



**COLOMBIA-DIAGNOSTICO DE LA ESTRUCTURA DE  
FINANCIAMIENTO DEL SECTOR REAL E IDENTIFICACIÓN DE  
OBSTÁCULOS QUE HAN IMPEDIDO QUE ESTAS EMPRESAS  
ACUDAN AL MERCADO DE VALORES**

**ANIF - FEDESARROLLO**  
**María Angélica Arbeláez**  
**Fabio Villegas**

**Asistentes de Investigación**  
**Mónica Ospina**  
**Paula García**  
**María Lucía Guerra**

**Marzo de 2004**

**COLOMBIA-DIAGNOSTICO DE LA ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO  
DEL SECTOR REAL E IDENTIFICACIÓN DE OBSTÁCULOS QUE HAN  
IMPEDIDO QUE ESTAS EMPRESAS ACUDAN AL MERCADO DE VALORES**

**(Informe final)**

**Anif-Fedesarrollo\***

**Marzo de 2004**

---

\* El trabajo fue realizado conjuntamente por Fedesarrollo y Anif. Los directores del proyecto por parte de las dos entidades fueron Fabio Villegas, Presidente de Anif y María Angélica Arbeláez, Investigadora Asociada de Fedesarrollo. Adicionalmente trabajaron, María Lucía Guerra, investigadora de Fedesarrollo, y Mónica Ospina y Paula García, investigadoras de Anif. El estudio fue realizado para la Superintendencia de Valores y el Banco Interamericano de Desarrollo.

## INDICE

INTRODUCCIÓN	3
I. MERCADO DE VALORES Y CRECIMIENTO	6
A. Aspectos teóricos y empíricos	6
B. Estructura de financiamiento de las empresas en Colombia	9
II. EL FINANCIAMIENTO DE LAS EMPRESAS Y LA PARTICIPACIÓN DE ÉSTAS Y DE LOS FONDOS DE PENSIONES EN EL MERCADO DE VALORES	29
A. Estructura de financiamiento	29
B. Acceso al mercado de valores	42
C. El mercado de valores como alternativa de inversión	52
D. Factores que están obstaculizando la participación de los fondos de pensiones	54
III. MUESTRA DE EMISORES POTENCIALES	64
A. Criterios de selección	
B. Características de la muestra	64
IV. TALLERES “EL MERCADO DE VALORES COMO ALTERNATIVA DE FINANCIACIÓN EMPRESARIAL”	67
A. Características de la muestra de empresas	67
B. Metodología	68
C. Resultados	68
V. PRINCIPALES HALLAZGOS DEL ESTUDIO	74
VI. RECOMENDACIONES	77
BIBLIOGRAFIA	79
ANEXO I	82
ANEXO II	84
ANEXO III	90

## INTRODUCCION

En el contexto internacional, y en especial en comparación con las economías emergentes, el sistema financiero colombiano apenas alcanza niveles incipientes de desarrollo. Con las mediciones planteadas por Demirguç-Kunt y Levine (1999) sobre desarrollo financiero<sup>1</sup>, Colombia se ubica en una etapa de subdesarrollo en comparación con la media mundial y de débil desarrollo frente a América Latina. Esto se hace evidente mediante el análisis de indicadores de tamaño<sup>2</sup>, actividad y eficiencia global<sup>3</sup>. Adicionalmente, la estructura financiera<sup>4</sup> del país muestra una orientación marcada hacia el sector bancario, con una estructura muy precaria del mercado de valores.

Esta situación tiene implicaciones negativas sobre el crecimiento de largo plazo. Está ampliamente demostrado en la literatura internacional, y existe alguna evidencia empírica para Colombia<sup>5</sup>, que el desarrollo de los sistemas financieros y el buen funcionamiento de los mercados de valores y bancarios promueven el crecimiento de las economías en el largo plazo. No es tan claro, sin embargo, el efecto de la estructura financiera sobre el crecimiento. Desde tiempo atrás es objeto de un interesante debate si los mercados financieros y de valores contribuyen al crecimiento en forma complementaria, si por el contrario los recursos de los dos mercados son sustitutos, o si lo relevante para el crecimiento es la calidad de los servicios financieros ofrecidos, independientemente del origen. Respecto de esta polémica, la evidencia empírica reciente sugiere que es el buen funcionamiento de los mercados de valores y bancario (en forma simultánea) el que promueve el crecimiento, y entre los dos afectan positivamente la acumulación de capital y mejoran la productividad (Levine y Zervos, 1998). También cobra cada vez más fuerza el entorno institucional y legal propio de los países como factores que influyen en forma importante en la relación entre recursos financieros y crecimiento.

En cualquier caso, las tendencias del sistema financiero y su nivel de desarrollo influyen en la estructura de financiamiento de las empresas y con ello en la inversión, la productividad y el crecimiento. Aunque las características propias de las firmas importan, otros elementos externos a ellas parecen estar en el centro del problema de financiamiento y determinan la posibilidad de crecer.

---

<sup>1</sup> En el contexto del estudio, un sistema financiero es desarrollado si los indicadores de la actividad bancaria (medida como depósitos bancarios del sector privado / PIB) y aquella del mercado de capitales (medida como el valor transado / PIB) son superiores al promedio mundial.

<sup>2</sup> El tamaño del sector financiero se mide como los activos bancarios domésticos más la capitalización del mercado de valores como proporción del producto.

<sup>3</sup> La eficiencia global se mide como el turnover ratio (valor transado / valor de las acciones) sobre el margen neto de intereses.

<sup>4</sup> Para determinar si el sistema financiero está más orientado hacia el sector bancario o hacia el mercado de valores Demirguç-Kunt construye un índice de estructura financiera compuesto, tomando en cuenta el tamaño, la actividad y la eficiencia del mercado de valores con respecto al sector bancario.

<sup>5</sup> Ver por ejemplo Arbeláez y Echavarría (2002), donde los autores muestran, a través de un análisis a nivel de firma, la importancia de la actividad financiera como determinante de la inversión en Colombia.

La estrecha relación entre el desarrollo del sistema financiero (bancario y valores) y el acceso a diferentes recursos, y el vínculo de este último con las posibilidades de inversión y crecimiento, constituye una motivación crucial de este estudio. El principal interrogante que nos concierne es qué influencia tiene el sistema financiero colombiano, caracterizado por un muy precario desarrollo del mercado de valores, sobre las posibilidades de crecimiento del sector real. En otras palabras, en qué medida la poca diversidad de servicios financieros que promuevan el crecimiento (diferentes a los bancarios) ofrecidos en un ambiente de competencia, y las dificultades para el acceso a recursos de largo plazo obstaculizan el crecimiento y las inversiones en un horizonte amplio de tiempo.

Una primera aproximación a esta problemática es mediante un análisis de la estructura de financiamiento de las firmas en el país y su evolución en el tiempo, así como el acceso a diferentes mercados, entre ellos el mercado de valores. Evidentemente, en el acceso a los recursos así como en las decisiones de los mecanismos de financiamiento (preferencias) influyen las características propias de las empresas, donde se destacan el tamaño, la composición del capital entre nacional y extranjero, la pertenencia a grupos económicos, especialmente aquellos que involucran entidades crediticias, e incluso a un determinado sector. Estas características, sin duda, afectan la estructura de financiamiento de las empresas y con ello sus posibilidades de crecer.

En este orden de ideas, un análisis exhaustivo de la estructura de financiamiento de las empresas constituye el primer objetivo de este estudio, a partir del cual se pretenden validar las hipótesis sobre la alta concentración del crédito bancario tradicional y la baja participación de instrumentos financieros del mercado de valores en la estructura de financiamiento empresarial. El segundo propósito consiste en analizar en detalle los obstáculos que encuentran las firmas para financiarse por medio del mercado de valores. Para esto, se llevó a cabo una encuesta que permite explorar la posición que tienen las empresas hoy en día frente al mercado de valores y comparar la situación actual con los hallazgos de mediados y finales de los años noventa. De los objetivos anteriormente señalados, es importante aclarar que algunos aspectos incluidos en este estudio han sido analizados en trabajos anteriores en el país. En particular, las encuestas realizadas en dos oportunidades (1995 y 2000) por Fedesarrollo indagaron sobre la estructura de financiamiento de las empresas y sobre los obstáculos que éstas encuentran para financiarse a través del mercado de capitales. Sin embargo, este estudio busca profundizar más en los análisis en diferentes áreas: primero, en cuanto a la estructura de financiamiento de las empresas, se utiliza una muestra más amplia que consta de todas las empresas registradas en la Superintendencia de Sociedades en el 2002. Esto permite clasificar las empresas en distintos grupos, con el ánimo de evaluar diferencias en la estructura de financiamiento, a saber grupos económicos, sectores, empresas con inversión extranjera. Segundo, la encuesta realizada para este estudio se diferencia de aquellas efectuadas por Fedesarrollo en años anteriores, en la medida en que profundiza más en el tema del mercado de valores y en los obstáculos que encuentran las firmas para participar en él.

Adicionalmente, con base en los resultados de la encuesta efectuada en 2003 y utilizando otros criterios relacionados con el tamaño de las firmas y su desempeño financiero, se seleccionó un conjunto de empresas con potencial para participar como emisores en el mercado de valores. Con el propósito en primera instancia de trabajar de manera directa con un grupo de empresas a través de una serie de talleres, para validar la información de la encuesta de 2003 y profundizar en los principales obstáculos que impiden el acceso de las empresas al mercado de valores. Los talleres se efectuaron en Bogotá y Medellín, en los cuales participaron la Superintendencia de Valores, la Bolsa de Colombia, Asofondos, Anif y Fedesarrollo que presentaron una visión general de la actual situación del mercado de valores colombiano. Por otro lado, la conformación de este grupo de emisores potenciales es importante para que el gobierno pueda seguir trabajando directamente con estas empresas, a través de nuevos trabajos de campo que sirvan para direccionar las medidas que deben introducirse para fomentar el mercado de valores como alternativa de inversión y financiación. De esta manera se pretende crear un grupo de emisores que posteriormente induzcan a otras empresas a participar en el mercado de valores, lo que puede considerarse como un efecto “demostración”.

Como complemento de los problemas que surgen del lado de la oferta, se realizaron entrevistas con los fondos de pensiones para identificar los principales obstáculos que impiden una participación más activa de estos inversionistas institucionales en la adquisición de instrumentos financieros emitidos por el sector real. Finalmente, teniendo la visión tanto de la oferta como de la demanda de títulos del sector real, es posible formular algunas recomendaciones sobre las alternativas que pueden ser adoptadas por el gobierno con el fin de reactivar la inversión y la financiación de las empresas en Colombia, a través del mercado de capitales.

El presente documento consta de seis capítulos. El primero incluye un resumen de la literatura sobre el impacto del mercado de valores en el crecimiento, destacando los resultados de estudios empíricos sobre la influencia de la estructura de financiamiento en el desempeño de las empresas. Con este marco de referencia, se analiza la estructura de financiamiento de empresas en Colombia, dividiendo la muestra según el tamaño de las firmas, su pertenencia a grupos económicos, la presencia de inversión extranjera, el sector de actividad y si están registradas en la bolsa. El segundo capítulo analiza los resultados de las encuestas que exploran la participación de las empresas en el mercado de valores, en particular identificando los obstáculos percibidos por los encuestados. Adicionalmente se incluyen los resultados de las entrevistas hechas a los fondos de pensiones, con el mismo propósito de identificar los factores que limitan una participación más activa de dichos actores en el mercado de valores. En el tercer capítulo se presentan los criterios utilizados para la selección de las empresas consideradas como emisores potenciales. El cuarto capítulo se dedica al trabajo de campo con empresas; se reseñan los resultados de los talleres efectuados con las empresas que se consideraron en el capítulo anterior como emisores potenciales. En el quinto capítulo se destacan los principales hallazgos del estudio. Finalmente, en el último capítulo se plantean las recomendaciones.

## I. MERCADO DE VALORES Y CRECIMIENTO

### A. Aspectos teóricos y empíricos

Existe amplia evidencia empírica del rol positivo que juega el desarrollo de los mercados financieros en el crecimiento. Levine y Zervos (1998) y Beck et.al (2000) encuentran que el desarrollo financiero tiene un impacto positivo y significativo sobre el crecimiento del producto en el largo plazo, el cual se deriva principalmente de su efecto sobre la productividad de los factores, más que sobre el aumento del capital físico y del ahorro privado. Un mejor funcionamiento del sector financiero mejora la asignación de los recursos y acelera la productividad, con resultados positivos sobre el crecimiento de largo plazo. Incluso, los sistemas financieros desarrollados juegan un papel importante en reducir la volatilidad en el crecimiento: neutralizan parcialmente el efecto de shocks del sector real (Beck, et.al, 2001)<sup>6</sup> y los países experimentan menos fluctuaciones en el crecimiento del producto, del consumo y de la inversión (Denizer, et al., 2002)<sup>7</sup>.

Por otra parte, Demirguç-Kunt y Levine (1999) también muestran que, a medida que los países se hacen más ricos, los sistemas financieros en su totalidad (incluyendo bancos, intermediarios financieros y el mercado de valores) se tornan más grandes, activos y eficientes. En este sentido, el desarrollo del sector financiero tiende a ser mayor en países de ingresos altos.

Otra corriente de análisis se ha concentrado en probar que las restricciones financieras que enfrentan las firmas afectan su desempeño. La idea básica sugiere que en la medida en que las empresas enfrentan limitaciones para acceder a recursos externos, se ven en la necesidad de acudir a recursos propios (con mayores costos) para llevar a cabo sus inversiones<sup>8</sup>.

