolsa de Valores de Colombia, mediante la colocación de deuda emitiendo bonos.
- La participación como emisor de títulos valores en el mercado bursátil lleva a las empresas a otro nivel organizacional en el que ganan mayor proyección empresarial, mejoran su transparencia y comunicación con los inversionistas y la sociedad, incrementando la competitividad gerencial y acelerando su crecimiento en distintos campos.

1.16.4 Amenazas de la Emisión de Bonos

- La inestabilidad política del país puede en el futuro afectar negativamente a las emisiones de bonos realizadas por empresas colombianas. En concreto, se podrían producir situaciones de poco interés de parte de los inversionistas, primas de inversión altas o mayor riesgo país.
- El aumento masivo del endeudamiento de las empresas en los mercados emergentes; esta situación genera vulnerabilidades macro internas, como el hecho de exponer al País al riesgo de tasas de interés más altas y de la apreciación de la moneda afectando su competitividad internacional.
- Un entorno complejo como el actual obliga a los inversionistas a asumir más riesgo crediticio y con vencimientos más largos, lo que deja a los mercados de deuda corporativa muy expuestos a un giro en la política económica macro.

- El excesivo uso de deuda corporativa tiende a generar un deterioro continuado de la calidad de los balances, que muestran tasas de apalancamiento próximas a sus máximos históricos.

CAPITULO VI. CREACIÓN DE VALOR

1.17 ASPECTOS SOCIO-ECONÓMICOS 2010-2015

Las variables socio-económicas para el periodo de análisis 2010-2015, brindan un panorama general de la economía colombiana que permite una mejor comprensión del escenario en el cual se desarrolló el mercado de renta fija y el desempeño operacional y financiero de las empresas. Al respecto, en el periodo 2010 y 2014 se tuvo cuatro años de crecimiento estable, cercano al 4.8% anual, a partir del cual, la economía colombiana muestra una clara desaceleración en el 2015, asociada primordialmente a fenómenos como la caída de los precios del petróleo y al enrarecimiento de las condiciones económicas mundiales, especialmente para los denominados países emergentes. (Botero, 2015). Durante esta coyuntura, se presentaron factores favorables como el inicio de la ejecución de los proyectos de infraestructura; los avances en el proceso de paz; el desarrollo de proyectos de inversión productiva que mantuvo la tasa de inversión alrededor del 30% del PIB; el reconocimiento de inversionistas nacionales e internacionales a Colombia como un país con alto potencial lo que le permitió conservar el grado de inversión, y, la discusión de reformas estructurales en el marco de la misión rural y la comisión de expertos para la equidad y competitividad tributaria. Entre algunos aspectos negativos, se validó el impacto del desplome de los precios del petróleo, las diferentes reformas tributarias, los fenómenos climáticos que afectaron diferentes regiones del país, los problemas fronterizos con Venezuela, el endurecimiento en las condiciones de exportación hacia algunos países y en general, la desaceleración en la economía mundial.

1.18 CREACIÓN DE VALOR DE LAS EMPRESAS COLOMBIANAS

Tabla 3. Cifras Financieras Cemargos

CEMARGOS CB Equity		(Cifras en millones de COP)				
Date	30/12/2010	30/12/2011	28/12/2012	30/12/2013	30/12/2014	30/12/2015
Activo Corriente	1.477.095	1.534.358	1.333.673	1.784.982	2.262.903	2.724.135
Pasivo Corriente	1.764.940	2.841.456	1.769.676	1.721.847	2.185.075	3.356.532
Activo Fijo Neto	2.870.683	4.177.137	3.779.319	4.070.292	7.944.663	9.546.457
Utilidad Operativa	130.257	272.833	414.567	581.115	607.020	939.419
Provisión de Impuestos	10%	6%	4%	52%	36%	18%
WACC	8,0%	6,6%	5,6%	6,6%	6,2%	6,6%
Total Patrimonio	11.264.545	11.698.704	5.796.340	7.612.307	7.514.123	8.737.506
Precio de mercado Acción	6.307	6.008	10.100	9.800	10.200	9.720
N° Acciones en Circulación	1.152	1.152	1.088	1.297	1.297	1.436
EVA	- 89.202	65.837	210.911	4.576	- 110.822	178.197
MVA	- 4.000.660	- 4.778.893	5.193.437	5.101.180	5.718.282	5.224.539
Price to Book	0,6	0,6	1,9	1,7	1,8	1,6
ROE	1,04%	2,19%	6,86%	3,63%	5,13%	8,79%

Fuente: Elaboración propia a partir de información de Bloomberg

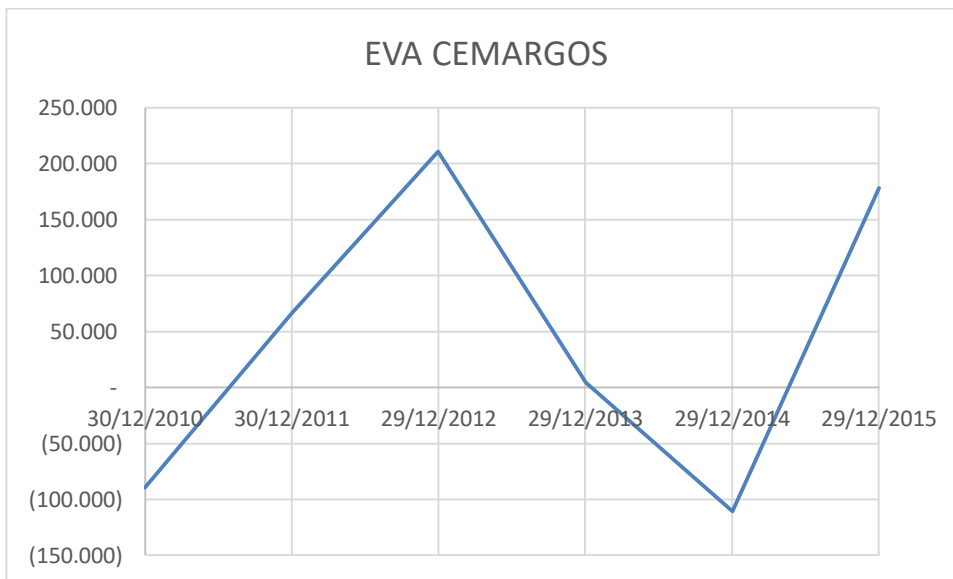
Cementos Argos SA, Es una compañía de la industria cementera colombiana, con un 51 por ciento de participación en el mercado, es el cuarto mayor productor de cemento en América Latina, y el único productor de cemento blanco en Colombia. Argos tiene inversiones en Panamá, Haití y República Dominicana. Es el cuarto mayor productor de concreto en Estados Unidos y también exporta cemento y Clinker a 27 países de todo el mundo. Argos compite con Cemex, Votorantim Cimentos, Inter Cement, Holcim y otros (Grupo Argos S.A., 2014)

En cuanto a la creación de valor, se tiene que Cementos Argos SA, inicia el periodo de estudio destruyendo riqueza, siendo “el EVA y el MVA negativos por valores de -\$89.202 millones y -\$4.000.600 millones, respectivamente”. Lo anterior, se explica en razón a un nivel bajo de utilidad operacional y un costo de capital relativamente alto combinado con una baja cotización de la acción en el mercado. De ahí en adelante, “el EVA se recupera en los años posteriores generando valor hasta el año 2014, fecha en la que destruye riqueza por -\$110.822 millones dado un incremento significativo en los activos operacionales

que castiga su desempeño. En cuanto al MVA y el PTB, estos indicadores mejoran sustancialmente a partir del año 2012, apalancados en el buen desempeño de la acción en el mercado”. (Murillo, 2012)

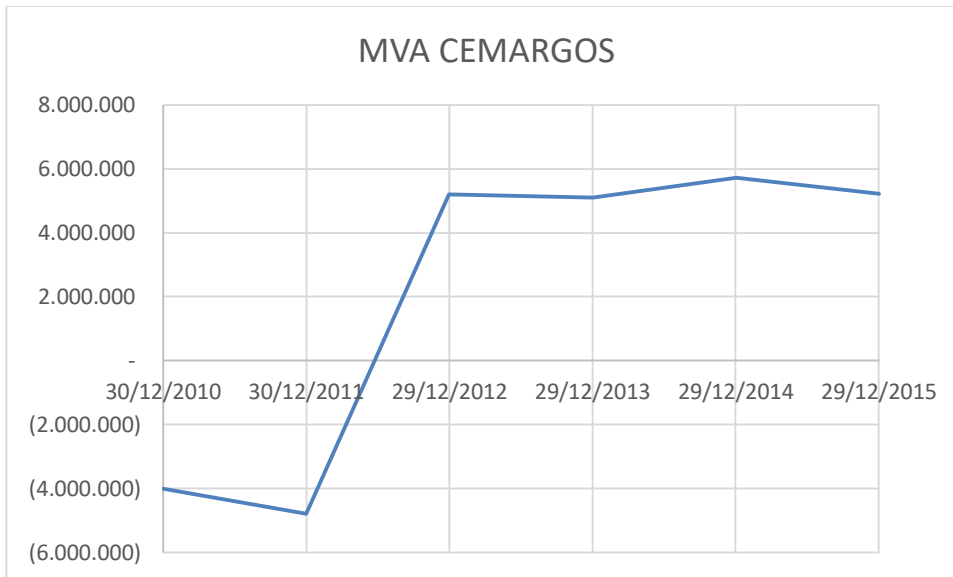
En ese sentido, la generación de valor medida por el EVA presenta altibajos a lo largo del periodo de estudio, mientras que el valor de mercado a partir del año 2012 es constante (ver gráficos N°12, 13 y 14).