Algunos autores se han concentrado en la relevancia que tiene para el crecimiento económico la orientación del mercado financiero – entendido éste como mercado bancario y no bancario-. Una estructura financiera orientada hacia el sector bancario y de intermediarios financieros, o bien hacia el mercado de valores, puede afectar el crecimiento

---

<sup>6</sup> Sin embargo los autores encuentran que los intermediarios financieros magnifican el impacto de los shocks monetarios, y por lo tanto el efecto global sobre la volatilidad del crecimiento es ambiguo.

<sup>7</sup> El rol de reducir las fluctuaciones lo juegan en especial los créditos bancarios al sector privado más que el crédito en general, dado su papel positivo en cuanto al manejo de riesgo, al monitoreo de las empresas y a la información que suministran.

<sup>8</sup> La relación entre restricciones financieras, inversión y crecimiento de la firma fue originalmente analizada por Fazzari, *et al.* (1988) y ha recibido atención reciente por Gallego & Loayza (2000) para Chile, por Harris, *et al.* (1994) para Indonesia, por Jaramillo, *et al.* (1996) para Ecuador, por Gelos & Werner (1999) para México y por Laeven (2001) para un grupo de 13 países en desarrollo; por Love (2001) para 40 países desarrollados y en desarrollo, y por Demirguç-Kunt & Levine (1999) & Demirguç-Kunt & Levine (1996) para una muestra grande de países más y menos desarrollados. Un análisis para Colombia se encuentra en Arbeláez y Echavarría (2002).

económico de diferentes maneras favoreciendo en mayor o menor grado el desarrollo de la economía.

En torno a este debate se han desarrollado diferentes corrientes en cuanto al papel que juega la estructura financiera en el crecimiento: la visión basada en bancos (*bank-based*) que, entre otras razones, argumenta el papel positivo de los bancos en movilizar recursos, identificar buenos proyectos, monitorear al sector real y manejar el riesgo (Levine 1997, 2000b)<sup>9</sup>; la visión basada en el mercado de capitales (*market-based*) que resalta el papel de los mercados en promover el éxito del sector real, entre otras razones en la medida en que facilita la diversificación y los instrumentos para el manejo de riesgo (Beck y Levine, 2000a); la visión de ley y finanzas, la cual rechaza la hipótesis de que la relación entre la estructura financiera y el crecimiento y más bien insiste en la relevancia de la eficiencia del sistema legal y su vínculo positivo con la innovación y el crecimiento (La Porta et al. 2000); y finalmente la visión de servicios financieros que argumenta que el sistema financiero provee servicios cruciales para el crecimiento, independientemente del mercado de origen.

A este respecto, Levine y Zervos (1996) encuentran que, además de que el desarrollo del sistema financiero como un todo es importante, el dinamismo y la eficiencia de los mercados de capitales impulsan el crecimiento de largo plazo. Sin embargo, los mismos autores en un trabajo posterior Levine y Zervos (1998) insisten en que es el buen funcionamiento simultáneo de los mercados bancarios y de capitales el que promueve el crecimiento de largo plazo, en especial la liquidez del mercado de valores<sup>10</sup> y el desarrollo del sector bancario. En la misma línea, Beck et al. (2000) muestran, para un conjunto amplio de países, que el nivel de desarrollo del sistema financiero como un todo afecta positivamente el crecimiento pero no la estructura per se. Más bien, los resultados sugieren que lo relevante para el crecimiento son los servicios financieros en general y la eficiencia en el sistema legal que proteja los derechos de los inversionistas y que mejore la eficiencia del cumplimiento de los contratos.

En resumen, existe evidencia fuerte de que, además de características propias de las empresas, el desarrollo de los mercados financieros y de valores conjuntamente, y las instituciones y sistemas legales de los países determinan la estructura de financiamiento de las firmas y por ende afectan su crecimiento. Estos aspectos determinan los niveles de

---

<sup>9</sup> Incluso en países con sistemas contables e instituciones débiles, el poder de los bancos puede lograr que las empresas revelen su información y paguen sus deudas y por lo tanto facilitan la expansión industrial (Rajan y Zingales, 1999).

<sup>10</sup> La liquidez del mercado de valores, entendida como menores costos de transacción, es un componente fundamental del crecimiento en la medida en que facilita la inversión de largo plazo y en proyectos de alta rentabilidad que impulsan el crecimiento de la productividad. Los mercados líquidos reducen los desincentivos a invertir en proyectos de largo plazo ya que los inversionistas pueden fácilmente vender sus acciones en el proyecto antes de que se cumpla la maduración del mismo. También encuentra un efecto positivo sobre el crecimiento del nivel de integración del mercado de valores debido a la posibilidad de compartir riesgo, y no encuentra relación entre el crecimiento y el tamaño del mercado y la volatilidad del mismo.



restricción financiera que enfrentan las firmas e intervienen en aspectos como la madurez de la financiación y el acceso a recursos externos (a la firma) versus el uso de recursos propios (reinversión de utilidades), todo ello alterando las posibilidades de hacer inversiones de corto plazo y de largo.

Con base en análisis de fuentes y usos del financiamiento a nivel de firma, Demirguç-Kunt y Maksimovic (1996) encuentran que los mercados financieros y los intermediarios tienen ventajas comparativas en financiar inversión de corto plazo: los autores hallan que las utilidades retenidas tienen una relación positiva con la inversión en planta y equipo, pero negativa con la inversión en activos de corto plazo y, por su parte, el financiamiento externo afecta negativamente la inversión en planta y equipo pero positivamente la inversión en activos de corto plazo. Sin embargo, también se sugiere y que un mercado de capitales activo con altos índices de respeto a las normas (capacidad de deudores e inversionistas de entrar en contratos de largo plazo) e instituciones eficientes están asociados con un crecimiento más acelerado de las firmas. Adicionalmente, un mercado de capitales activo aumenta las posibilidades de obtener crédito general de largo plazo, dado que tiene un efecto muy positivo sobre la disponibilidad y revelación de información de las firmas, es decir que hay evidencia de que los dos mercados son competitivos. En este efecto, sin embargo, influye el tamaño de la firma: en países con mercados de capitales dinámicos las firmas más grandes tienden a tener deuda de más largo plazo frente a las pequeñas (Demirguç-Kunt y Maksimovic, 1999).

En general, el tamaño de la firma también es importante en cuanto al uso de recursos externos (a la firma) y en relación con las restricciones crediticias que enfrenta: las firmas más grandes usan más financiamiento externo (deuda y acciones) para la inversión, lo que ocurre más en países con sistemas financieros y legales más desarrollados, mientras las pequeñas usan otras fuentes de recursos. De acuerdo con Beck, *et al.* (2002), el financiamiento externo no es función de las instituciones pero sí lo es la forma o el tipo de financiamiento externo. Las firmas más grandes financian su inversión más con crédito y acciones (y bonos) mientras las pequeñas se concentran en créditos comerciales, fuentes de recursos del gobierno, bancos de desarrollo y fuentes informales, usualmente más costosas.

Este marco conceptual será analizado en más detalle en el informe final, identificando los canales específicos a través de los cuales los diferentes servicios financieros y las características de los mismos influyen en el crecimiento de las firmas. Este servirá como parámetro para evaluar la estructura de financiamiento de las firmas en Colombia y su efecto sobre el desarrollo.

Un primer análisis de la estructura de financiamiento de las firmas en Colombia, que se presenta a continuación, muestra tendencias muy similares a las halladas en la literatura internacional para otros países. Se encuentra que la estructura de financiamiento de las firmas en Colombia es diferente según el tamaño, con un uso de recursos externos más común en el caso de las firmas grandes (crédito, acciones y bonos) y con una maduración más larga de los recursos. En contraste, en las firmas de menor tamaño el crédito de proveedores y otras fuentes de recursos tienen mayor participación (se destaca la ausencia

de la financiación a través del mercado de valores) con un plazo más corto de la financiación en su conjunto.

Estas características generales, que evidentemente tienen implicaciones sobre el crecimiento del sector real, están además ligadas a los factores expuestos anteriormente, en particular al desarrollo del mercado financiero en general, a las características del mercado de valores y bancario, y al entorno institucional y legal. En este orden de ideas, se tratará de probar en qué medida el débil desarrollo del mercado financiero colombiano en general y del mercado de capitales en particular pueden estar detrás de una estructura de financiamiento de las firmas en el país poco diversificada y más orientada hacia el corto plazo, afectando su inversión y desempeño de largo plazo.

## B. Estructura de financiamiento de las empresas en Colombia

### 1. Descripción y clasificación de la información

Para el análisis se utilizó como fuente de información los balances de las firmas registradas en la Superintendencia de Sociedades para el periodo 1995–2002.<sup>11</sup> La información fue clasificada en grupos según el tamaño de las firmas, con el objetivo final de seleccionar un conjunto de empresas de tamaño mediano y grande que pueden ser potenciales usuarias del mercado de valores. Paralelamente se dividió la muestra en diferentes sectores, en aquellas empresas que pertenecen a grupos económicos, en las que poseen inversión extranjera y en las inscritas en bolsa, con el propósito de evaluar la existencia de diferencias en la estructura de financiamiento.

Inicialmente se llevó a cabo una agrupación con base en los parámetros establecidos en la Ley 590 (2000)<sup>12</sup>, lo que permitió observar algunas diferencias generales entre los grupos de grandes, medianas y pequeñas empresas (ver Anexo I para la distribución de las empresas en cada grupo). Posteriormente se definió un nuevo filtro de la información para las empresas de mayor tamaño, dado que éste es el conjunto de firmas objetivo para efectos del estudio. Los pasos para clasificar las firmas fueron los siguientes:

*Firmas grandes:* se seleccionaron las firmas cuyos activos totales superan los 15.001 Salarios Mínimos Legales (SML) siguiendo lo estipulado por la Ley 590, y dentro de este grupo se escogieron como grandes las empresas con activos por encima de la mediana, un valor de \$12.151.660.000 en 2002.

---

<sup>11</sup> Se trabajó con base en 9027 firmas que reportaron en 2002. Al tomar sólo las firmas que reportan a la Superintendencia de Sociedades, se están excluyendo posibles firmas emisoras que pertenecen al sector de servicios públicos, salud y puertos. No obstante, la muestra de la Supersociedades provee información precisa y actualizada sobre un universo representativo de firmas.

<sup>12</sup> Ley 590 de 2000, por la cual se dictan disposiciones para promover el desarrollo de las Micro, Medianas y Pequeñas empresas.

*Firmas medianas:* dentro del conjunto de mediana empresa según la Ley 590<sup>13</sup>, se escogieron las empresas con activos superiores a la mediana, y a este grupo se sumaron las firmas que no fueron consideradas como grandes dentro de la clasificación anterior (es decir con activos por debajo de la mediana de las firmas Grandes<sup>14</sup>). Con esto, las firmas medianas son aquellas cuyo valor de activos en 2002 va entre \$2.777.663.000 y \$12.151.660.000.

*Firmas pequeñas:* las firmas que no clasificaron como medianas o grandes, según los criterios establecidos anteriormente, se consideraron pequeñas, y tienen activos en 2002 inferiores a \$2.777.663.000.

Los años anteriores a 2002 se basaron en los resultados de la clasificación de 2002. El número de empresas se presenta en la tabla adjunta.

	Número de firmas			Activo Total promedio*		
	Pequeñas	Medianas	Grandes	Pequeñas	Medianas	Grandes
2002	3.591	3.388	2.048	1.262	6.009	118.255
*promedio en millones por firma						

Los tres grupos de firmas descritos fueron divididos nuevamente con el fin de analizar más detalladamente diferencias en el desempeño y en la estructura de financiamiento de las firmas que se consideran el objetivo de este estudio, esto es empresas de gran tamaño. Las firmas pequeñas fueron eliminadas del análisis; las medianas se mantuvieron y el grupo de las grandes fue reagrupado en medianas-grandes (MG) (con activos por debajo de la mediana, \$28,6 mil millones en 2002) y grandes-grandes (GG) con activos superiores a la mediana del mismo grupo.<sup>15</sup>

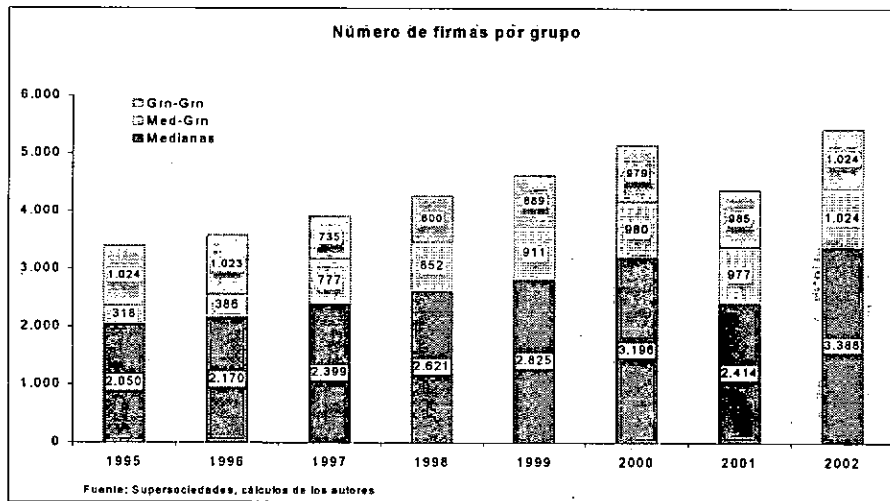
El (Gráfico I-1). muestra el número de firmas por grupo para el período 1995-2002. La muestra cuenta en 2002 con 3,388 firmas Medianas, 1,024 Medianas Grandes y 1,024 Grandes. Se observa un crecimiento sostenido en las dos primeras (las Medianas Grandes pasaron de 318 en 1995 a 1024 en 2002), mientras que las de mayor tamaño (GG) mantuvieron un número relativamente estable que osciló entre 735 y 1024.

<sup>13</sup> Activos entre 5.001 SML y 15.000 SML.

<sup>14</sup> Grandes = activos mayores a 15.001 SML.