Gráfica 12. EVA Cemargos



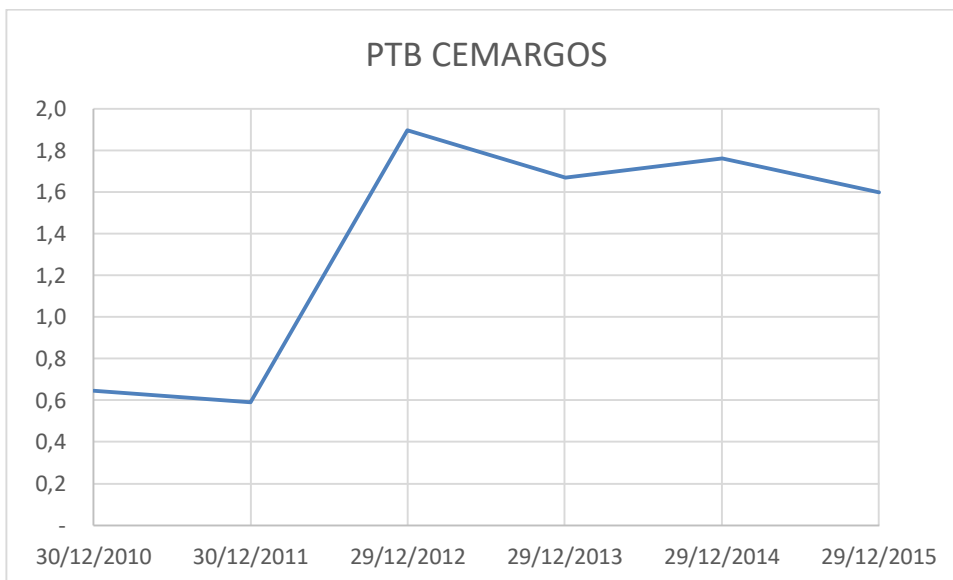
Fuente: Elaboración propia a partir de información de Bloomberg

Gráfica 13. MVA Cemargos



Fuente: Elaboración propia a partir de información de Bloomberg

Gráfica 14. PTB Cemargos



Fuente: Elaboración propia a partir de información de Bloomberg

Tabla 4. Cifras Financieras Avianca

PFAVH CB Equity		(Cifras en millones de COP)				
Date	30/12/2010	30/12/2011	28/12/2012	30/12/2013	30/12/2014	30/12/2015
Activo Corriente	744	924	1.116	1.295	1.326	1.036
Pasivo Corriente	1.204	1.242	1.514	1.658	1.889	1.566
Activo Fijo Neto	1.816	1.846	2.318	3.233	4.130	4.599
Utilidad Operativa	204	323	363	385	285	219
Provisión de Impuestos	34%	27%	19%	16%	27%	27%
WACC	5,0%	5,1%	5,2%	4,8%	4,4%	4,3%
Total Patrimonio	627	939	1.180	1.215	1.208	1.373
Precio de mercado Acción	3.290	3.290	4.525	3.700	3.420	1.695
N° Acciones en Circulación	100	901	901	997	997	997
EVA	66	157	192	187	51	- 15
MVA	328.910	2.964.364	4.077.238	3.687.638	3.408.489	1.688.521
Price to Book	525	3.159	3.455	3.037	2.824	1.231
ROE	21,46%	24,99%	24,78%	26,70%	17,15%	11,60%

Fuente: Elaboración propia a partir de información de Bloomberg

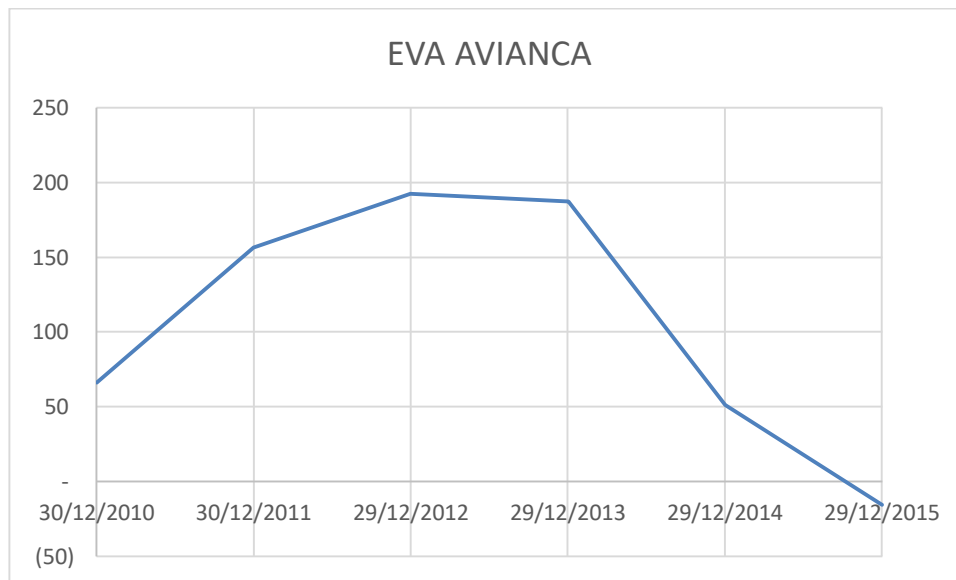
Avianca SA, “Acrónimo de Aerovías del Continente Americano, es la aerolínea de bandera colombiana, primera fundada en América y es la segunda aerolínea más antigua del mundo. Desde 1919, Avianca surca los aires del mundo y es la segunda aerolínea más grande de Suramérica, después de LATAM. Sus centros de conexiones están localizados en el Aeropuerto Internacional El Dorado de Bogotá, el Aeropuerto Internacional de El Salvador en San Salvador, y el Aeropuerto Internacional Jorge Chávez, de Lima. Desde estos tres hubs opera vuelos programados y chárteres a diferentes destinos en Norteamérica, Centroamérica, El Caribe, Sudamérica y Europa” (avianca, 2015).

En cuanto a la creación de valor, se tiene que Avianca SA, inicia el periodo de estudio generando riqueza, siendo el EVA y el MVA positivos por valores de \$66 millones y \$328.910 millones, respectivamente. Lo anterior, se explica en razón a una estructura financiera compacta pero consistente. De ahí en adelante, el EVA es positivo en los años posteriores generando valor hasta el año 2015, fecha en la que destruye riqueza por -\$15 millones dado un incremento significativo en los activos operacionales y el pasivo de corto plazo, variables que afectan notoriamente su desempeño. En cuanto al MVA y el PTB, estos indicadores son

positivos, pero declinan a lo largo del periodo de estudio, apalancados en el buen desempeño de la acción en el mercado entre los años 2012 y 2013 especialmente” (Pareja, 2011).

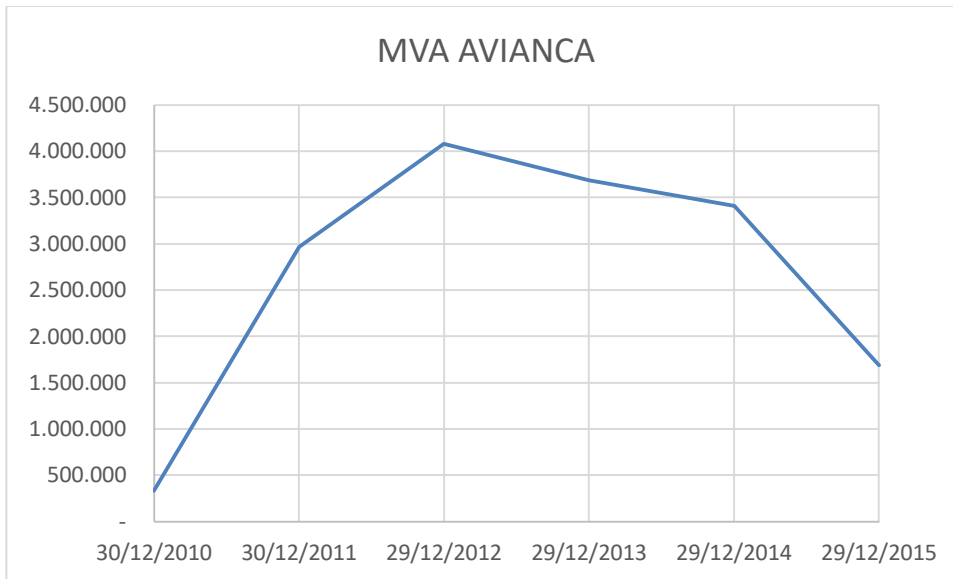
En ese sentido, la generación de valor es creciente los primeros años y posteriormente declina a lo largo del periodo de estudio, manteniéndose en buena parte de los indicadores positiva (ver gráficos N°15, 16 y 17).

Gráfica 15. EVA Avianca



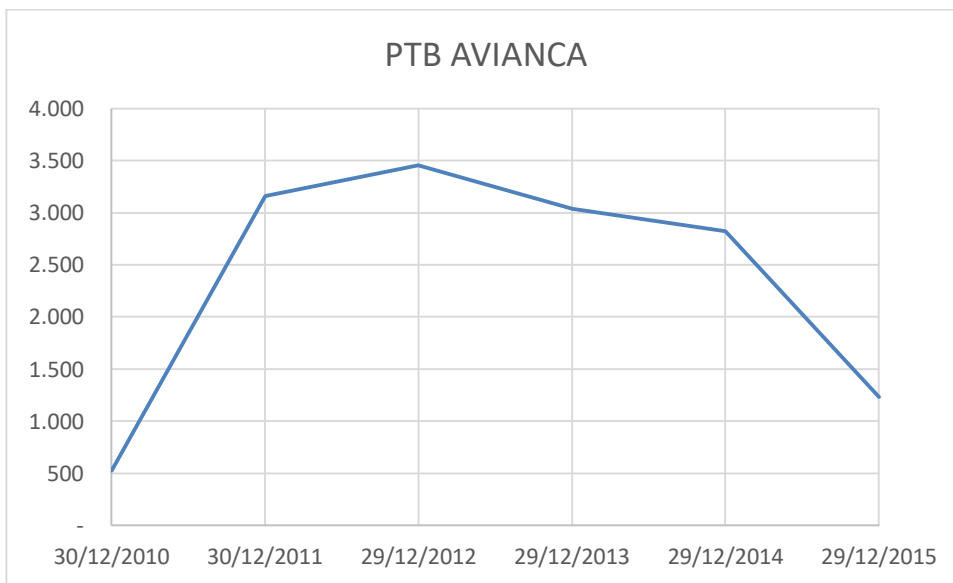
Fuente: Elaboración propia a partir de información de Bloomberg

Gráfica 16. MVA Avianca



Fuente: Elaboración propia a partir de información de Bloomberg

Gráfica 17. PTB Avianca



Fuente: Elaboración propia a partir de información de Bloomberg

Tabla 5. Cifras Financieras Éxito

EXITO CB Equity		(Cifras en millones de COP)				
Date	30/12/2010	30/12/2011	28/12/2012	30/12/2013	30/12/2014	30/12/2015
Activo Corriente	2.021.255	3.647.284	4.018.132	4.353.122	4.924.809	23.977.512
Pasivo Corriente	1.924.992	2.137.163	2.428.208	2.676.984	3.311.164	25.071.499
Activo Fijo Neto	3.268.260	3.596.679	3.682.032	3.786.928	2.286.280	12.469.894
Utilidad Operativa	318.464	423.322	494.167	544.588	574.042	1.350.362
Provisión de Impuestos	11%	8%	15%	20%	21%	31%
WACC	7,6%	5,7%	5,1%	5,4%	6,3%	4,2%
Total Patrimonio	4.415.424	7.247.241	7.605.457	7.875.110	8.174.411	18.176.024
Precio de mercado Acción	23.360	25.460	35.500	30.000	29.200	13.500
N° Acciones en Circulación	333	448	448	448	448	448
EVA	26.575	96.766	149.716	139.909	206.834	464.957
MVA	3.356.397	4.148.764	8.284.496	5.553.019	4.895.635	- 12.133.366
Price to Book	1,8	1,6	2,1	1,7	1,6	0,3
ROE	6,41%	5,38%	5,53%	5,54%	5,55%	5,16%

Fuente: Elaboración propia a partir de información de Bloomberg

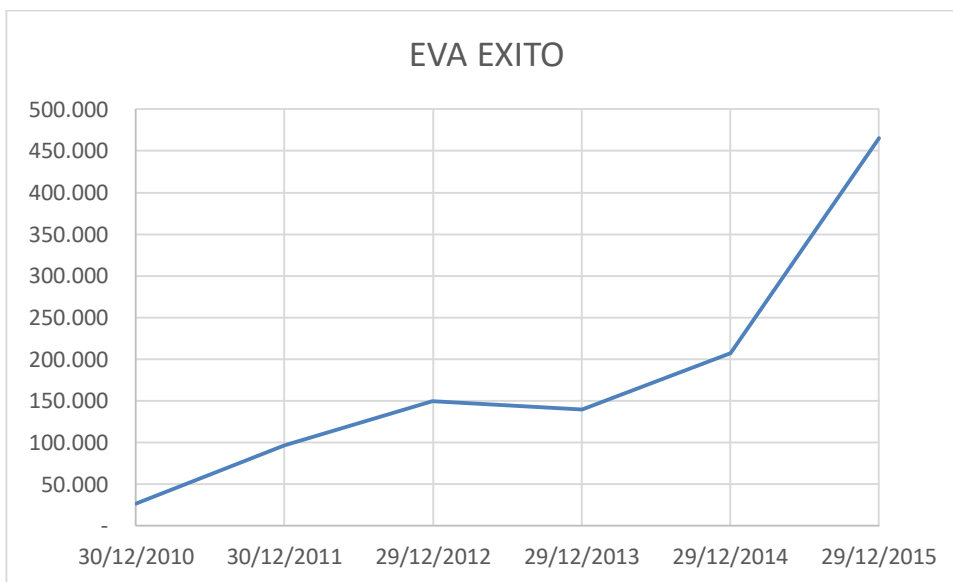
Grupo Éxito “es una empresa multinacional colombiana, realiza actividades de comercio al detal. Es una cadena de almacenes de gran escala en Colombia fundada en 1949 con presencia en Suramérica (Colombia, Uruguay, Brasil y Argentina). La compañía se consolida como líder del retail en América Latina, con 2554 almacenes en cuatro países. Esto la convierte en la primera compañía privada del país por ventas, y en el mayor grupo de retail de América Latina, donde atiende cerca de 60 millones de clientes en 2554 almacenes” (Grupo exito, 2017).

Analizando la creación de valor, se tiene que Éxito SA, “es una de las mejores compañías dentro del grupo objeto de estudio dado su desempeño operacional. Inicia el periodo de estudio generando riqueza, siendo el EVA, el MVA y el PTB positivos por valores de \$26.575 millones, \$3.356.397 millones, y 1,8 veces respectivamente” (muñoz, pág. 23). Lo anterior, se explica en razón a una evolución positiva de su utilidad operacional, una reducción de su costo de capital y unos activos operacionales eficientes. De ahí en adelante, el EVA es positivo y creciente en los años posteriores generando valor hasta el año 2016, fecha en la que cierra en \$464.957. En cuanto al MVA y el PTB, estos indicadores son

positivos, salvo en el último año, donde una caída de más del 50% en el precio de la acción afecta sustancialmente su desempeño de mercado.

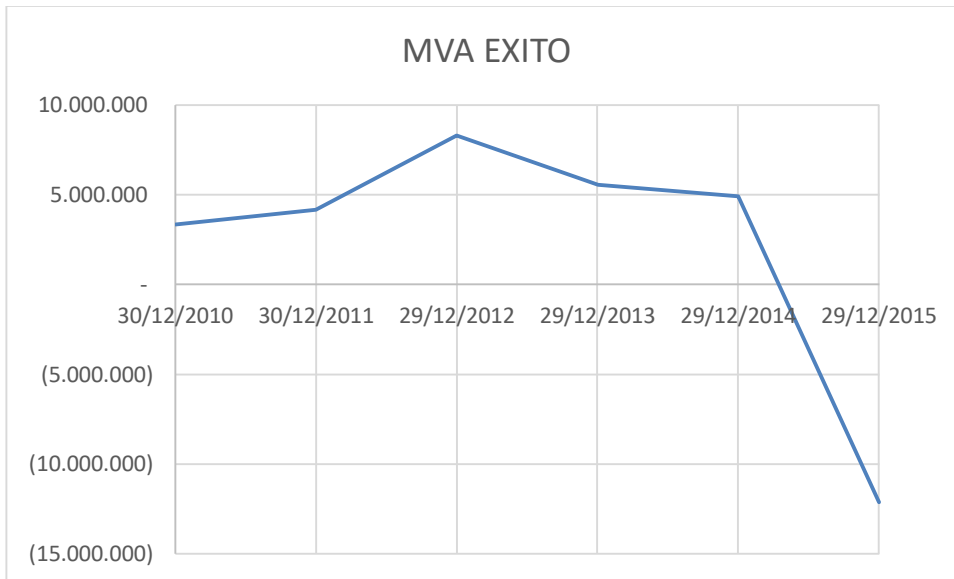
En ese sentido, la generación de valor medida por el EVA es positiva y creciente a lo largo del periodo de estudio, siendo menos efectiva en el valor de mercado agregado (ver gráficos N°18, 19 y 20).

Gráfica 18. EVA Éxito



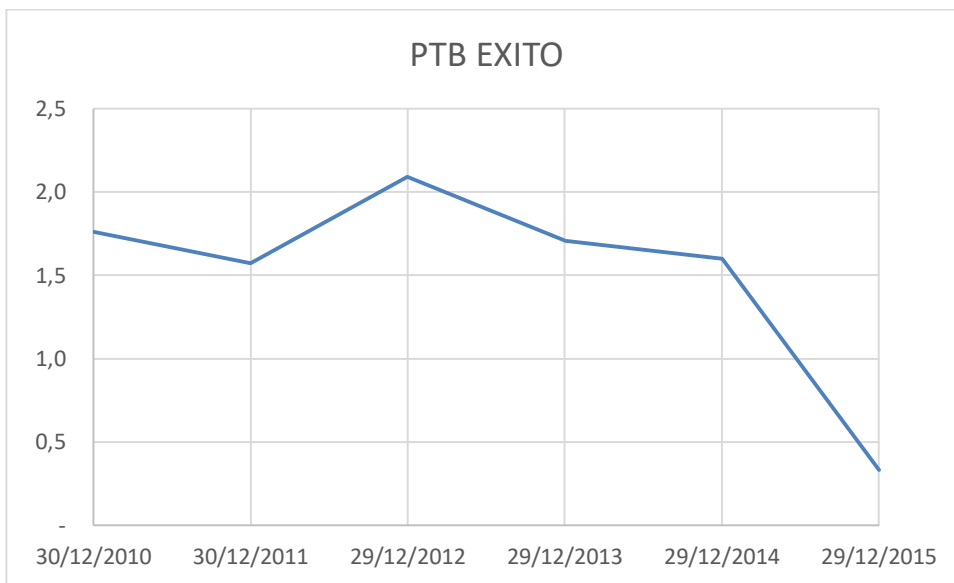
Fuente: Elaboración propia a partir de información de Bloomberg

Gráfica 19. MVA Éxito



Fuente: Elaboración propia a partir de información de Bloomberg

Gráfica 20. PTB Éxito



Fuente: Elaboración propia a partir de información de Bloomberg

Tabla 6. Cifras Financieras Colombina

COLOM CB Equity (Cifras en millones de COP)						
Date	31/12/2010	30/12/2011	28/12/2012	30/12/2013	30/12/2014	30/12/2015
Activo Corriente	350.146	366.421	373.746	423.190	445.571	497.511
Pasivo Corriente	261.667	252.264	254.816	296.320	375.316	449.652
Activo Fijo Neto	547.519	573.161	653.919	767.057	613.511	733.208
Utilidad Operativa	76.127	112.960	118.411	133.827	89.065	104.628
Provisión de Impuestos	20,90%	22%	26%	23%	40%	23%
WACC	7,1%	7,1%	6,9%	6,8%	4,4%	5,1%
Total Patrimonio	431.589	461.403	516.764	576.473	288.179	304.512
Precio Base de la Acción	1.452	1.452	1.452	1.452	1.452	1.452
N° Acciones en Circulación	398	398	398	398	398	398
EVA	15.176	39.622	34.164	42.112	23.381	40.130
MVA	146.275	116.461	61.100	1.391	289.685	273.352
Price to Book	1,3	1,3	1,1	1,0	2,0	1,9
ROE	13,95%	19,14%	16,86%	17,88%	18,46%	26,32%

Fuente: Elaboración propia a partir de información de Bloomberg

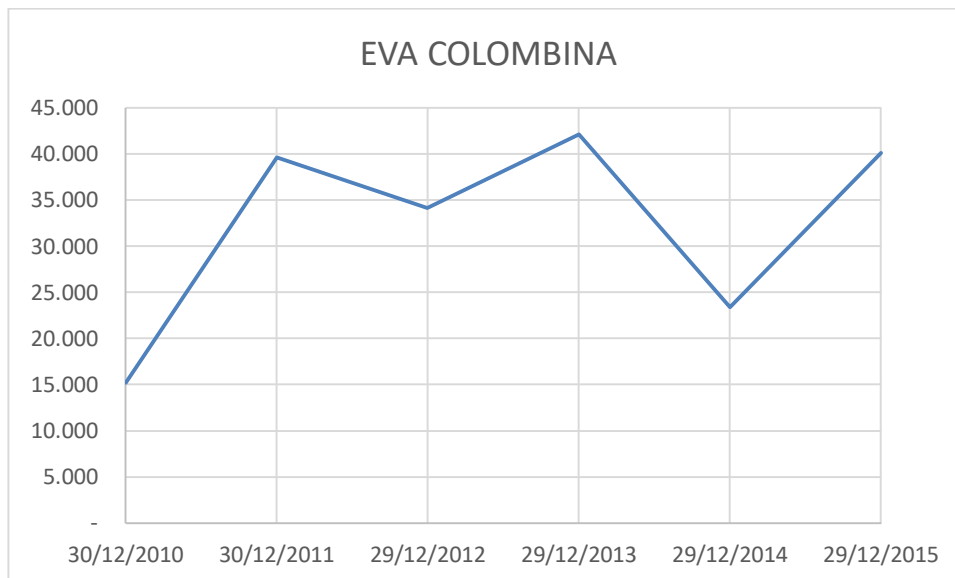
Colombina S.A. “es una compañía global de alimentos con sede en el Valle del Cauca, Colombia. Cuenta con más de 84 años de experiencia en la fabricación y comercialización de alimentos. Actualmente ofrece un amplio portafolio de productos en diferentes líneas: confitería, galletería, pastelería, salsas, conservas y helados. Adicionalmente realiza la distribución exclusiva de marcas tradicionales en Colombia como Café Buendía y Van Camp’s. La Compañía exporta sus productos a más de 45 países de América, África, Asia y Europa. Es uno de los mayores empleadores del país con más de 6.500 colaboradores y un total aproximado de 9.500 personas en todo el mundo” (Colombina, 2017).