<sup>15</sup> De aquí en adelante el criterio utilizado fue el siguiente, a no ser que se especifique lo contrario. Firmas grandes (GG): Activo total > \$28.638.376.000. Firmas medianas-grandes (MG): \$5.458.343.000 < Activo Total < \$28.638.376.000. Firmas medianas (M): \$2.777.663.000 < Activo Total < \$5.458.343.000. Firmas pequeñas (P): Activo Total < \$2.777.663.000.

Gráfico I-1



## 2. Descripción de la estructura de financiamiento

### a) Estructura de financiamiento por instrumentos

La estructura de financiamiento se construyó con base en variables del Plan Único de Cuentas (PUC) reportado por las firmas a la Superintendencia de Sociedades. Se seleccionaron los rubros que representen recursos originados en diferentes fuentes: fondos propios de la firma, recursos provenientes de su inmersión en el mercado de valores y crédito de entidades financieras y de proveedores, diferenciando estos dos últimos según si son de origen interno o externo. De esta manera, se utilizaron *Bonos y Papeles Comerciales* (incluye Boceas), *Obligaciones Financieras* (construida a partir de la suma de obligaciones financieras con entidades nacionales y con entidades externas), *Proveedores* (compuesta por la suma de proveedores nacionales, extranjeros y otros), *Capital para invertir* (calculado como la suma del capital pagado y suscrito y las reservas patrimoniales excedentes, es decir aquellas diferentes a las exigidas por la Ley), *Reinversión de utilidades* (que corresponde a los resultados de ejercicios anteriores) y *Emisión de acciones* (que corresponde al cambio anual en el capital suscrito)<sup>16</sup>.

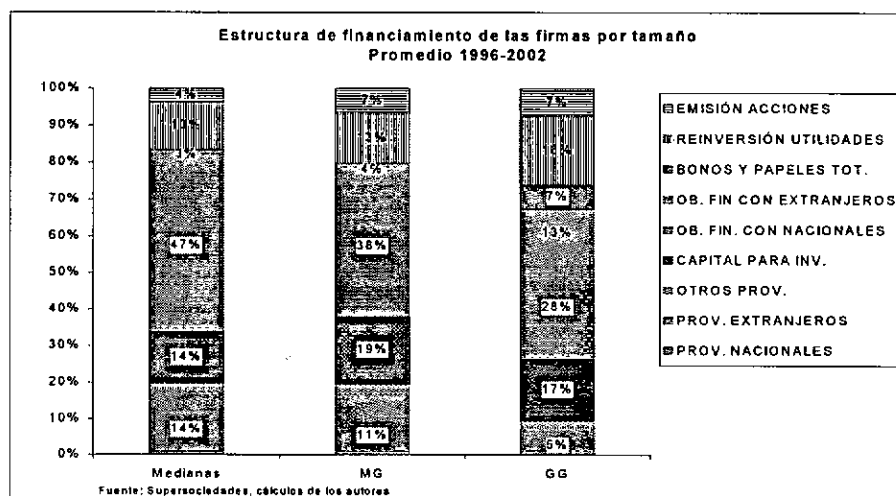
Los datos reportados por las firmas a la Supersociedades, analizados según los tamaños definidos en la sección anterior, revelan que hay ciertos patrones generales de la estructura de financiamiento que son comunes entre los diferentes grupos. No obstante, también se aprecian diferencias considerables en algunas fuentes de financiación según el tamaño, en especial entre fuentes externas e internas y en el uso del mercado de valores. En términos

<sup>16</sup> Capital para invertir = Reservas Totales - (Capital suscrito y pagado \* 0,5). Las reservas legales llegan a un máximo de 50% del capital suscrito y pagado, cualquier excedente es una proxy de reservas voluntarias que se pueden utilizar para financiar inversión. Cuando las utilidades de ejercicios anteriores que no han sido distribuidas entre los accionistas son positivas, éstos se acumulan en la cuenta del patrimonio para efectos de efectuar inversiones posteriores. Si la cuenta es negativa (indicando una pérdida en el período anterior), se asume que no hay recursos disponibles a través de este cuenta por lo que toma el valor de cero.

generales, se observa una mayor similitud en la estructura de las empresas medianas y medianas-grandes, y algunas características particulares en el caso de las firmas más grandes.

Como característica general se observa que la principal fuente de financiación de las firmas en Colombia es el crédito con entidades financieras nacionales, aunque su importancia decrece a medida que las firmas se hacen más grandes. En las firmas Medianas (M) esta participación, en promedio entre 1996 y 2002, superó el 45% del total de recursos de financiamiento, en las Medianas-Grandes (MG) el peso fue de 38% y en las firmas Grandes (GG) solo contribuyó con 28% de los recursos, aunque en promedio fue el rubro de mayor participación en todos los años. La segunda fuente en importancia para las firmas Medianas fue el capital para invertir y los proveedores nacionales, ambos con una participación promedio de 14%, en las Medianas-Grandes el capital para invertir (19%) seguido por la reinversión de utilidades (13%), y finalmente en las firmas Grandes el segundo y tercer rubro en importancia tuvieron una participación muy similar, de 18%, para la reinversión de utilidades y el capital para invertir (17%). Sobresale la ausencia de utilización de bonos, boceas y papeles comerciales por parte de las firmas Medianas y Medianas Grandes, mientras que este rubro participa con 7% en el caso de las firmas Grandes. La emisión de acciones tuvo una participación relativamente pequeñas en las firmas Medianas (4%), en tanto que en las Medianas Grandes y Grandes esta fuente contribuyó con el 7% de los recursos. También se evidencia la diferencia entre la utilización de bonos, boceas y papeles comerciales por parte de las firmas GG (7% promedio), frente a una participación casi inexistente en las Medianas y las MG. Por su parte, la reinversión de utilidades juega un papel levemente mayor en las firmas de menor tamaño frente a las más grandes (Gráfico I-2).

Gráfico I-2



La estructura de financiamiento de las firmas, según el grupo de tamaño, no ha cambiado significativamente a lo largo del período de estudio. Sin embargo, un rasgo importante de la evolución de esta estructura, común a todas las firmas, es la tendencia desde mediados de la

década pasada a sustituir el crédito (en particular el contratado localmente, aunque también el crédito externo) por otras fuentes de financiamiento.

Esta tendencia tiene sus orígenes en la crisis del mercado internacional de capitales y del sector financiero doméstico de finales de los noventa, la cual se caracterizó por una fuerte restricción crediticia (*credit crunch*) en los años 1998 a 2000, y que apenas en 2001 empezó a superarse en forma muy gradual. Esta situación, junto con el deseo de las firmas de reducir sus niveles de endeudamiento bancario<sup>17</sup>, implicó que éstas, en los últimos años, acudieran a otras fuentes de recursos para financiar su actividad, en particular crédito de proveedores y recursos propios (re inversión de utilidades y capital), fondos que pueden caracterizarse por ser más costosos y de plazos inferiores.

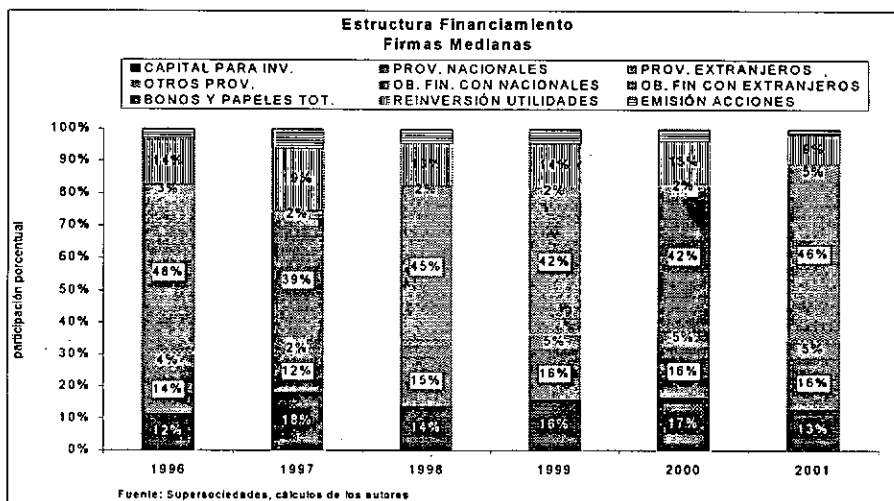
En un trabajo reciente, Arbeláez y Echavarría (2002) muestran que, efectivamente, las firmas en Colombia están financieramente restringidas (por recursos externos a la firma) y en consecuencia enfrentan la necesidad de acudir a fondos internos a la firma (liquidez) para llevar a cabo sus inversiones. Se concluye, adicionalmente, que esta situación se alivió parcialmente desde principios de la década con la liberalización del sistema financiero, y de nuevo las restricciones fueron notorias después de 1999 cuando sobrevino la crisis financiera.

De acuerdo con los balances de la Supersociedades, se observa que hubo una tendencia hacia la recomposición de las fuentes de financiamiento entre 1996 y 2000. Sin embargo, en 2001 se volvió a observar una estructura similar a la que se había presentado en años previos. Las firmas Medianas redujeron la participación del crédito interno de 48% del total de recursos de financiamiento en 1996 a 42% en 2000, aunque en 2001 su participación aumentó a 46%. A lo largo de este período también se observa una tendencia hacia una mayor contribución de financiación mediante capital para invertir y de proveedores nacionales. La emisión de acciones mostró una clara caída en su participación dentro de las fuentes de financiación desde 1997, pasando de ser 6% en dicho año a menos de 2% en 2001. Tal como se había mencionado anteriormente, las firmas Medianas prácticamente no han recurrido a la emisión de bonos como mecanismo de financiación, ya que la contribución de este rubro a las fuentes totales se ha mantenido cercana a 0,1% a lo largo del período de análisis (Gráfico I-3).

---

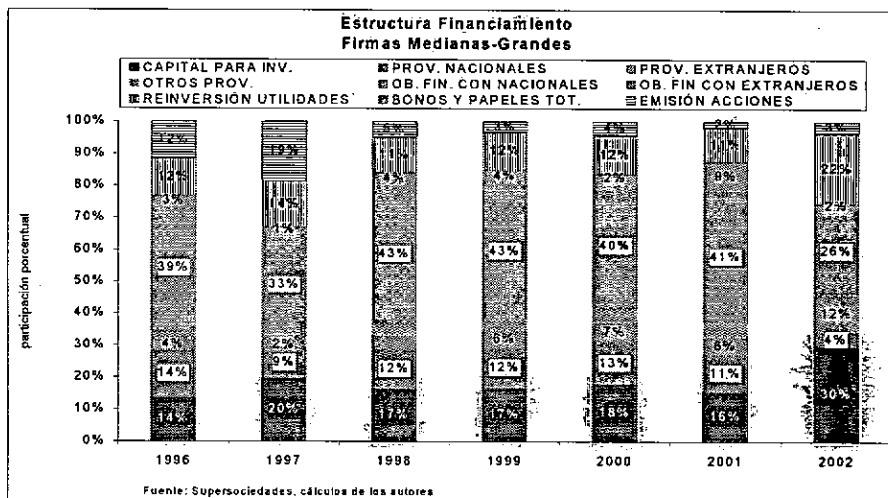
<sup>17</sup> Las encuestas sobre demanda y oferta de crédito realizadas por Fedesarrollo en 1999, 2000, 2001 y 2002 revelan que una razón importante del estancamiento del crédito de la época se originó en restricciones de demanda y en el deseo de las empresas de reducir su nivel de endeudamiento, estrategia que pensaban aplicar por al menos dos años después de realizada la encuesta, según buena parte de los encuestados.

Gráfico I-3



Por su parte, la estructura de financiamiento de las firmas Medianas-grandes ha mostrado cambios más marcados. Al inicio del período, el crédito interno pesaba 39% dentro del total de fuentes de financiamiento, y en 2002 su participación se redujo a 26%. También sobresale el importante papel jugado por el capital para invertir, con una participación que se duplicó entre 1996 y 2002 al alcanzar un valor de 30%. Por su parte, la contribución de los proveedores nacionales ha mostrado una leve tendencia descendente que se agudizó al final del período. La menor financiación mediante estos rubros del mercado interno ha abierto espacio a fuentes de origen externo como crédito de proveedores: mientras que en años como 1997 su participación no sobrepasó 2%, en 2002 la contribución de los proveedores externos había crecido a 12%. La reinversión de utilidades también ha cobrado importancia significativa recientemente, pasando de representar el 12% de los recursos al inicio del período a 22% en 2002. Nuevamente, se destaca la fuerte reducción en la participación de emisión de acciones registrada entre 1997 y 2002, y la ausencia de financiación mediante bonos y papeles comerciales, cuya participación alcanzó un máximo de 0,5% en 2002 (Gráfico I-4)

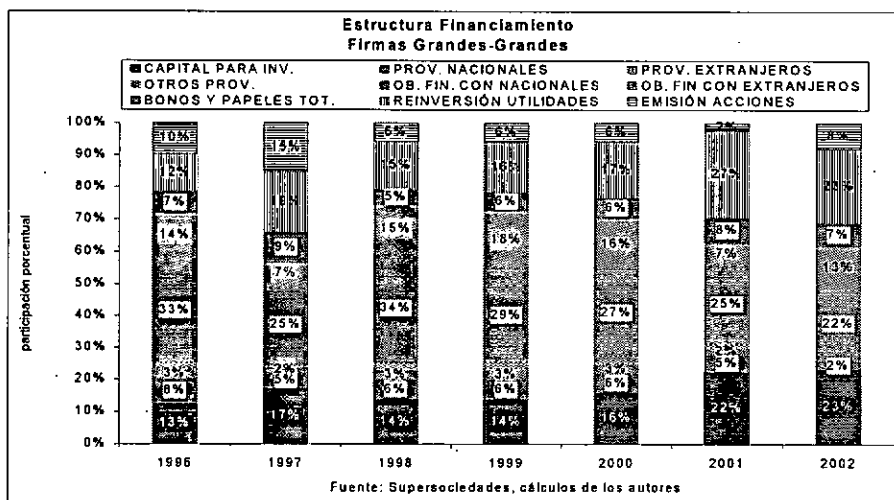
Gráfico I -4



Finalmente, las firmas GG muestran una mayor diversificación de las fuentes de financiamiento a lo largo del período de análisis. Las obligaciones financieras permanecieron como la principal fuente de recursos hasta 2001, aunque su contribución fue inferior frente al grupo de firmas más pequeñas (las obligaciones totales representan en promedio 55% frente a 59% en las demás) debido al uso de otras fuentes de fondos. La mayor diferencia en las firmas Grandes radica en que éstas acceden en mucho mayor grado al crédito externo, el cual participa en promedio con 14% en el período de análisis, con una marcada tendencia creciente hasta 1999 y una reducción en 2001. Por su parte, las obligaciones financieras internas han perdido importancia, pasando de representar 37% del total de recursos en 1995 a 25% en 2001. Como en las empresas de tamaño mediano, se observa que la reducción de las obligaciones financieras externas ha sido sustituida, pero no por crédito de proveedores como en las medianas sino con recursos propios, tales como reinversión de utilidades (en 2001 representaron 8% del total de recursos) y fondos del capital de las empresas (43% en 2001). Los bonos y papeles comerciales, después de reducirse su peso relativo en 1998 y 1999, en los años recientes ha repuntado nuevamente como mecanismo de financiación alcanzando una participación de 8% (Gráfico I-5).