Analizando la creación de valor, “se tiene que Colombina SA, es otra de las compañías dentro del grupo objeto de estudio con un óptimo desempeño operacional. Inicia el periodo de estudio generando riqueza, siendo el EVA, el MVA y el PTB positivos por valores de \$15.176 millones, \$146.275 millones, y 1,3 veces respectivamente. Lo anterior, se explica en razón a una evolución positiva de su utilidad operacional, un costo de capital constante para los seis años y unos activos operacionales consistentes a su negocio. De ahí en adelante, el EVA es positivo y creciente en los años

posteriores generando valor hasta el año 2016, fecha en la que cierra en \$40.130. En cuanto al MVA y el PTB, estos indicadores son positivos, no obstante, presentan una caída importante durante el año 2013 debido a cambios en la estructura de capital de la compañía” (Colombina, 2012).

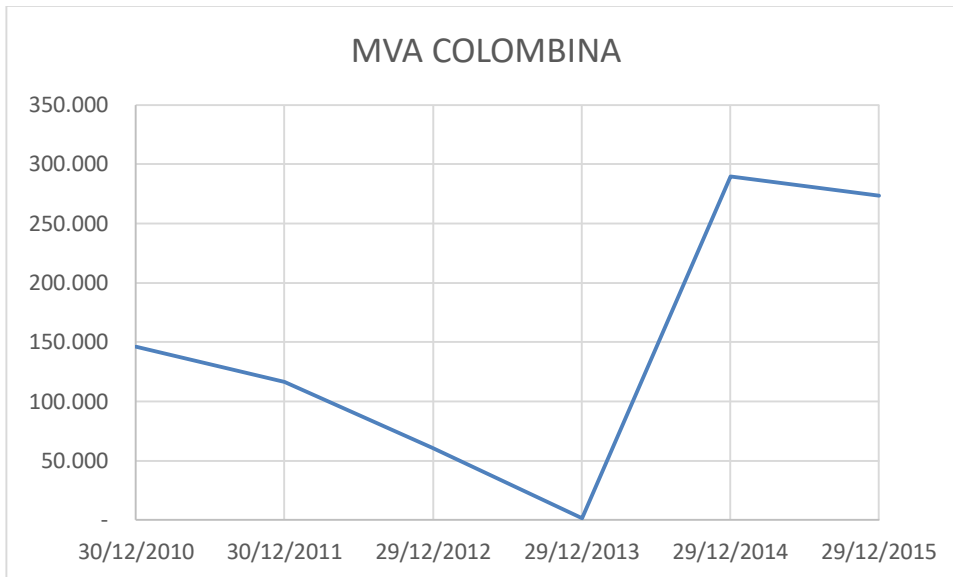
En ese sentido, la generación de valor medida por el EVA, el MVA y el PTB es positiva a lo largo del periodo de estudio para esta compañía, aunque con cierto deterioro en el año 2013. (Ver gráficos N°21, 22 y 23).

Gráfica 21. EVA Colombina



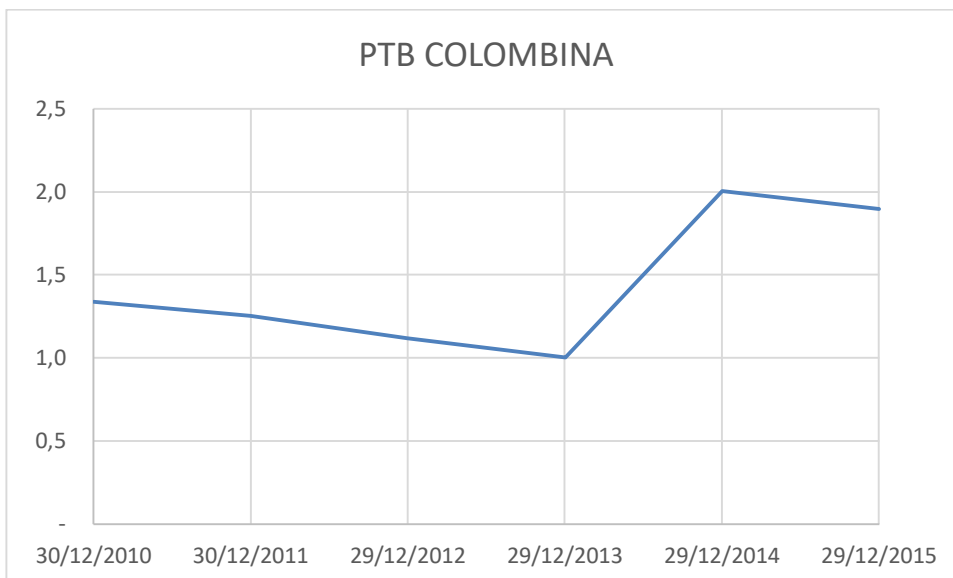
Fuente: Elaboración propia a partir de información de Bloomberg

Gráfica 22. MVA Colombina



Fuente: Elaboración propia a partir de información de Bloomberg

Gráfica 23. PTB Colombina



Fuente: Elaboración propia a partir de información de Bloomberg

Tabla 7. Cifras Financieras Nutresa

NUTRESA CB Equity		(Cifras en millones de COP)				
Date	30/12/2010	30/12/2011	28/12/2012	30/12/2013	30/12/2014	30/12/2015
Activo Corriente	1.306.826	1.458.594	1.537.695	2.018.317	2.160.645	2.542.873
Pasivo Corriente	794.064	638.082	757.672	1.348.361	1.415.757	2.249.102
Activo Fijo Neto	988.793	1.009.855	1.135.785	1.456.074	2.963.335	3.383.722
Utilidad Operativa	432.744	432.495	521.112	650.227	664.697	780.066
Provisión de Impuestos	23%	31%	28%	31%	31%	28%
WACC	7,0%	6,7%	6,2%	4,7%	5,5%	5,8%
Total Patrimonio	6.334.914	6.490.839	7.425.252	7.430.071	8.031.673	8.042.844
Precio Base de la Acción	26.916	21.800	25.420	26.440	28.600	22.620
N° Acciones en Circulación	438	460	460	460	460	460
EVA	229.529	176.345	253.418	345.093	251.725	350.438
MVA	5.456.933	3.539.853	4.271.087	4.735.594	5.127.859	2.365.150
Price to Book	1,9	1,5	1,6	1,6	1,6	1,3
ROE	5,29%	4,61%	5,02%	6,00%	5,67%	7,02%

Fuente: Elaboración propia a partir de información de Bloomberg

El grupo Nutresa S. A. es una empresa líder en alimentos procesados en Colombia y uno de los jugadores más relevantes del sector en América Latina. Fue fundada en 1920, cuenta en la actualidad con cerca de 45.600 colaboradores y opera a través de ocho unidades de negocio: Carnícos, Galletas, Chocolates, Tresmontes Lucchetti -TMLUC-, Cafés, Alimentos al Consumidor, Helados y Pastas (Grupo nutresa, 2017).

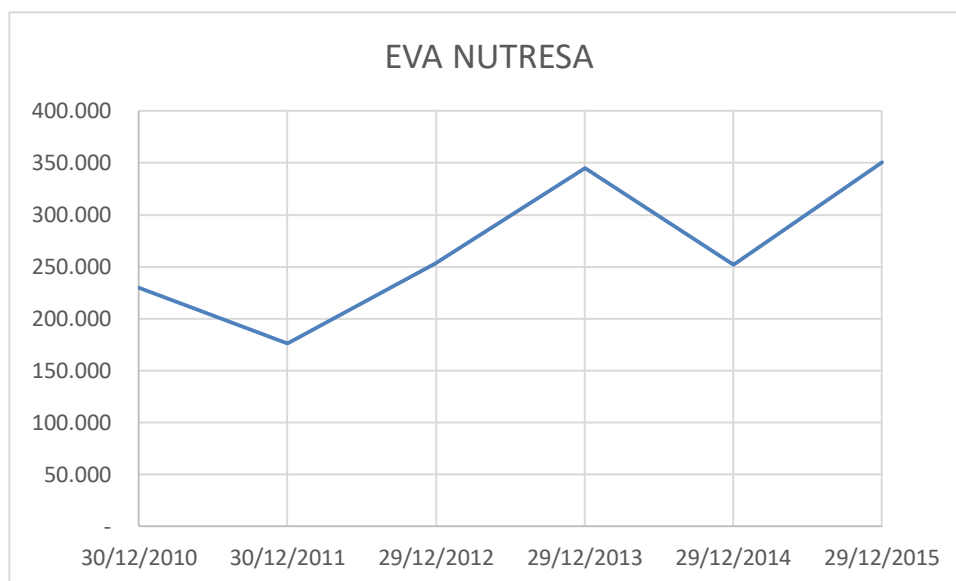
El Grupo Nutresa es la cuarta compañía de alimentos de Latinoamérica. Dentro de sus marcas están Alimentos Zenú, Galletas Noel, Nacional de Chocolates, Colcafé, Meals, y Doria. En total, cuenta con 35 de las más reconocidas marcas de alimentos en Colombia y Latinoamérica. (Grupo nutresa, 2017)

Analizando la creación de valor, se tiene que el Grupo Nutresa SA, es la mejor compañía dentro del grupo objeto de estudio con un óptimo desempeño operacional y de mercado. Inicia el periodo de estudio generando riqueza, siendo el EVA, el MVA y el PTB positivos por valores de \$229.529 millones, \$5.456.933 millones, y 1,9 veces respectivamente. Lo anterior, se explica en razón a una evolución positiva de su utilidad operacional, un costo de capital decreciente para

los seis años y unos activos operacionales acordes a su estrategia de expansión. De ahí en adelante, el EVA es positivo y creciente en los años posteriores generando valor hasta el año 2016, fecha en la que cierra en \$350.438. En cuanto al MVA y el PTB, estos indicadores son positivos, no obstante, presentan altibajos en los años 2011 y 2015. (grupo nutresa, 2015)

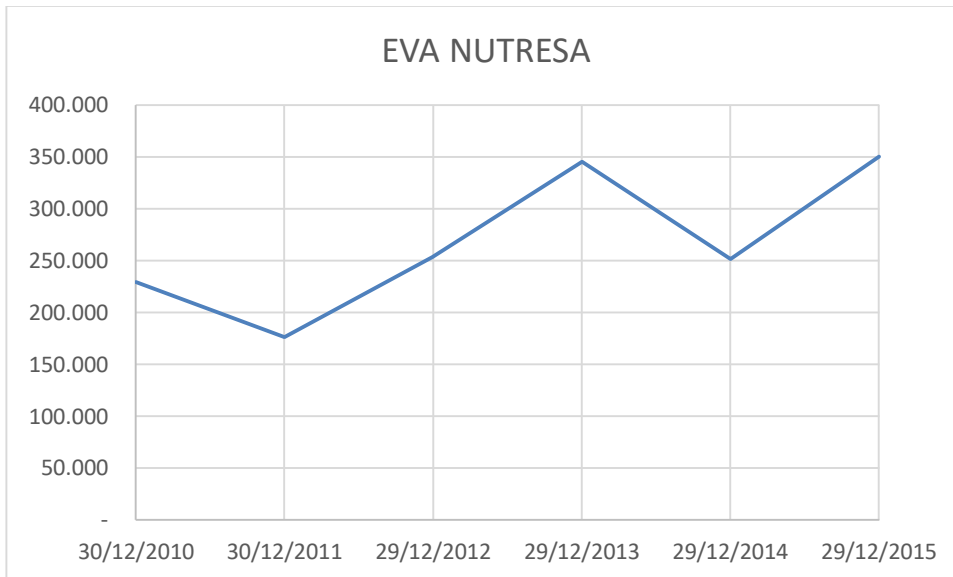
En ese sentido, la generación de valor medida por el EVA, el MVA y el PTB es positiva a lo largo del periodo de estudio para esta compañía, a punto de ser la empresa con mejor desempeño en la muestra estudiada. (Ver gráficos N°24, 25 y 26).

Gráfica 24. EVA Nutresa



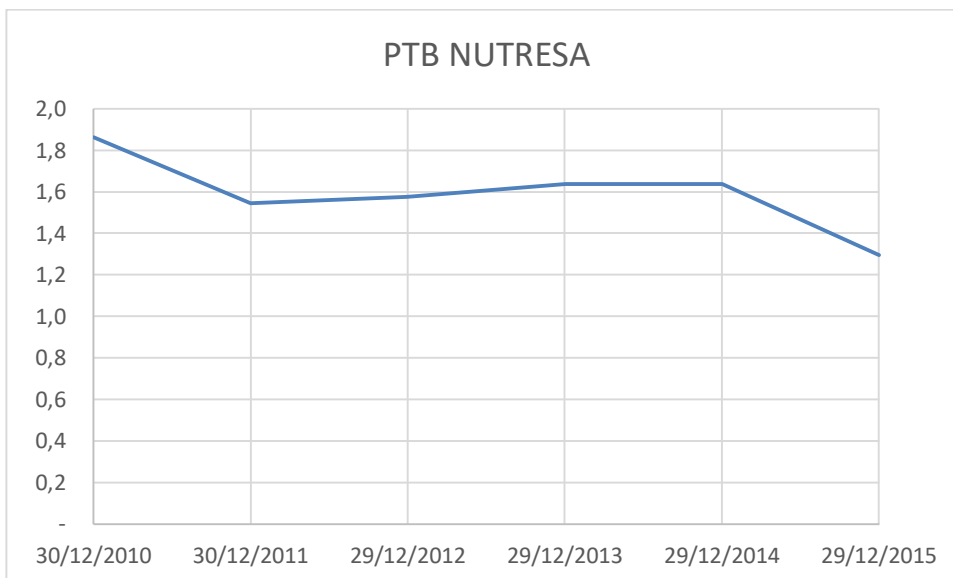
Fuente: Elaboración propia a partir de información de Bloomberg

Gráfica 25. MVA Nutresa



Fuente: Elaboración propia a partir de información de Bloomberg

Gráfica 26. PTB Nutresa



Fuente: Elaboración propia a partir de información de Bloomberg

CAPITULO VII. ANÁLISIS DE CORRELACIÓN

A continuación, se realizará un análisis de correlación entre los indicadores de creación de valor (EVA Y PTB) frente a un indicador financiero de endeudamiento, la relación deuda patrimonio en aras de demostrar si existe alguna relación de causalidad entre el apalancamiento financiero de largo plazo y la generación de valor económico agregado y valor de mercado agregado respectivamente.

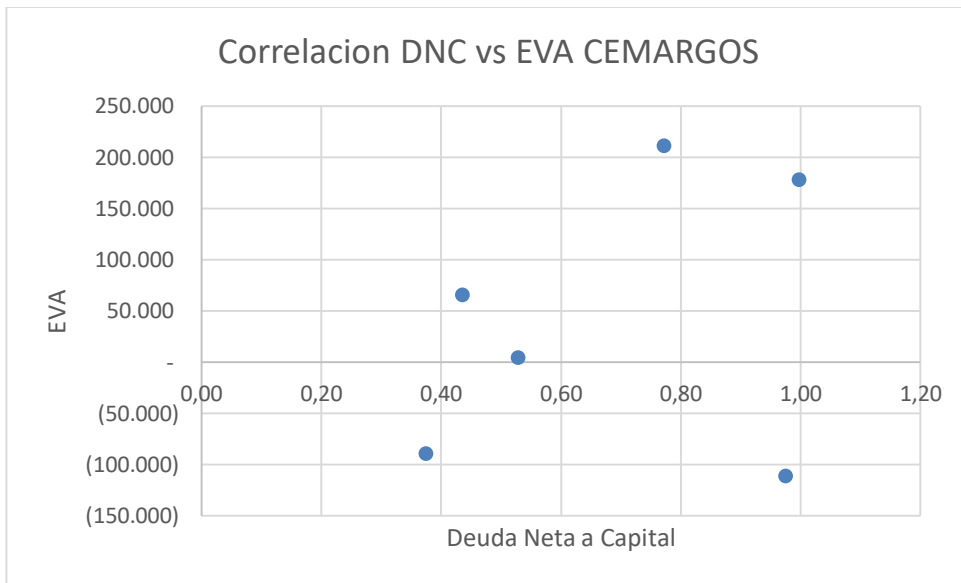
Tabla 8. Correlación Cemargos

CEMARGOS CB Equity						
Date	30/12/2010	30/12/2011	28/12/2012	30/12/2013	30/12/2014	30/12/2015
EVA	- 89.202	65.837	210.911	4.576	- 110.822	178.197
MVA	- 4.000.660	4.778.893	5.193.437	5.101.180	5.718.282	5.224.539
Price to Book	0,6	0,6	1,9	1,7	1,8	1,6
Deuda neta a capital	0,37	0,43	0,77	0,53	0,97	1,00
Date	30/12/2010	30/12/2011	28/12/2012	30/12/2013	30/12/2014	30/12/2015
EVA	- 89.202	65.837	210.911	4.576	- 110.822	178.197
Deuda neta a capital	0,37	0,43	0,77	0,53	0,97	1,00
Date	30/12/2010	30/12/2011	28/12/2012	30/12/2013	30/12/2014	30/12/2015
Price to Book	0,6	0,6	1,9	1,7	1,8	1,6
Deuda neta a capital	0,37	0,43	0,77	0,53	0,97	1,00
	<i>EVA</i>	<i>Deuda neta a capital</i>				
EVA	1					
Deuda neta a capital	0,29277041	1				
	<i>Price to Book</i>	<i>Deuda neta a capital</i>				
Price to Book	1					
Deuda neta a capital	0,75680905	1				

Fuente: propia del estudio

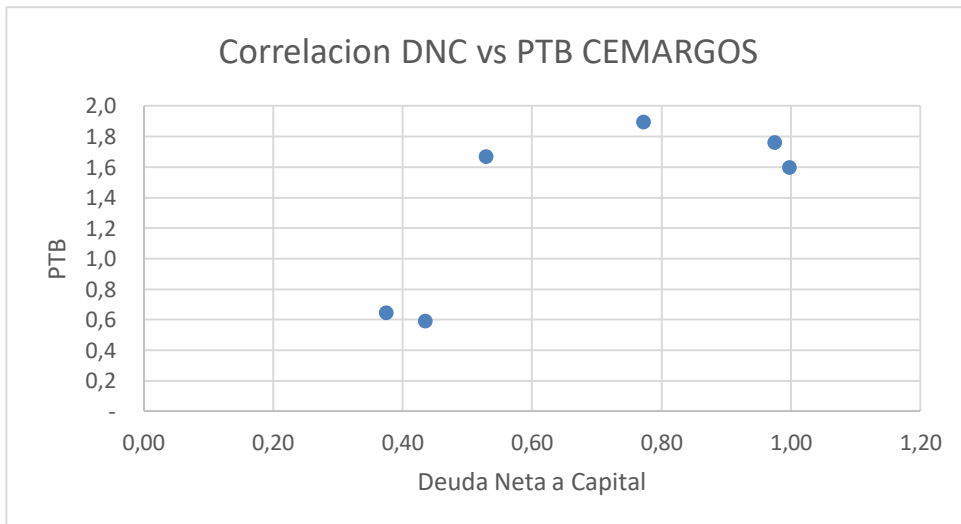
En el caso de Cemargos SA, la correlación entre la relación deuda capital y el EVA es positiva pero débil con un valor de 0,29. En el caso de la correlación entre la relación deuda capital y el PTB se encuentra que es positiva y fuerte 0,75, es decir, la deuda de largo plazo influye positivamente sobre el valor de mercado de la empresa.

Gráfica 27. Correlación DNC VS EVA Cemargos



Fuente: propia del estudio

Gráfica 28. Grafico N°17 Correlación DNC VS PTB Cemargos



Fuente: propia del estudio

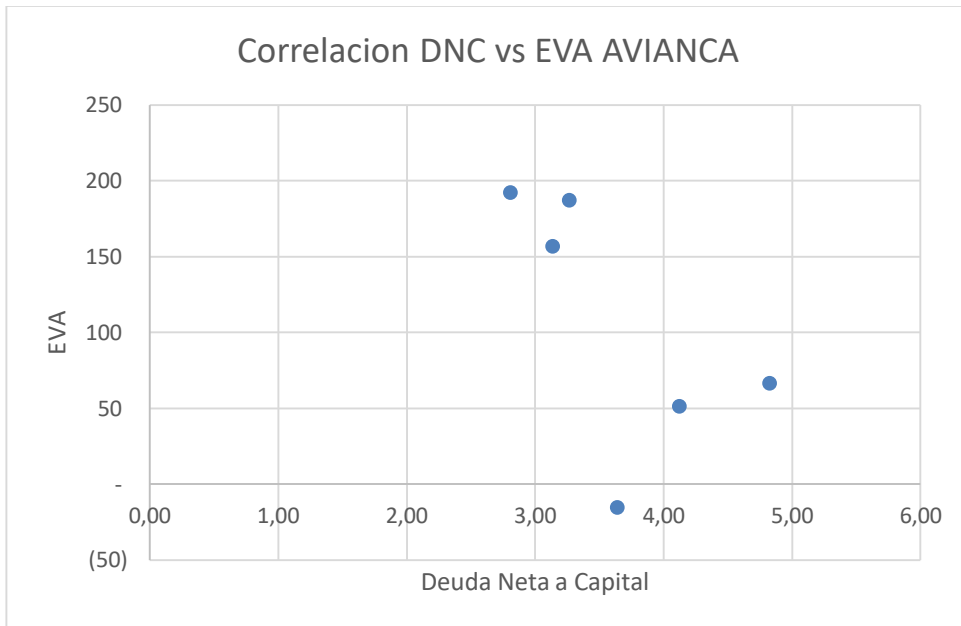
Tabla 9. Correlación Avianca

PFAVH CB Equity						
Date	30/12/2010	30/12/2011	28/12/2012	30/12/2013	30/12/2014	30/12/2015
EVA	66	157	192	187	51	15
MVA	328.910	2.964.364	4.077.238	3.687.638	3.408.489	1.688.521
Price to Book	525	3.159	3.455	3.037	2.824	1.231
Deuda neta a capital	4,82062896	3,13090256	2,80629043	3,26347319	4,12240446	3,63484102
Date	30/12/2010	30/12/2011	28/12/2012	30/12/2013	30/12/2014	30/12/2015
EVA	66	157	192	187	51	15
Deuda neta a capital	4,82	3,13	2,81	3,26	4,12	3,63
Date	30/12/2010	30/12/2011	28/12/2012	30/12/2013	30/12/2014	30/12/2015
Price to Book	525	3.159	3.455	3.037	2.824	1.231
Deuda neta a capital	4,82	3,13	2,81	3,26	4,12	3,63
	<i>EVA</i>	<i>Deuda neta a capital</i>				
EVA	1					
Deuda neta a capital	-0,6430606	1				
	<i>Price to Book</i>	<i>Deuda neta a capital</i>				
Price to Book	1					
Deuda neta a capital	-0,795697	1				