Gráfico I-5



*b) Estructura de financiamiento por plazos*

Como característica general, se observa que las firmas en Colombia se financian hoy en su mayoría con recursos de corto plazo<sup>18</sup>, orientados hacia capital de trabajo. La menor participación de recursos de largo plazo es consistente con el pobre desempeño de la inversión tras la crisis de finales de los noventa, frente a una inversión dinámica a mediados de la década. Por ello, las diferencias en los plazos de los fondos son marcadas entre 1995 y 2001. También sobresalen divergencias según los tamaños, con una mayor concentración de recursos a plazos cortos en las firmas de menor tamaño frente a las empresas más grandes, una situación previsible dada la mayor facilidad de acceso a los recursos por parte de estas últimas.

En efecto, en el caso de las firmas medianas sobresale la utilización cada vez más marcada de fuentes de corto plazo. En cuanto a la deuda financiera, se observa que mientras en 1995 las obligaciones financieras de corto plazo representaban el 39% del total, en 2001 este porcentaje se acercó a 60% (Gráfico I-6). En relación con los mecanismos de financiación a través del mercado de valores, se aprecia igualmente una concentración en el corto plazo, con excepción de los años 1999 y 2001 (Gráfico I-7).

<sup>18</sup> Los plazos de endeudamiento se definen en este estudio de la siguiente manera: deuda de corto plazo (menor a un año), deuda de mediano plazo (entre uno y tres años), deuda de largo plazo (mayor a tres años).

Gráfico I-6

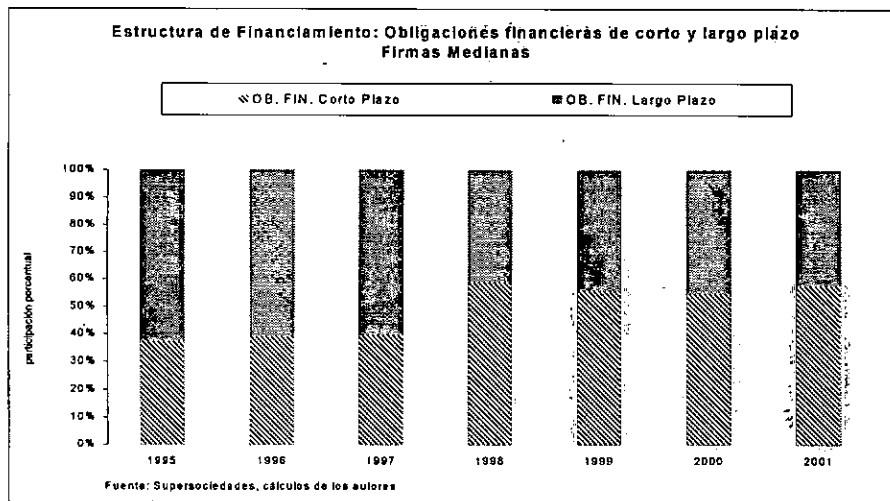
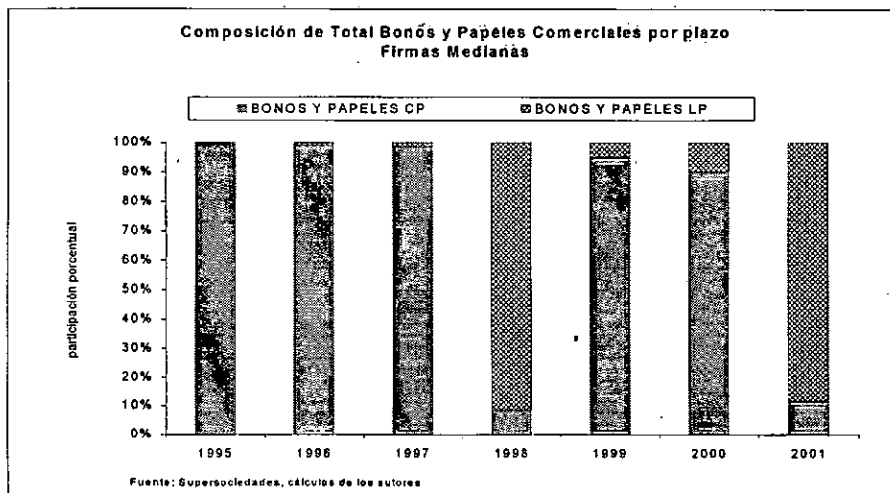


Gráfico I-7



Una tendencia similar hacia el aumento de las obligaciones financieras de corto plazo se observa en el grupo de empresas Medianas-Grandes (MG), con un peso relativo que pasó de 35% en 1995 a 62% en 2001(Gráfico I-8). Con respecto a los bonos y papeles comerciales, vale resaltar que en 1996 y 1997 la totalidad de la financiación mediante este mecanismo fue de corto plazo, mientras que entre 1999 y 2001 los bonos y papeles comerciales emitidos han sido de largo plazo (Gráfico I-9).

Gráfico I-8

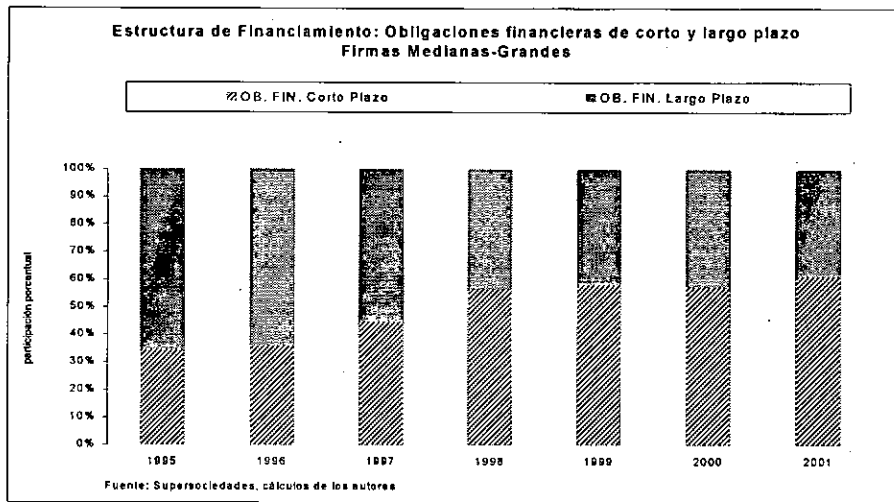
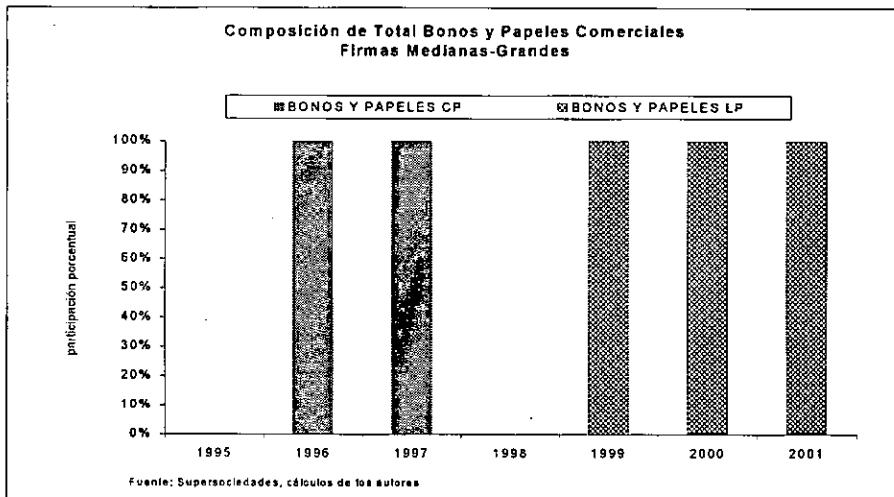


Gráfico I-9



La estructura de financiamiento por plazos de las firmas más grandes (GG) revela una tendencia contraria frente a las de tamaño inferior. En este caso, tanto en las obligaciones financieras como en la emisión de bonos y papeles se ha presentado una clara utilización de fuentes de largo plazo. Adicionalmente, esta tendencia se ha acentuado en los últimos años, de tal manera que las obligaciones financieras de largo plazo representaron más del 60% del total de obligaciones financieras en 2001 (Gráfico I-10). Por su parte, los bonos y papeles de largo plazo mantuvieron una participación superior a 93% del total de este rubro entre 1999 y 2001 (Gráfico I-11).

Gráfico I -10

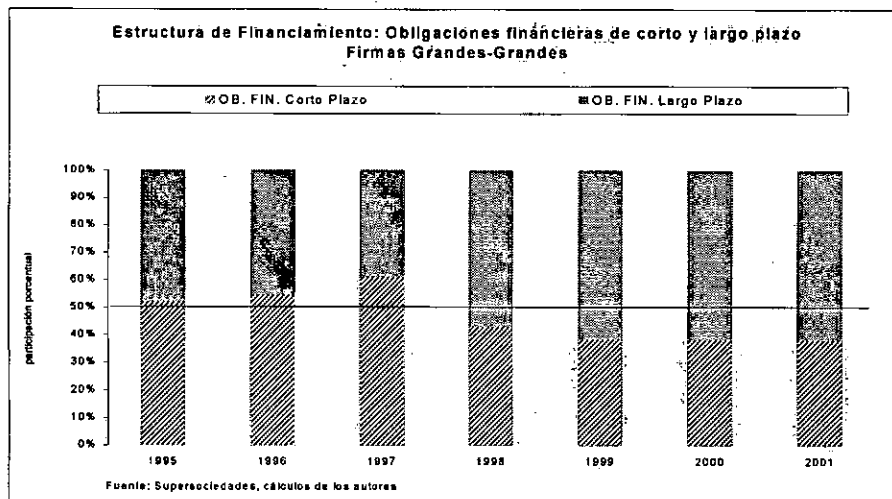
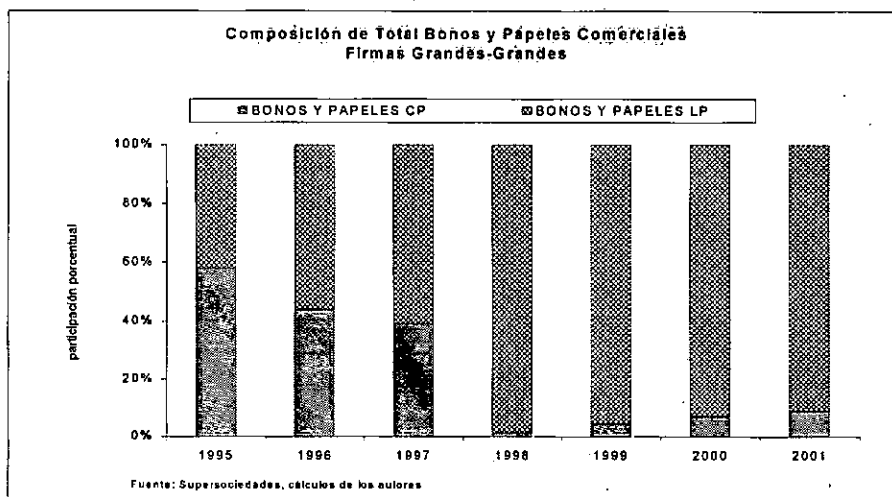


Gráfico I -11



*c) Estructura de financiamiento sectorial*

La estructura de financiamiento de las firmas también se analizó según el sector de producción al cual pertenecen, con el fin de identificar las diferencias en la estructura de financiamiento entre diferentes actividades productivas. Las firmas se clasificaron en seis diferentes sectores: *Industria Manufacturera, Agricultura, Ganadería y Pesca, Minas y Canteras, Construcción, Comercio, y Servicios.*<sup>19</sup>

En términos generales se encuentra que los sectores más diversificados en cuanto a los instrumentos de financiamiento a lo largo del período 1996-2002 han sido la Industria manufacturera, el sector de Minas y Canteras y el de Servicios (incluyendo las firmas del

<sup>19</sup> Según clasificación CIU a 4 dígitos.

sector financiero). En estos sectores no hay una clara preponderancia de ninguno de los instrumentos de financiamiento, con excepción de las obligaciones financieras nacionales en el caso de la Industria Manufacturera que participó con el 36% del total de fuentes. Sin embargo, cabe anotar que las obligaciones financieras con nacionales ha sido la fuente de financiación más importante a lo largo del período para los diferentes tamaños de firmas. También vale señalar que la importante participación de este rubro en el sector de Industria Manufacturera entre 1996 y 2002 responde a una significativa contribución de las obligaciones financieras con nacionales al inicio del período con un aumento abrupto en 2002, ya que a lo largo del período el crédito interno había registrado una tendencia decreciente, reduciendo su participación a 28% en 2001 (Gráfico I-12).

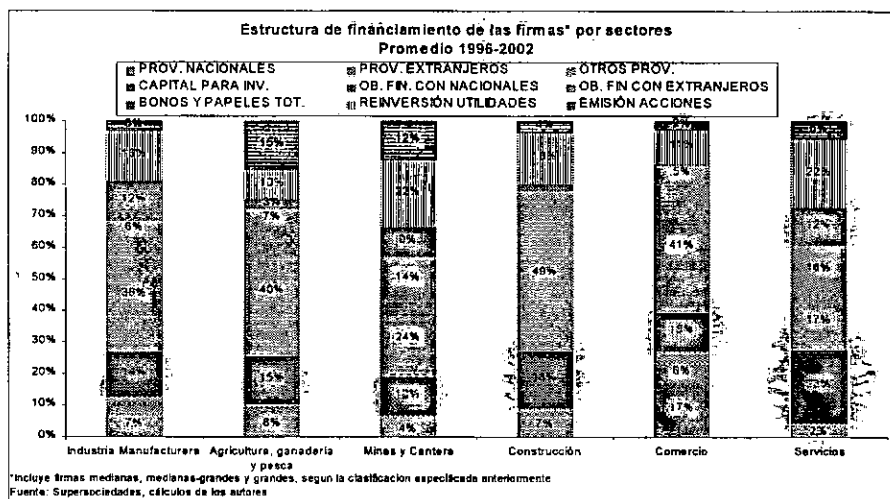
De los tres sectores más diversificados en cuanto a fuentes de financiación se encuentran la Industria Manufacturera y el sector de Minas y Canteras que, en promedio, presentan una estructura de financiamiento muy similar. Existe una preponderancia de las obligaciones financieras nacionales, pero diferencias en cuanto al crédito financiero externo: mientras que en Industria Manufacturera este rubro jugó un papel mínimo (6%), en el sector de Minas y Canteras contribuyó con 14% del total de recursos. La reinversión de utilidades jugó un papel similar en los dos sectores, representando un 16% en el sector Manufacturero y 22% en el de Minas y Canteras. También sobresale el rol del capital para invertir, con 14% y 12% en Manufacturas y Minas y Canteras, respectivamente, así como los bonos (12% y 9%). A pesar de algunas semejanzas, la emisión de acciones jugó un papel considerablemente diferente en los dos sectores: en la manufactura contribuyó en promedio con menos de 3% de los recursos a lo largo del período, mientras que en Minas y Canteras alcanzó una participación de 12%.

Por su parte, el sector de Servicios, que también presenta una alta diversificación de los instrumentos de financiamiento, muestra una estructura muy diferente a la de los sectores mencionados atrás. El crédito con nacionales no es la principal fuente de recursos, ocupando sólo el tercer lugar con una participación de 17% promedio para 1996-2002, seguida muy de cerca por las obligaciones financieras en el exterior con 16%. En el sector de Servicios el capital para invertir y la reinversión de utilidades son los instrumentos más utilizados como fuente de financiamiento, participando en promedio con 23% y 22%, respectivamente. La colocación de bonos también contribuye significativamente, aportando el 12% de los recursos.

Entre los sectores productivos que presentan una estructura de financiamiento menos diversificada, sobresale la amplia participación del crédito con nacionales y en menor grado la importancia del capital para invertir. En el sector de la Construcción el crédito con nacionales aportó 49% de los recursos de financiamiento, el capital para invertir 23% y la reinversión de utilidades 22%. En Agricultura, Ganadería y Pesca, se observa también la preponderancia del crédito con nacionales (40%) y la importancia del capital para invertir (15%). Este sector registró una participación importante de la emisión de acciones, que contribuyó en promedio con 15% del total de recursos de financiamiento a lo largo del período, y cuya contribución se sostuvo a lo largo de cada año. Finalmente, el sector de comercio muestra igualmente una alta contribución del crédito con nacionales (41%), pero

se diferencia de los demás sectores por la notable contribución del crédito con proveedores nacionales y extranjeros, 17% y 6% respectivamente.

Gráfico I -12



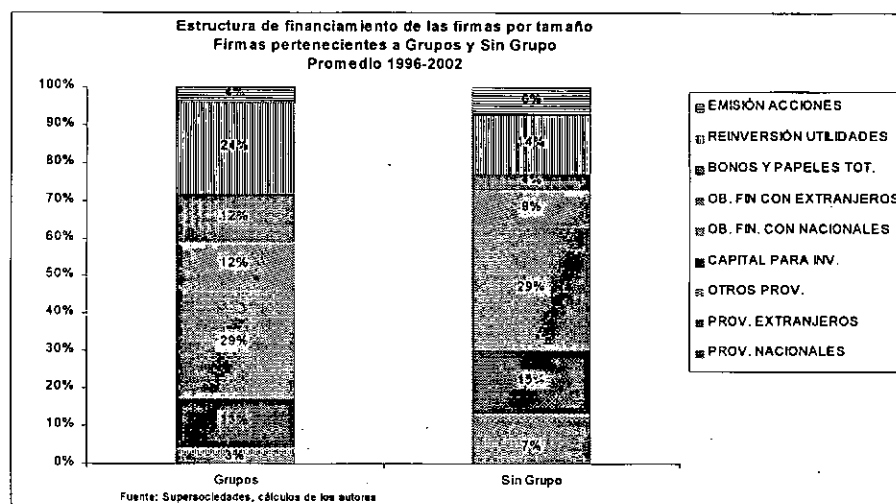
*d) Estructura de financiamiento de las firmas que pertenecen a grupos económicos*

La información de la Superintendencia de Sociedades también permite clasificar las firmas de acuerdo con el criterio de pertenecer o no a un grupo económico. El hecho de pertenecer a un grupo o un conglomerado puede brindarle a las firmas mayor acceso a ciertos tipos de recursos, como aquellos obtenidos mediante la colocación de bonos y papeles comerciales. De manera similar, es posible que las firmas que pertenecen a grupos económicos puedan enfrentar menores restricciones al acceso de otros recursos como el crédito interno, particularmente si el grupo al cual pertenece la firma también posee entidades financieras.

El análisis de los resultados revela que, en efecto, hay diferencias marcadas entre la estructura de financiamiento de las firmas que pertenecen a grupos y las que no. La única constante que se observa es la preponderancia de las obligaciones financieras con nacionales, rubro que participó en promedio durante 1996-2002 con 29% de los recursos de financiamiento en los dos tipos de firmas. Sin embargo, las firmas pertenecientes a grupos recurren en mayor grado a la reinversión de utilidades, rubro alcanzó una participación promedio de 24% a lo largo del período, y al capital para invertir (13%). Adicionalmente, la colocación de bonos y papeles comerciales y las obligaciones financieras en el exterior jugaron un papel importante como mecanismo de financiación, contribuyendo con un 12%. Por su parte, la financiación mediante emisión de acciones y proveedores no tuvo mayor relevancia para las firmas pertenecientes a grupos, ya que tan sólo contribuyeron con 4% y 3% de los recursos de financiamiento, respectivamente.

Por otro lado, se encontró que las firmas que no pertenecen a grupo también se apoyan de manera importante en el capital para invertir y la reinversión de utilidades (15% y 14%, respectivamente), aunque estos dos rubros contribuyen en menor medida en comparación con las firmas que pertenecen a grupo. De la misma manera, la colocación de bonos y papeles comerciales tienen una participación menor, 4% del total de recursos. No obstante, las firmas sin grupo acuden en mayor grado al crédito de proveedores (12% del total de recursos proviene de proveedores nacionales, extranjeros y otros) y a la emisión de acciones (6%), probablemente debido a que encuentran menos facilidades en el acceso a otras fuentes de recursos como crédito bancario (Gráfico I-13).

Gráfico I -13

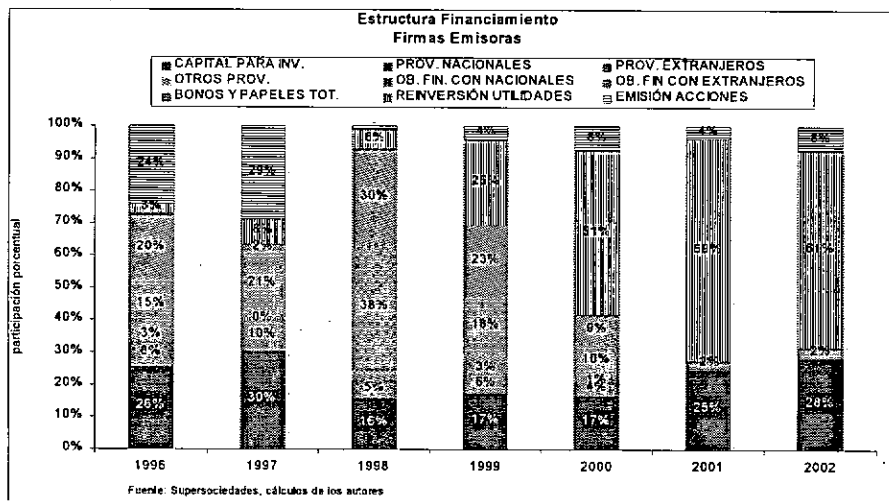


e) Estructura de financiamiento de las firmas emisoras

De la muestra de firmas del sector real que reportan a la Supersociedades se obtuvo la estructura de financiamiento de las firmas que están registradas en la Superintendencia de Valores como emisoras de acciones. Esta información permite observar que las *emisoras* poseen una estructura notablemente diferente a las estructuras observadas previamente, según las diferentes clasificaciones utilizadas.

En primer lugar, el instrumento de financiación de mayor importancia en promedio a lo largo de 1996-2002 para estas firmas fue la reinversión de utilidades, que contribuyó con 32% del total de recursos. Esta fue seguida del capital para invertir (23%) y las obligaciones financieras con nacionales (15%) y extranjeros (12%). La emisión de acciones pesó cerca de 11% de los recursos de financiación, mientras que el total de proveedores no superó el 8%. En general, en estas firmas sobresale la ausencia de los bonos y papeles comerciales como fuente de financiación (Gráfico I-14).

Gráfico I -15



### 3. *Desempeño de las empresas según el tamaño*

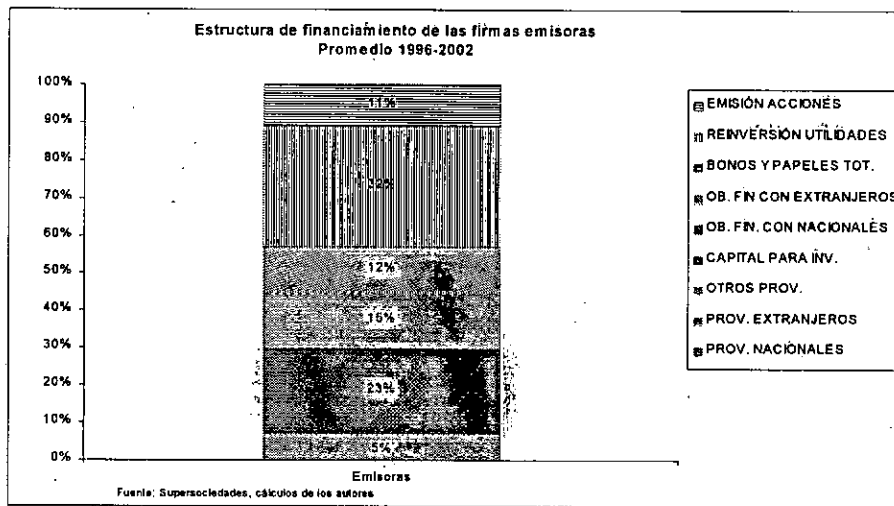
Con el fin de tener una primera aproximación en torno a la relación entre la estructura de financiamiento y el crecimiento, y además analizar algunas características de los grupos de empresas seleccionados, la siguiente sección muestra la evolución de indicadores relativos al nivel de actividad, rentabilidad, capital de trabajo y endeudamiento de cada grupo en el período considerado en el análisis.

#### *f) Ingresos operacionales como proporción de los activos*

Las firmas medianas muestran un mejor desempeño en su actividad frente a las grandes. Como proporción de los activos, los ingresos operacionales de estas firmas han mostrado una tendencia creciente desde mediados de la década, mientras que esta variable ha decrecido en las grandes, en especial debido a las MG que en 2002 registraron un indicador inferior en 38% frente a 1995. Aunque la caída no fue tan marcada en las de mayor tamaño (GG) con un 20%, cabe resaltar que los ingresos operacionales de estas firmas frente a sus activos han sido en promedio 40% menores que los de las MG (Gráfico I-16).