Fuente: propia del estudio

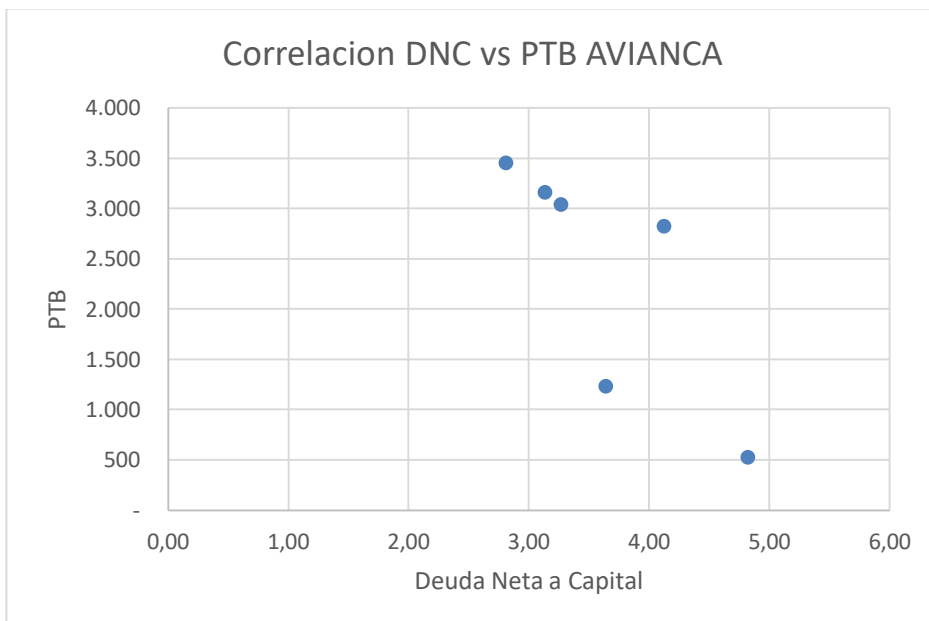
En el caso de Avianca SA, la correlación entre la relación deuda capital y el EVA es negativa pero fuerte con un valor de -0,64, es decir, el endeudamiento afecta negativamente la creación de valor económico agregado. En el caso de la correlación entre la relación deuda capital y el PTB se encuentra que es negativa y fuerte por valor de -0,79, es decir, la deuda de largo plazo influye negativamente sobre el valor de mercado de la empresa.

Gráfica 29. Correlación DNC VS EVA Avianca



Fuente: propia del estudio

Gráfica 30. Correlación DNC VS PTB Avianca



Fuente: propia del estudio

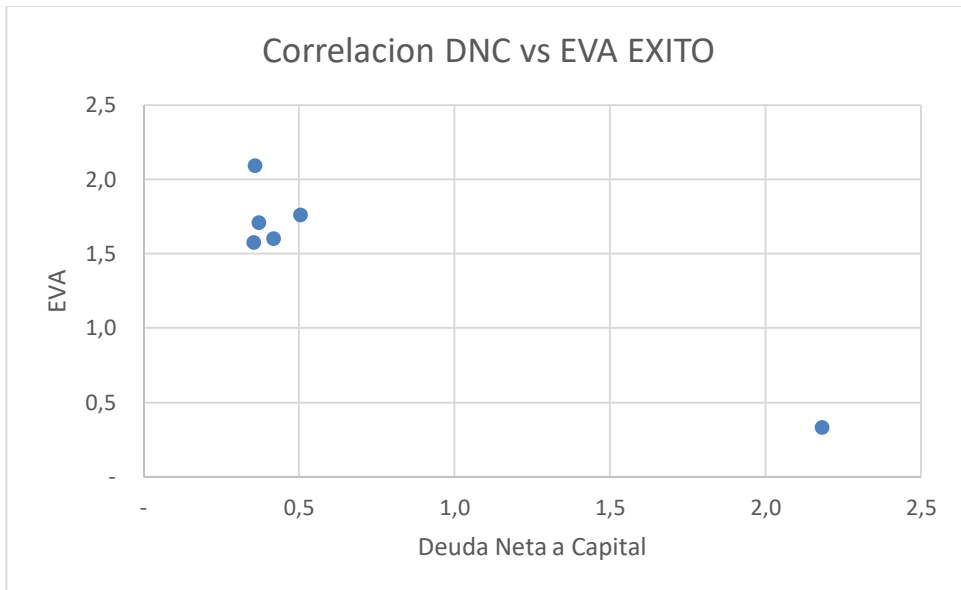
Tabla 10. Correlación Éxito

EXITO CB Equity						
Date	30/12/2010	30/12/2011	28/12/2012	30/12/2013	30/12/2014	30/12/2015
EVA	26.575	96.766	149.716	139.909	206.834	464.957
MVA	3.356.397	4.148.764	8.284.496	5.553.019	4.895.635	-12.133.366
Price to Book	1,8	1,6	2,1	1,7	1,6	0,3
Deuda neta a capital	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	2,2
Date	30/12/2010	30/12/2011	28/12/2012	30/12/2013	30/12/2014	30/12/2015
EVA	26.575	96.766	149.716	139.909	206.834	464.957
Deuda neta a capital	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	2,2
Date	30/12/2010	30/12/2011	28/12/2012	30/12/2013	30/12/2014	30/12/2015
Price to Book	1,8	1,6	2,1	1,7	1,6	0,3
Deuda neta a capital	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	2,2
	<i>EVA</i>	<i>Deuda neta a capital</i>				
EVA	1					
Deuda neta a capital	0,89918934	1				
	<i>Price to Book</i>	<i>Deuda neta a capital</i>				
Price to Book	1					
Deuda neta a capital	-0,9521505	1				

Fuente: propia del estudio

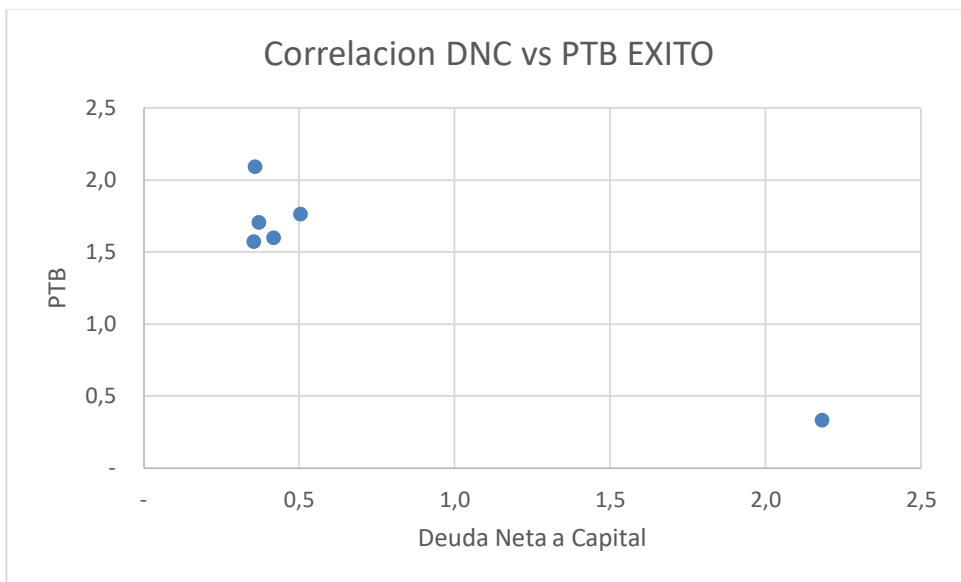
En el caso de Éxito SA, la correlación entre la relación deuda capital y el EVA es positiva y fuerte con un valor de 0,89, es decir, el endeudamiento afecta positivamente la creación de valor económico agregado. En el caso de la correlación entre la relación deuda capital y el PTB se encuentra que es negativa y fuerte por valor de -0,95, es decir, la deuda de largo plazo influye negativamente sobre el valor de mercado de la empresa.

Gráfica 31. Correlación DNC VS EVA Éxito



Fuente: propia del estudio

Gráfica 32. Correlación DNC VS PTB Éxito



Fuente: propia del estudio

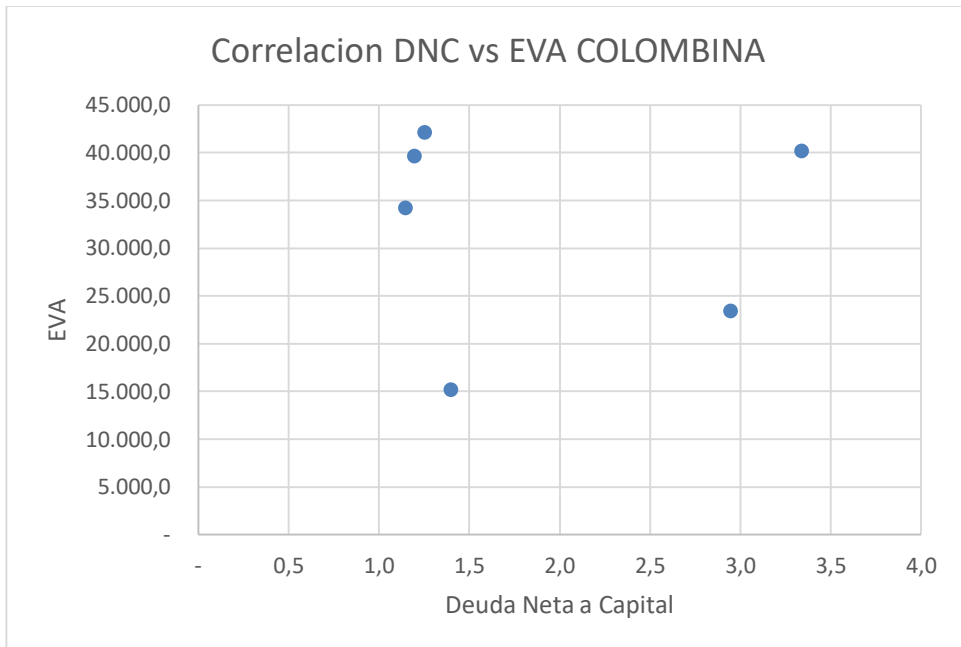
Tabla 11. Correlación Colombina

COLOM CB Equity						
Date	31/12/2010	30/12/2011	28/12/2012	30/12/2013	30/12/2014	30/12/2015
EVA	15.175,7	39.622,5	34.164,0	42.112,2	23.380,9	40.130,2
MVA	146.274,6	116.460,6	61.099,6	1.390,6	289.684,6	273.351,6
Price to Book	1,3	1,3	1,1	1,0	2,0	1,9
Deuda neta a capital	1,4	1,19	1,15	1,25	2,94	3,34
Date	31/12/2010	30/12/2011	28/12/2012	30/12/2013	30/12/2014	30/12/2015
EVA	15.175,7	39.622,5	34.164,0	42.112,2	23.380,9	40.130,2
Deuda neta a capital	1,4	1,19	1,15	1,25	2,94	3,34
Date	31/12/2010	30/12/2011	28/12/2012	30/12/2013	30/12/2014	30/12/2015
Price to Book	1,3	1,3	1,1	1,0	2,0	1,9
Deuda neta a capital	1,4	1,19	1,15	1,25	2,94	3,34
	<i>EVA</i>	<i>Deuda neta a capital</i>				
EVA	1					
Deuda neta a capital	-0,043753	1				
	<i>Price to Book</i>	<i>Deuda neta a capital</i>				
Price to Book	1					
Deuda neta a capital	0,94892002	1				

Fuente: propia del estudio

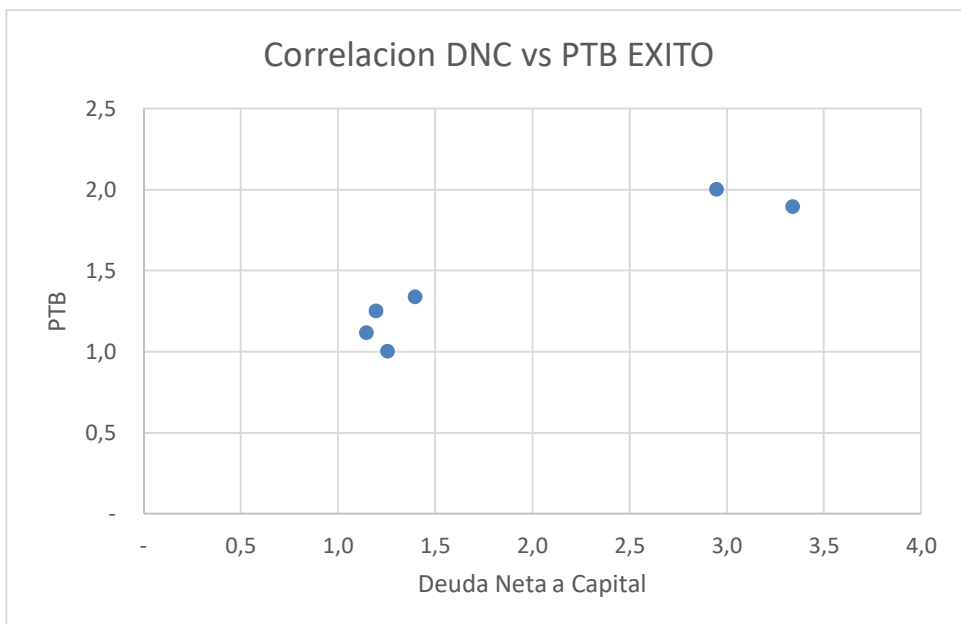
En el caso de Colombina SA, la correlación entre la relación deuda capital y el EVA es negativa y débil con un valor de -0,04, es decir, el endeudamiento no afecta sustancialmente la creación de valor económico agregado. En el caso de la correlación entre la relación deuda capital y el PTB se encuentra que es positiva y fuerte por valor de 0,94, es decir, la deuda de largo plazo influye positivamente sobre el valor de mercado de la empresa.

Gráfica 33. Correlación DNC VS EVA Colombina



Fuente: propia del estudio

Gráfica 34. Correlación DNC VS PTB Colombina



Fuente: propia del estudio

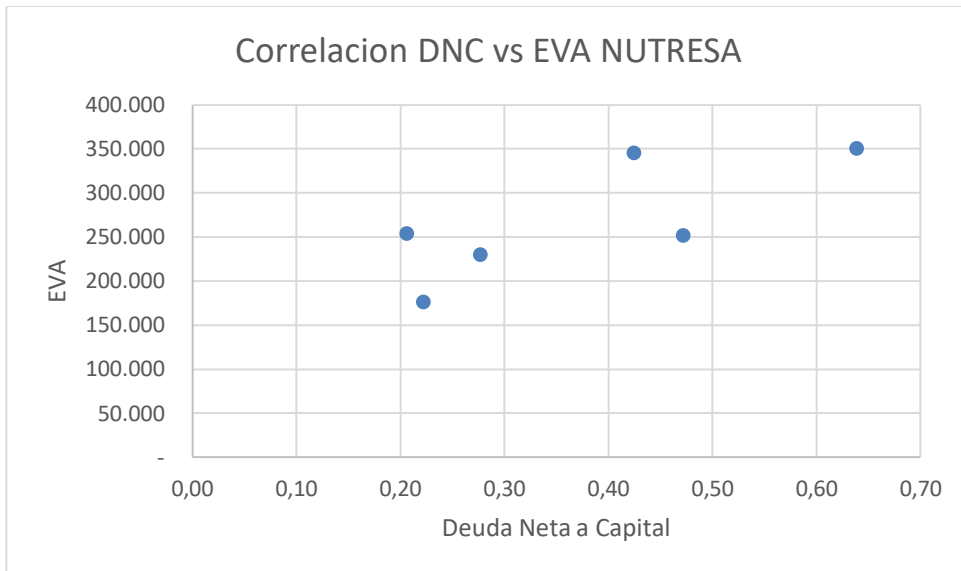
Tabla 12. Correlación Nutresa

NUTRESA CB Equity						
Date	30/12/2010	30/12/2011	28/12/2012	30/12/2013	30/12/2014	30/12/2015
EVA	229.529	176.345	253.418	345.093	251.725	350.438
MVA	5.456.933	3.539.853	4.271.087	4.735.594	5.127.859	2.365.150
Price to Book	1,9	1,5	1,6	1,6	1,6	1,3
Deuda neta a capital	0,28	0,22	0,21	0,42	0,47	0,64
Date	30/12/2010	30/12/2011	28/12/2012	30/12/2013	30/12/2014	30/12/2015
EVA	229.529	176.345	253.418	345.093	251.725	350.438
Deuda neta a capital	0,28	0,22	0,21	0,42	0,47	0,64
Date	30/12/2010	30/12/2011	28/12/2012	30/12/2013	30/12/2014	30/12/2015
Price to Book	1,9	1,5	1,6	1,6	1,6	1,3
Deuda neta a capital	0,28	0,22	0,21	0,42	0,47	0,64
	<i>EVA</i>	<i>Deuda neta a capital</i>				
EVA	1					
Deuda neta a capital	0,76966276	1				
	<i>Price to Book</i>	<i>Deuda neta a capital</i>				
Price to Book	1					
Deuda neta a capital	-0,5705226	1				

Fuente: propia del estudio

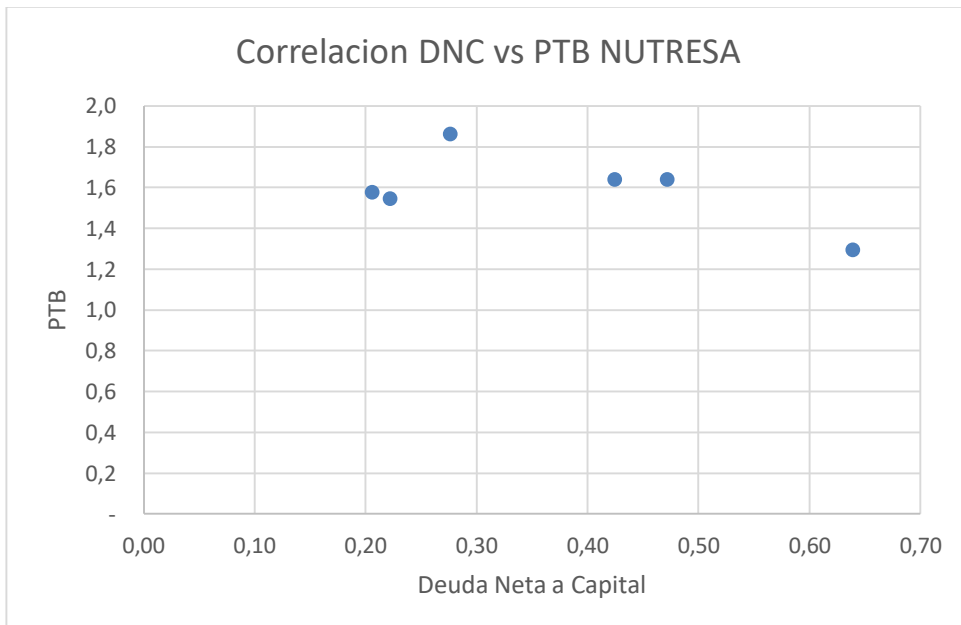
En el caso de Nutresa SA, la correlación entre la relación deuda capital y el EVA es positiva y fuerte con un valor de 0,76, es decir, el endeudamiento afecta sustancialmente la creación de valor económico agregado. En el caso de la correlación entre la relación deuda capital y el PTB se encuentra que es negativa y fuerte por valor de -0,57, es decir, la deuda de largo plazo influye negativamente sobre el valor de mercado de la empresa.