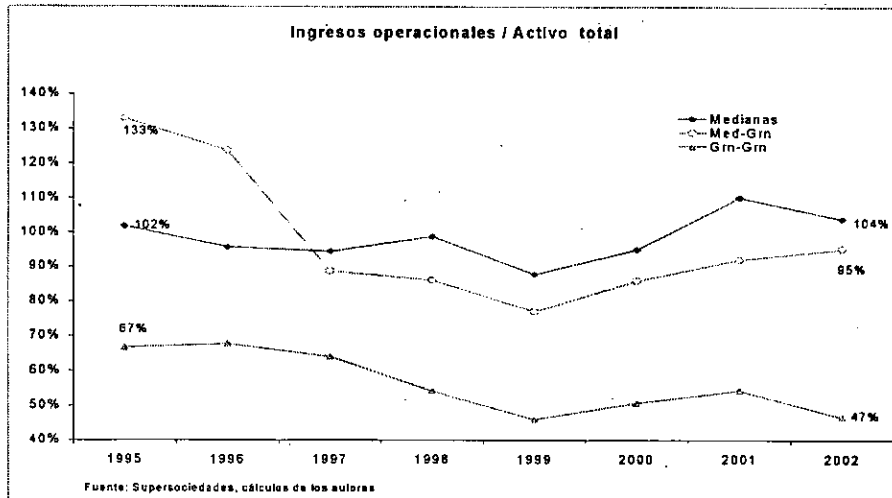
Gráfico I -14



Vale la pena resaltar que esta estructura no ha sido similar a lo largo del período, sino por el contrario ha sufrido una recomposición importante durante los últimos años, implicando que ciertos rubros, como el crédito interno, pierdan importancia paulatinamente.

En 1996 las firmas emisoras contaban con una estructura de financiación más diversificada que la que presentan en la actualidad. Las mayores contribuciones en términos de recursos para la financiación eran el capital para invertir (26%), la emisión de acciones (24%) y las obligaciones financieras con el exterior (20%). Hacia la mitad del período, en 1998, el crédito interno y externo incrementaron notablemente su importancia como fuentes de financiamiento al contribuir con 38% y 30% del total de recursos, respectivamente, reduciendo el espacio para la financiación mediante capital para invertir y reinversión de utilidades. Sin embargo, tras la crisis de 1999-2000 la reinversión de utilidades y el capital para invertir han venido ganando importancia de manera significativa, desplazando casi totalmente al crédito interno. En 2002, la reinversión de utilidades pesó 61% en el total de recursos de financiamiento, mientras que el capital para invertir participó con 28%. La emisión de acciones, aunque redujo su participación frente a lo registrado en los primeros años del período, contribuyó con 8% de los recursos. Finalmente, el crédito interno fue desplazado significativamente, pesando sólo 2% dentro del total de recursos (Gráfico I-15).

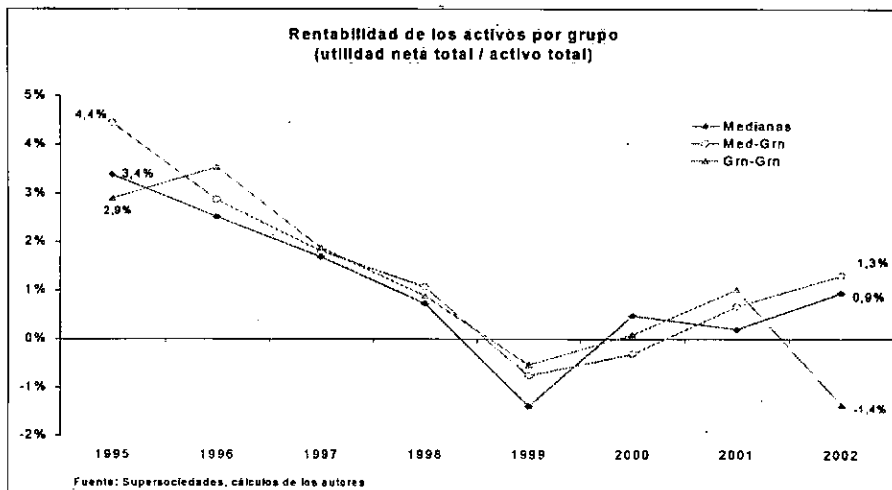
Gráfico I -16



g) Rentabilidad de los activos

En términos generales, la rentabilidad de los activos ha conservado la misma tendencia en las firmas de los tres grupos, con una disminución marcada entre 1995 y 1999, y una recuperación reciente que aún no ha alcanzado los niveles registrados a mediados de la década. Las firmas grandes han sido levemente más rentables que las medianas, con excepción de las más grandes (GG) en 2002. No obstante, la caída de este año obedece al comportamiento de una sola firma que, de excluirse, la rentabilidad de los activos del grupo habría sido 1,2%, levemente inferior a la de las MG (Gráfico I-17).

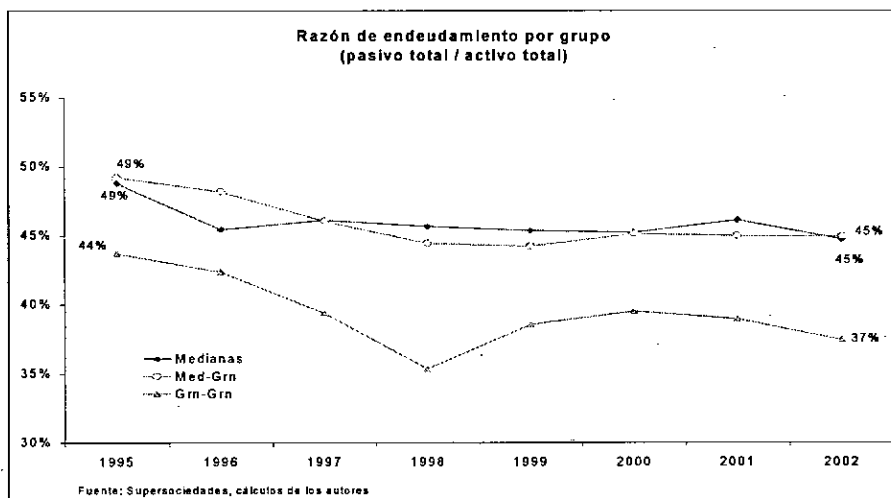
Gráfico I -17



### h) Razón de endeudamiento

Las firmas medianas y medianas-grandes muestran un patrón de endeudamiento similar y relativamente estable, aunque ligeramente decreciente, pasando de 49% en 1995 a 45% en 2002. Las empresas más grandes registran un indicador de endeudamiento inferior, 37% en 2002, que tendió a decrecer en los años de crisis, se recuperó hasta 2000 y ha caído nuevamente a partir de ese año (Gráfico I-18).

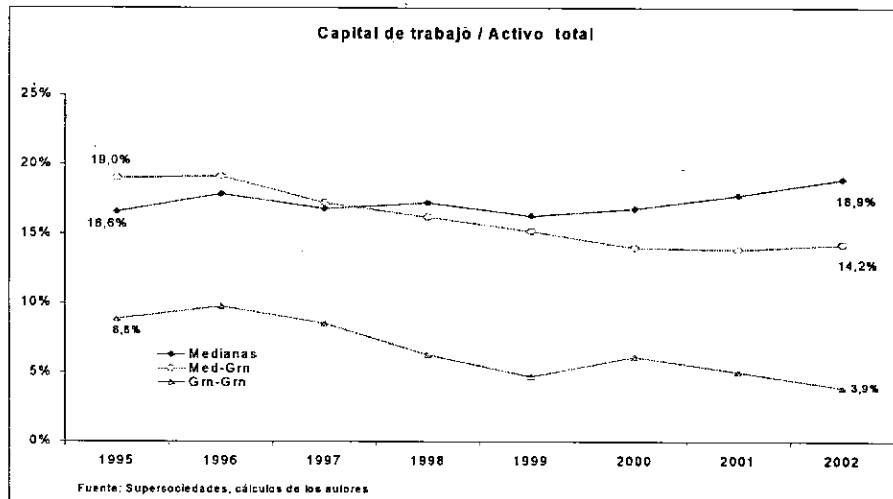
Gráfico I -18



### i) Capital de trabajo

El capital de trabajo, medido como la diferencia entre activos corrientes y pasivos corrientes ponderado por los activos totales, muestra que las firmas medianas y las medianas-grandes (MG) tienen mayor disponibilidad de recursos líquidos que las firmas más grandes (GG), en promedio 10% mayor por año en el período considerado. La tendencia en las medianas ha sido ligeramente creciente en los años recientes, en las MG decreciente con estabilización desde 2000 y en las GG la caída ha sido gradual (Gráfico I-19).

Gráfico I -19



Los resultados sugieren que hay una relación estrecha entre el comportamiento de las firmas medianas y las Medianas-Grandes, que las diferencia de las firmas más grandes, una situación similar a la observada en el caso de la estructura de financiamiento. Por ejemplo, los ingresos operacionales como proporción de los activos y el capital de trabajo mantienen tendencias similares para el conjunto de medianas y de MG, y revelan niveles superiores frente a las más grandes. Sin embargo, las medianas empresas tienen mayores índices de endeudamiento y una rentabilidad de sus activos levemente inferior.

También se observa que el desempeño de algunos indicadores considerados es consistente con la estructura de financiamiento de las empresas. En primer lugar, el mayor nivel de endeudamiento de las empresas medianas frente a las grandes radica en que, como se vio en la sección anterior, las primeras se financian en su mayoría con crédito (83% en promedio para 1995-2002 para las medianas y 85% para las MG) quedando una participación pequeña para los recursos propios (17% para las medianas distribuidos entre reinversión de utilidades y capital y 15% para las MG). Contrariamente, las firmas más grandes se financian con 70% en promedio mediante crédito (incluso 56% en 2001) y usan recursos propios en forma más importante, en especial capital que en algunos años ha llegado a representar el 25% del total de fondos utilizados para el financiamiento de su actividad.

En segundo lugar, el mayor nivel de liquidez (capital de trabajo) que enfrentan las firmas medianas frente a las grandes puede ser el reflejo de que las primeras enfrentan mayores restricciones financieras. En efecto, la literatura internacional<sup>20</sup>, con amplia evidencia empírica, muestra que la liquidez de las empresas es importante para la inversión cuando las firmas están restringidas por la disponibilidad de recursos externos a ellas, y en estas

<sup>20</sup> Fazzari, *et al.* (1988) Gallego & Loayza (2000), por Harris, *et al.* (1994), Jaramillo, *et al.* (1996), Gelos & Werner (1999), Laeven (2001), Love (2001) Demirguç-Kunt & Levine (1999) & Demirguç-Kunt & Levine (1996), Arbeláez y Echavarría (2002).

condiciones la liquidez o "cash flow"<sup>21</sup> se convierte en un determinante positivo de la inversión. Diferentes estudios empíricos encuentran que esta restricción es mayor en la medida en que el tamaño de las firmas es menor, dado que éstas tienen un acceso más limitado a los recursos de otras fuentes. En nuestro caso de estudio, un nivel sustancialmente más elevado de este indicador para las firmas medianas y MG frente a las firmas más grandes (GG) puede ser el reflejo de este tipo de restricciones.

---

<sup>21</sup> La variable de liquidez es medida en forma diferente en la literatura. En algunos casos se utiliza como medición el activo corriente menos el pasivo corriente, y en otros las utilidades operaciones como una proxy de EBITDA.

## II. EL FINANCIAMIENTO DE LAS EMPRESAS Y LA PARTICIPACIÓN DE ÉSTAS Y DE LOS FONDOS DE PENSIONES EN EL MERCADO DE VALORES

En 1995<sup>22</sup> y en 2000 Fedesarrollo realizó un módulo especial de la Encuesta de Opinión Empresarial para determinar la estructura de financiamiento de las empresas industriales en el país y su acceso a diferentes fuentes de recursos, con énfasis en el mercado de valores<sup>23</sup>. En los años 2001 y 2002 se realizó un nuevo módulo que incluye preguntas sobre el financiamiento de las empresas, pero que pone énfasis en las condiciones de acceso al sector financiero. Específicamente para este trabajo, en 2003 se diseñó una nueva encuesta que incluye un mayor nivel de detalle que las anteriores, en aras de determinar con mayor precisión los obstáculos para el acceso de las firmas al mercado de valores y que serviría de base para las discusiones en los talleres. El formulario se presenta en el ANEXO II. Esta encuesta se realizó a la muestra ordinaria de la Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo, adicionalmente se incluyó una muestra de empresas seleccionadas por ANIF que por sus buenos resultados operacionales y su tamaño se consideraron emisores potenciales. Además, se incluyó otro grupo de empresas cuyas acciones eran de cero bursatilidad y aquellas emisoras de acciones o bonos<sup>24</sup>.

De las empresas que recibieron la encuesta 214 la respondieron, las cuales están distribuidas de la siguiente manera: por tamaño<sup>25</sup> el 53% son grandes, el 31% medianas grandes, el 9% medianas y el 7% pequeñas. Asimismo, el 37% de las empresas están ubicadas en Bogotá, 26% en Medellín y el resto en otras ciudades. Un 95% de la muestra pertenece al sector industrial dentro del cual se destacan los sectores de alimentos y de químicos con una participación de 19% y 17% respectivamente. En cuanto a la naturaleza jurídica, un 75% de las empresas son sociedades anónimas y 21% son sociedades limitadas. Por último, en promedio un 20% de las empresas destinan sus ventas al mercado exterior.

### A. Estructura de financiamiento

#### 4. *Características generales según la EOE*

En una primera instancia, la encuesta indaga sobre la estructura de financiamiento de las firmas y, en términos generales, se encuentran resultados muy similares a los hallados a

---

<sup>22</sup> La primera encuesta sobre financiamiento de las empresas como un módulo especial de la Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo se realizó en el marco del estudio de la Misión del Mercado de Capitales, 1997 y la segunda fue efectuada en 2000 para el estudio "El mercado de capitales colombiano en los noventa y las firmas comisionistas de bolsa", 2002.