Gráfica 35. Correlación DNC VS EVA Nutresa



Fuente: propia del estudio

Gráfica 36. Correlación DNC VS PTB Nutresa



Fuente: propia del estudio

CONCLUSIONES

- La globalización ha afectado notoriamente las operaciones y el funcionamiento financiero de las empresas a nivel mundial, generando alta competencia y mayores restricciones para la obtención de capital y retornos positivos para los accionistas. En ese sentido, los gerentes y directivos deben implementar estrategias relacionadas con la estructura de capital que permitan apalancar el éxito empresarial y a su vez, impactar positivamente la perspectiva del mercado, viéndose reflejado en el precio de la acción y por ende, en el valor de empresa. Por tal razón, resulta importante, el hecho de que las empresas implementen una estrategia orientada a la creación de valor, acompañada de una estrategia de financiación a largo plazo. Por tal razón, la emisión de bonos corporativos se ha convertido en una alternativa importante en la escena empresarial puesto que permite acceder a montos mayores de capital a largo plazo con tasas de interés bajas, además de otras condiciones que se ajustan según el negocio del emisor.
- El mercado de bonos corporativos o deuda privada es una opción de financiación empresarial que puede ser potencializada en el futuro. Lo anterior, requiere de un esfuerzo conjunto entre la Bolsa de valores de Colombia, El gobierno nacional, la banca de inversión y finalmente, las empresas. Al respecto, es pertinente avanzar en temas de gobierno corporativo y transparencia para mejorar las calificaciones de riesgo, ampliar el espectro de las compañías para facilitar la participación de las pequeñas y medianas empresas, facilitar las condiciones de acceso al mercado optimizando lo referente a costos, trámites y gestión de la emisión de los títulos crediticios y finalmente, estimular el denominado mercado

primario y fortaleciendo institucionalmente a los creadores de mercado (Banca de Inversión).

- Los indicadores de creación de valor tales como el EVA, MVA Y Price to book, constituyen una valiosa herramienta gerencial para medir y analizar el desempeño financiero global de las empresas, puesto que brindan una perspectiva holística amplia del modelo de negocio de cada compañía, más allá de la tradicional utilidad o pérdida contable, suministrando claramente alternativas para detectar posibles problemas operativos (activos corrientes, pasivos corrientes, activos fijos) por una parte, y/o de estructura de capital (Pasivo de largo plazo, WACC, Beta) por otra. Además, vincula el punto de vista de los inversionistas y el mercado (Precio de la acción) sobre el desempeño corporativo, aspecto que es difícil de medir y gestionar a partir la simple información contable.
- Las empresas con mayor creación de valor (EVA y MVA positivos) en el período analizado (2010 al 2015) fueron: Nutresa S.A y Almacenes Éxito. Los anteriores resultados se explican en parte por los altos niveles de utilidad operacional presentados y por el bajo Costo de Capital Promedio Ponderado que coincide con un periodo de consolidación empresarial y de expansión internacional de los negocios. La única empresa que destruyó valor en determinados años fue: Cemargos, lo anterior, se explica en razón a su alto endeudamiento (en promedio el 63% anual), alto volumen de inversión en activos fijos para soportar las operaciones en contraste con bajo nivel de utilidad operacional.
- Las empresas con mayor valor de mercado agregado en el período analizado (2010 al 2015) fueron: Nutresa SA, Éxito SA y Avianca SA. Lo anterior debido al buen desempeño de las acciones (alta valorización) en el mercado bursátil. Igualmente, la empresa con el desempeño más bajo en

este indicador fue Cemargos que tuvo valores negativos durante 2010 y 2011 como consecuencia de la crisis inmobiliaria global y la caída en los precios internacionales del petróleo que desaceleró dicha industria.

- En determinadas empresas, se encontró un efecto interesante de la financiación de largo plazo sobre la generación de valor económico agregado y valor de mercado agregado. Al respecto, se determinó que la deuda de largo plazo (Bonos corporativos) afecta positivamente (alta correlación “+”) la creación de valor operacional medida directamente sobre el EVA, al aportar recursos de largo plazo para la dinamización del negocio y permitir una disminución del costo financiero medido por el WACC. Por otra parte, se identificó que el apalancamiento financiero de largo plazo genera un efecto negativo sobre el valor de mercado (alta correlación “- “), al enviar una señal pesimista a los inversionistas sobre el riesgo implícito en el negocio. De ahí que la alta gerencia en el campo corporativo, debe sopesar su estrategia financiera y equilibrar las variables que influyen sobre la operatividad y el valor de mercado.

BIBLIOGRAFÍA

Avianca. (2015). Información corporativa *avianca*.

Banco de la Republica. (2012). *Estabilidad financiera*. Bogotá: Banco de la Republica.

Bolsa de valores de Colombia. (2014). *Emisiones de deuda corporativa a través de la BVC*. Recuperado el marzo, 2016, de https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Empresas/Empresas/Documentos+y+Presentaciones?com.tibco.ps.pagesvc.action=updateRenderState&rp.currentDocumentID=-43b8314e_131f8d4ef34_-1888c0a84c5b&rp.revisionNumber=1&rp.attachmentPropertyName=Attachment&c

Botero, J; López, H; Posada, C; Ballesteros, C & García, J. (2015). *Economía Colombiana, análisis de coyuntura*. Recuperado de: http://www.eafit.edu.co/escuelas/economiafinanzas/cief/Documents/INFORME_2015-2.pdf

Colombina. (2012). *Informe de sostenibilidad*.

Colombina. (24 de mayo de 2017). *Colombina*. Cali, valle del Cauca.

Colombina S.A. (2014). *Proyecto de información emisión y colocación de bonos ordinarios colombia s.a*. Cali.

Dominguez, I., y Crestelo, L. (2009). *Gestiopolis*. Obtenido de Fundamentos teóricos y conceptuales sobre estructura de financiamiento: <http://www.gestiopolis.com/estructura-de-financiamiento-fundamentos-teoricos-y-conceptuales/>

El Tiempo. (enero, 2011). *Bonos colombianos, los más rentables de los emergentes*. Recuperado el Febrero, 2017, de <http://www.eltiempo.com/archivo/documento-2013/MAM-4331412>

Emisores del mercado de valores. (2015). *Mercados de renta privada en Colombia*.

Fernandez, A. (2000). *Análisis de Valor Económico Agregado (EVA) y valor agregado*. Medellín: s.e.

Garay, L. J. (2002). *El sistema financiero colombiano*. Bogotá: Biblioteca Banco de la Republica.

- Garcia S, O. L. (1999). *Administración Financiera, Fundamentos y Aplicaciones*. Bogotá.
- Garcia, M. L. (2008). *El Valor Económico Agregado*. Mexico.
- Grupo Argos S.A. (2014). *Prospecto de informacion programa de emision y colocacion de bonos ordinarios*.
- Grupo exito. (25 de septiembre de 2017). *Exito*. Obtenido de https://www.grupoexitocom.co/phocadownload/resultados-financieros/2016/2Q16%20webcast%20press_IR_FINAL-Esp-ilovepdf-compressed.pdf
- Grupo nutresa. (2015). *noticias y actualidad*. Obtenido de www.gruponutresa.com/dinamicadeventas/
- Grupo nutresa. (2017). *Quienes somos*. Obtenido de www.nutresa.com
- Grupo SURA. (2014). *Prospecto de información programa de emisión y colocación de bonos ordinarios Grupo SURA*.
- Informercados. (2010). *PBR (price-to-book)*. s.e.
- Lopez, C. (2002). *Gerencia de valor*. Bogotá: Gestipolis.
- Mascareñas, J. (2002). *Gestion de activos financieros de renta fija*. Madrid: Ediciones Piramide.
- Moyer, C., Mcguigan, J., y Kretlow, w. (2000). *Administración moderna Contemporánea*. Thompon.
- Murillo, J. C. (2012). *Valoración de la Compañía Cementos Argos S.A.* . medellín.
- Palau, J. (2010). *Analisis financiero y control*. Bogotá: s.e.
- Pareja, I. (2011). *Creacion de valor y su medida*. Obtenido de http://www.javeriana.edu.co/decisiones/libro_on_line/capitulo8eva.pdf
- Peréz, O. (2001). *Gestipolis*. Obtenido de Fuentes de financiación espontaneas: <http://www.gestipolis.com/fuentes-financiamiento-espontaneas/>
- Place, J. (2005). *Analisis basico de bonos*. Mexico: s.e.
- Saade, A. (2010). *Mercado electronico colombiano [MEC]*. Banco de la Republica.
- SODIMAC S.A. (2015). *Caracteristicas de la oferta*.

Superintendencia Financiera de Colombia. (2012). *Calificación crediticia*.

Valderrama, C. L. (2008). *Mercado de deuda privada en Colombia*. BVC.

Valderrama, C., y Gonzales, J. (2008). *Mercado de deuda privada en Colombia*. BVC.

Van, J., y Wachowicz, J. (2010). *Fundamentos de Administración Financiera*. Bogotá: Décima tercera edición, Prentice Hall.

Velez, M. S. (2012). *Evolución de la deuda privada en Colombia: 2006-2011*. Medellín: s.e.

Vera, G. B. (2012). *Organización de modelos finanzas*. Cali, Colombia: Universidad ICESI.

ANEXOS

Anexo 1. Presupuesto del proyecto

PRESUPUESTO DEL PROYECTO				
ITEM	CANTIDAD	DESCRIPCION	VALOR UNITARIO	VALOR TOTAL
PAGO DE SERVICIOS EXTERNOS				
Asesorias	4	Desarrollo - aplicación de formulas y modelos a utilizar	45.000	180.000
SUBTOTAL				180.000
EQUIPOS DE LABORATORIO Y CAMPO				
Computador	1	Recoleccion y tratamiento de los datos	1.300.000	1.300.000
SUBTOTAL				1.300.000
INSUMOS DE LABORATORIO Y CAMPO				
Internet	1	Internet de 5 megabites para la recoleccion de datos.	60.000	60.000
SUBTOTAL				60.000
SOFTWARE				
Eviews	1	Software estadistico que permite el calculo de algunos procedimientos	250.000	250.000
SUBTOTAL				250.000
INSUMOS DE OFICINA				
Resmas de papel	2	Impresión en medio fisico de la investigacion	7.500	15.000
Impresiones	85	Documentos e informacion suministrada por la BVC	100	8.500
SUBTOTAL				23.500
PASAJES Y VIATICOS				
Popayán - Cali	4	Visita a la BVC - Sede Cali	15.000	60.000
Cali - Popayán	4	Regreso a la ciudad de Popayán con la informacion obtenida	15.000	60.000
SUBTOTAL				120.000
TOTAL PROYECTO				1.933.500

Fuente: propia del estudio

Anexo 2. Cronograma del proyecto

CRONOGRAMA PROYECTO DE INVESTIGACION	TIEMPO ESTIMADO (EN SEMANAS)															
	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4
Recolección de Información	■	■	■													
Recolección de series de datos		■	■	■												
Obtención de Estados Financieros empresas			■	■	■											
Tratamiento y depuración de la información				■	■	■										
Tabulación y procesamiento de datos					■	■	■									
Desarrollo de la metodología						■	■	■								
Aplicación de formulas y modelos financieros								■	■							
Ajuste de datos de acuerdo a los requerimientos									■	■						
Análisis de correlaciones										■	■					
Obtención y discusión de resultados											■	■	■			
Elaboración del documento final												■	■	■	■	
Elaboración del artículo de investigación													■	■	■	
Correcciones y ajustes generales														■	■	
Sustentación del proyecto final															■	

Fuente: propia del estudio