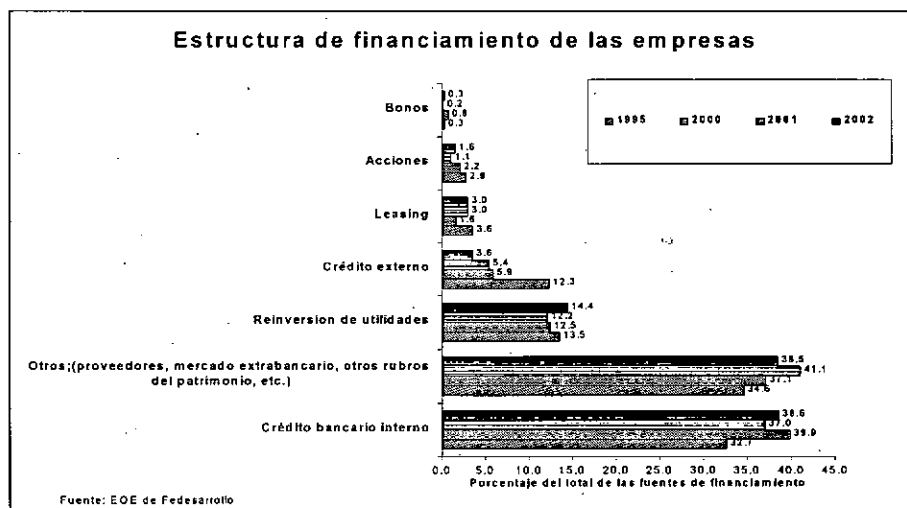
<sup>23</sup> Las encuestas fueron respondidas por 250 empresas industriales en el primer caso y por 278 empresas en 2000.

<sup>24</sup> Se les envió la encuesta a un total de 800 empresas.

<sup>25</sup> Firmas grandes (GG): Activo total > \$28.638.376.000. Firmas medianas-grandes (MG): \$5.458.343.000 < Activo Total < \$28.638.376.000. Firmas medianas (M): \$2.777.663.000 < Activo Total < \$5.458.343.000. Firmas pequeñas (P): Activo Total < \$2.777.663.000.

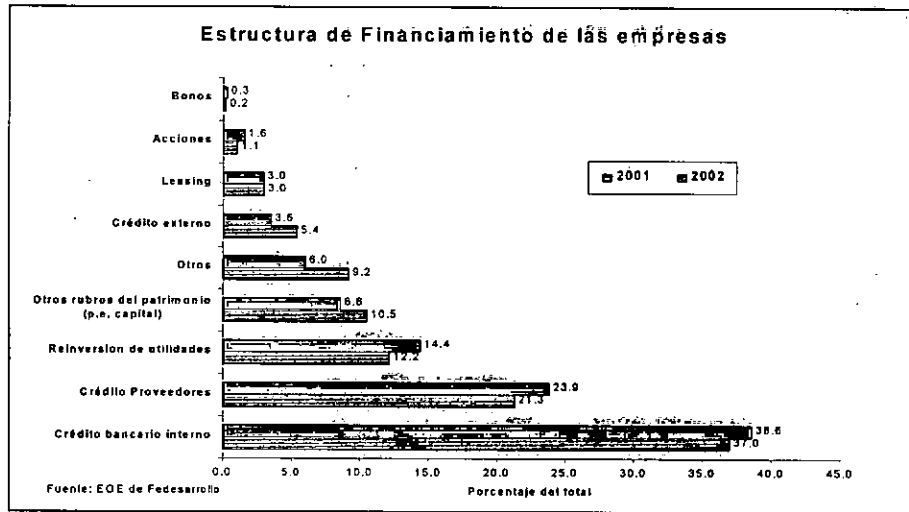
través del balance de las firmas reportado por la Superintendencia de Sociedades. Se observa en los diferentes años una concentración en el crédito bancario interno y en el rubro “otros” -que incluye opciones como proveedores, mercado extrabancario y otros rubros del patrimonio-, con porcentajes de 38,5% sobre el total de financiamiento. Le siguen en importancia los recursos de la reinversión de utilidades con participaciones que oscilan entre 13,5% y 14,5% en los diferentes años. El crédito externo y el leasing representan una proporción muy pequeña de la financiación de las firmas (3,6% y 3,0%, respectivamente en 2002) y finalmente el mercado de valores (acciones y bonos) es un mecanismo de financiación casi inexistente, con una participación de apenas 1,6% y 0,3% del total de recursos (Gráfico II-1).

Gráfico II-1



Una desagregación del rubro “Otros” recursos, disponible sólo para 2001 y 2002, muestra que el crédito de proveedores es la segunda fuente de financiamiento de las empresas (24% en 2002) y los otros recursos del patrimonio (capital) son la cuarta fuente con 9% (Gráfico II-2).

Gráfico II-2



La evolución a lo largo del tiempo desde mediados de la década muestra ciertos aspectos interesantes: primero, el crédito bancario ha adquirido cada vez más importancia pasando de 32% en 1995 a 38% en 2002; segundo, ha aumentado la financiación con “otros” recursos que resulta de la combinación de un crecimiento del crédito de proveedores y la reducción de otros rubros del patrimonio como el capital; tercero, los datos de los años recientes muestran una caída del crédito externo como fuente de financiamiento (en 1994 por esta vía se obtenía 12% de los recursos de financiación y en 2002 sólo 3,6%)<sup>26</sup>; y cuarto, ha disminuido la financiación a través de acciones que representaba 2,9% en 1994 y pasó a 1,6% en 2001.

Vale hacer mención especial sobre los cambios en la estructura de financiamiento que se observan en los años 2000 y 2001, un período caracterizado por una profunda crisis económica en el país y por una fuerte restricción de los créditos del sistema financiero. Efectivamente, como se mencionó en la primera sección, se aprecia una sustitución de crédito bancario interno por crédito de proveedores, rubros del patrimonio como capital y otros recursos del mercado extrabancario, e incluso se redujeron los recursos provenientes de la reinversión de utilidades como consecuencia de la crisis que enfrentó el sector real. En forma consistente, la financiación a través de acciones registró su valor más bajo. En el año 2002, cuando se inicia la recuperación de la economía y se supera la crisis del sistema financiero, se recobra un esquema de financiación cercano al de mediados de la década de los noventa con mayor crédito bancario interno, menos recursos de proveedores, pero con menor crédito externo.

La encuesta realizada en 2003 buscó distinguir las fuentes de recursos destinados a financiar el capital de trabajo de los utilizados para la financiación de la expansión de las

<sup>26</sup> En este resultado la causa más evidente es el efecto de la devaluación sobre el mayor valor y costo de la deuda combinada con la crisis financiera internacional de finales de la década pasada que redujo el acceso a los recursos extranjeros.



firmas. Los resultados muestran diferencias considerables en las fuentes, según el uso de los recursos.

En términos generales, la fuente de financiación más importante para el capital de trabajo es el crédito bancario interno de corto plazo que participa con 27% del total financiamiento, seguido por el crédito de proveedores nacionales (19,5%) y reinversión de utilidades (17%) (Gráfico II-3). Por el contrario, la expansión de la empresa se financia en su mayoría con reinversión de utilidades (29%), crédito bancario interno de mediano y largo plazo (28%), y el leasing (15%). (Gráfico II-4). Dado que anteriormente no se habían explorado las diferencias entre fuentes de financiación según el uso de los recursos, es difícil comparar con los resultados de encuestas anteriores. Sin embargo, a grandes rasgos se observa que la preferencia por crédito interno sobre proveedores nacionales y crédito externo se ha mantenido.

Gráfico II -3  
Total empresas: Fuentes de financiamiento para el capital de trabajo

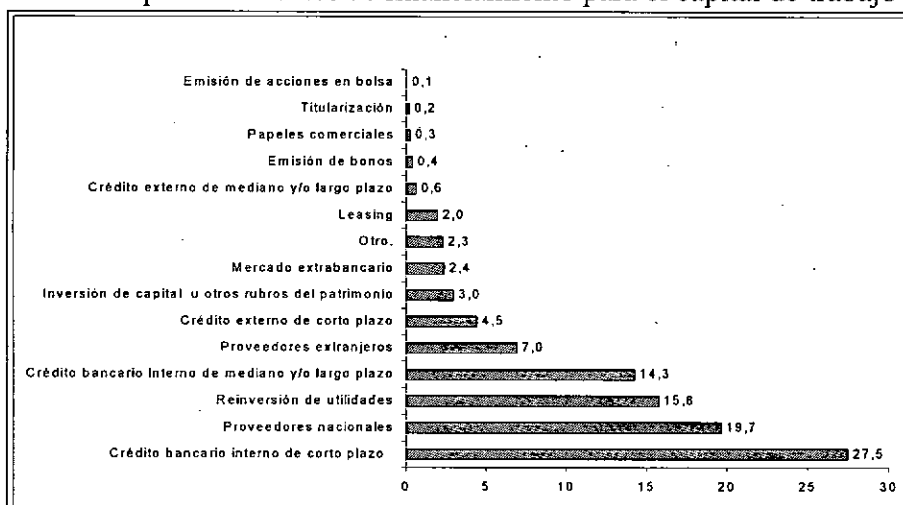
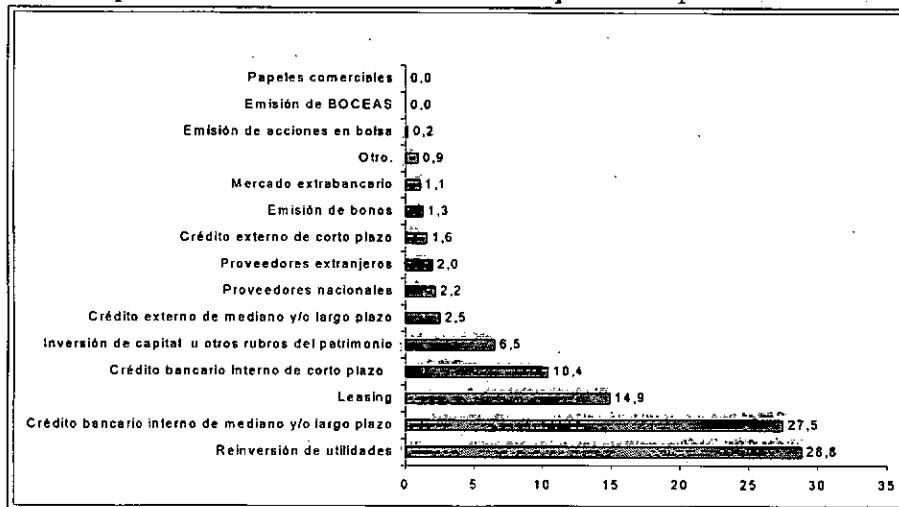


Gráfico II -4

Total empresas: Fuentes de financiamiento para la expansión de la firma



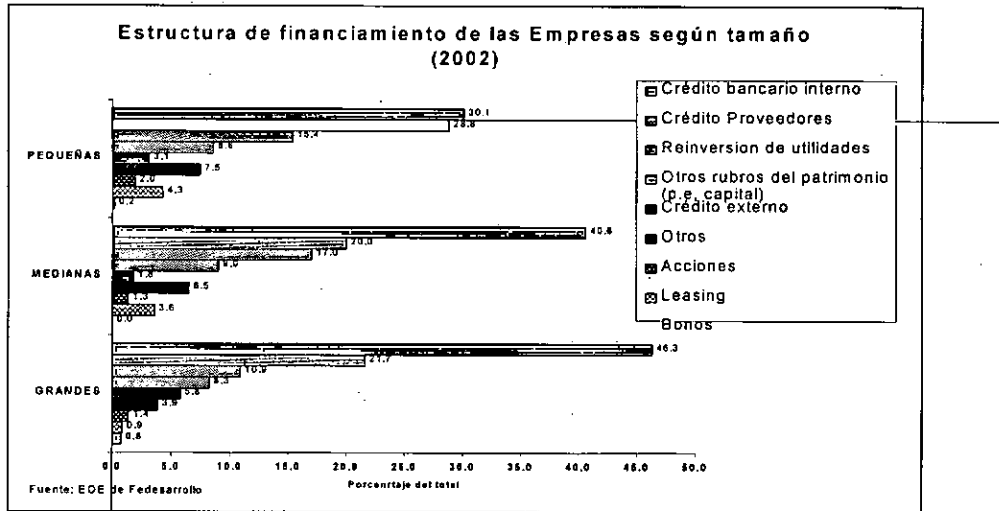
Según el tamaño de firmas<sup>27</sup>, se observa que, en términos generales, la estructura de financiamiento concentrada en crédito bancario y en “otros” se mantiene. Sin embargo, en las grandes y medianas es más evidente la preponderancia por el crédito bancario interno, siendo ésta la principal opción (en 2002 la participación de esta fuente de recursos en las grandes empresas es de 46% y de 40,6% para las medianas). En contraste, en el caso de las pequeñas el peso de este mercado asciende a 30%, mientras que el crédito de proveedores representa un valor similar (29%) y sustancialmente superior al de las de mayor tamaño.

También se observa que la reinversión de utilidades es una fuente más usada en las empresas medianas y pequeñas que en las grandes, siendo la tercera alternativa de recursos, en tanto que las grandes utilizan más el crédito externo. Finalmente es claro que las grandes acuden en mayor medida al mercado de valores que las de menor tamaño, así como la importancia del leasing para las pequeñas empresas como mecanismo de financiación<sup>28</sup>.

<sup>27</sup> En las encuestas realizadas entre 1995 y 2002, el tamaño de empresas se divide según el criterio de ventas, donde las grandes son aquellas que tienen ventas iguales o superiores a \$50,000 millones, las medianas entre \$50,000 millones y \$10,000 millones y las pequeñas ventas inferiores a \$10,000 millones. Cabe anotar que esta clasificación difiere de los tamaños definidos según la Ley 590 de 2000; según esta última los criterios utilizados por Fedesarrollo definirían a las empresas como medianas y grandes. De hecho, la muestra de la EOE de Fedesarrollo cubre en su mayoría grandes empresas, y de acuerdo con la clasificación propia, aproximadamente 70 (25%) son grandes, 85 (31%) medianas y 123 (44%) son pequeñas.

<sup>28</sup> La estructura de 2000 no difiere sustancialmente de aquella de 2002. Se refirió presentar este último año por cuanto se tiene una desagregación del rubro “otros”.

Gráfico II -5

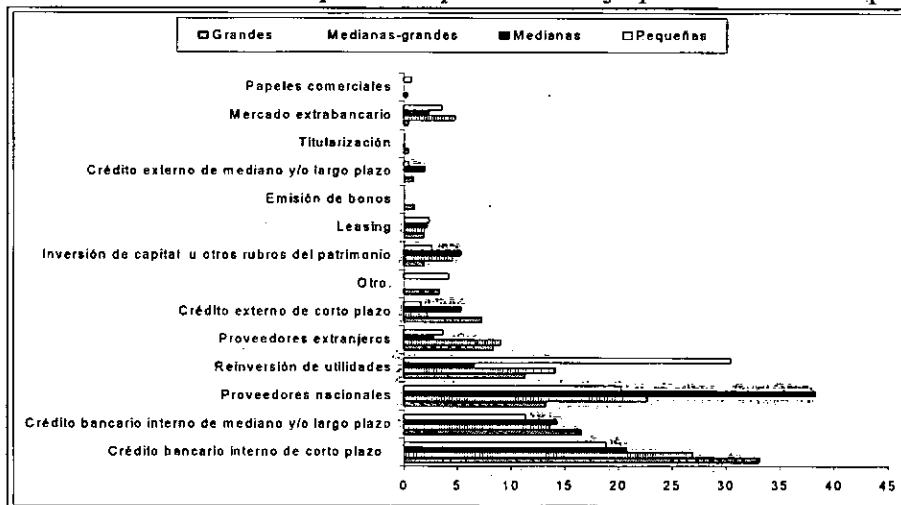


Las diferencias en las estructuras de financiamiento según el tamaño de las firmas también se hicieron notorias en la encuesta realizada en 2003, tanto para financiación de capital de trabajo como para expansión de las firmas.<sup>29</sup>

Con respecto a las fuentes de financiamiento del capital de trabajo, las firmas grandes muestran una clara preferencia por el crédito bancario interno de corto y de mediano y largo plazo, con una participación de 33% y 16% respectivamente. La tercera fuente más importante para este tamaño de firma son los proveedores nacionales, que participaron con 13% del total de fuentes de financiamiento. A medida que el tamaño de la firma decrece, el crédito interno, tanto de corto como de mediano y largo plazo, se reducen en importancia dentro del total de fuentes de financiamiento para el capital de trabajo, cediéndole lugar a los proveedores nacionales y la reinversión de utilidades. A manera de ejemplo, el (Gráfico II-6) ilustra el mayor peso de los proveedores nacionales frente al crédito bancario interno para las firmas medianas. Por su parte, para las firmas pequeñas, las dos fuentes más importantes fueron la reinversión de utilidades y los proveedores nacionales. En cierta medida, la preponderancia de fuentes distintas al crédito bancario interno en las firmas de menor tamaño puede ser una señal de las restricciones que éstas enfrentan para acceder estos recursos.

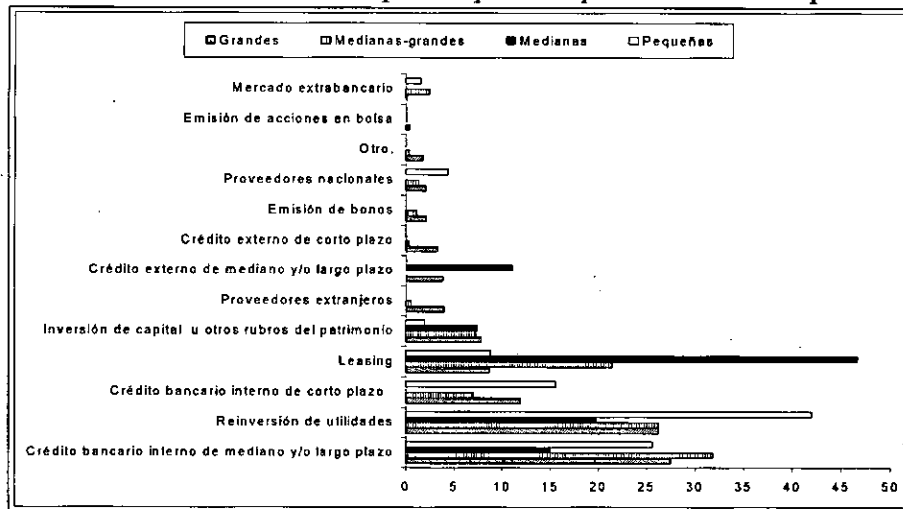
<sup>29</sup> En la encuesta de 2003, el criterio de clasificación de las empresas según el tamaño utilizado fue el mismo que se usó en el análisis de la estructura de financiamiento según los balances reportados a la Supersociedades. Para mayor detalle ver nota sección I.B.

Gráfico II -6  
Fuentes de financiamiento para el capital de trabajo por tamaño de empresas



En cuanto a las fuentes para el financiamiento de la expansión de las empresas, se encontró nuevamente una preponderancia del crédito bancario interno (de corto y mediano y largo plazo) en las firmas Grandes, cuya participación conjunta en el total de fuentes de financiamiento supera el 50%. Las firmas Grandes escogieron los proveedores nacionales como la tercera fuente de mayor importancia (12%). Nuevamente se observa que en los grupos de empresas de menor tamaño el crédito bancario interno cobra cada vez menor relevancia, mientras que rubros como la reinversión de utilidades y el leasing ganan relevancia. Para las firmas Medianas, el leasing fue la principal fuente de financiamiento de expansión (46,5% del total de recursos), seguido por la reinversión de utilidades (20%) y el crédito bancario interno de mediano y largo plazo (15%). Por su parte, las firmas Pequeñas señalaron la reinversión de utilidades como la principal fuente de financiamiento de la expansión (42% del total de fuentes), seguida por el crédito bancario interno de mediano y largo plazo (25%) y el de corto plazo (15%). El leasing ocupó el cuarto lugar con una participación levemente inferior a 10%.(Gráfico II-7).

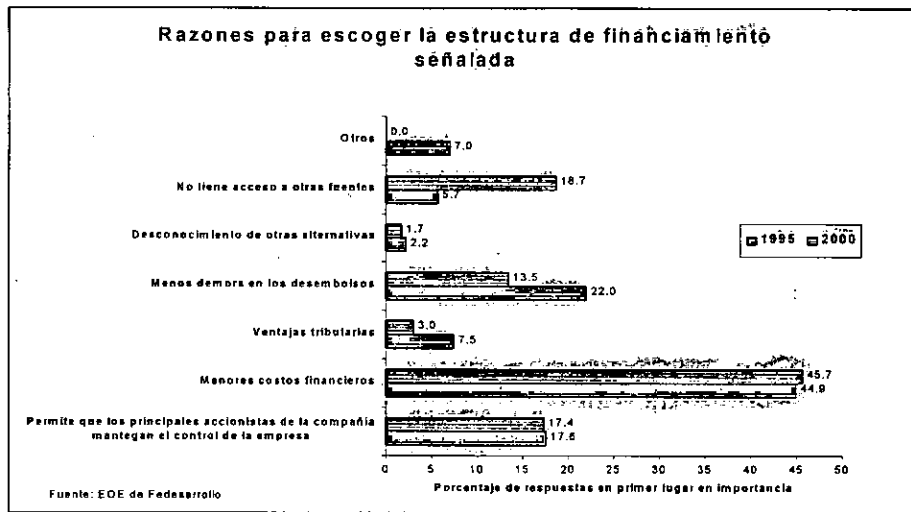
Gráfico II -7  
Fuentes de financiamiento para expansión por tamaño de empresas



### 5. Razones para seleccionar la estructura de financiamiento

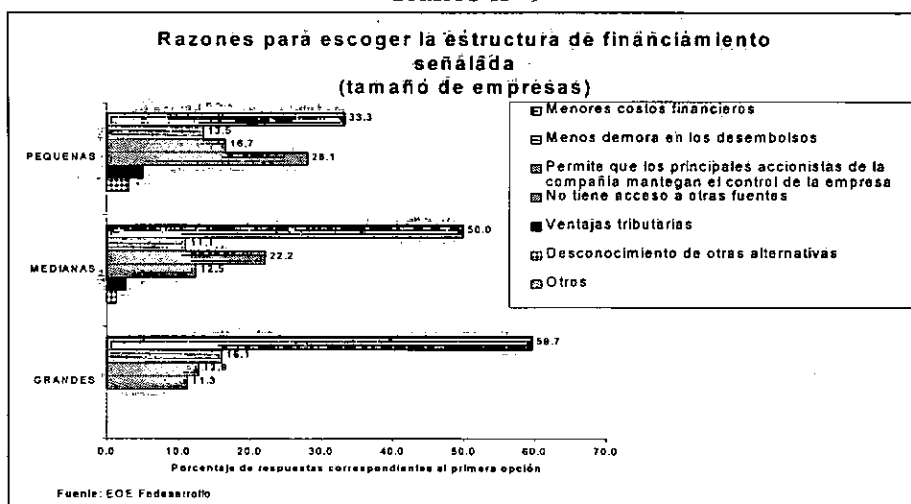
Es clara la preferencia de los empresarios por el crédito bancario interno y por el crédito de proveedores frente a otras fuentes de recursos dentro de la estructura de financiamiento. Los empresarios manifiestan que las tres principales razones de la escogencia de este tipo de estructura son, primero, los menores costos financieros (46% de respuestas en primer lugar de importancia en 2000), segundo, el no tener acceso a otras fuentes (19%) y tercero, que permite que los principales accionistas mantengan el control de la empresa (18%). Estos resultados difieren ligeramente de los de 1995, dado que en este último año el no tener acceso a otras fuentes no era una razón importante, mientras que sí se consideraba primordial la menor demora en los desembolsos de los recursos de las fuentes utilizadas (Gráfico II-8).

Gráfico II -8



Los empresarios de firmas de diferentes tamaños coinciden en que la razón primordial son los menores costos financieros, especialmente para las empresas de mayor tamaño, pero la segunda razón varía según el tamaño de las empresas: para las Grandes es la menor demora en los desembolsos, para las Medianas es que permite que los principales accionistas mantengan el control de la empresa y para las Pequeñas es el no tener acceso a otras fuentes. A pesar de las diferencias en el orden, estas tres explicaciones son importantes en todos los grupos de empresas. Las ventajas tributarias y el desconocimiento de otras alternativas son razones expresadas por empresas Medianas y especialmente Pequeñas (Gráfico II-9).

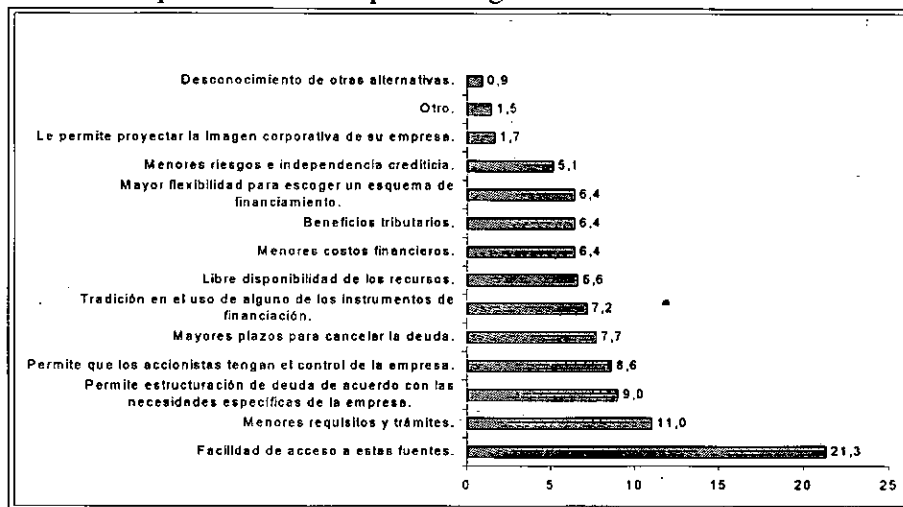
Gráfico II -9



En la encuesta realizada en 2003, 22% de los empresarios respondió que la principal razón para escoger la estructura de financiamiento fue la facilidad de acceso a esas fuentes, 11%

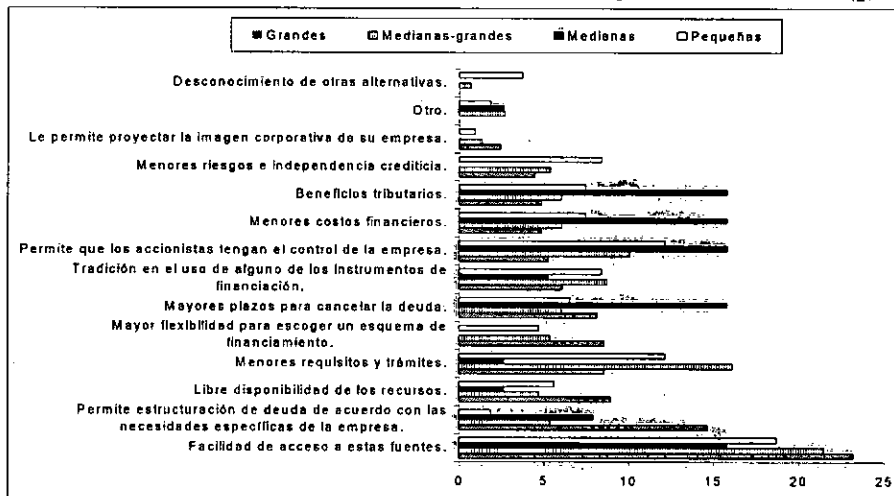
señaló como principal razón los menores requisitos y trámites, y en tercer lugar 9% argumentó que la escogencia permitía la estructuración de la deuda de acuerdo con las necesidades. La importancia escoger una estructura de financiamiento que permita a los accionistas mantener el control de la empresa fue un poco menor que en años anteriores, aunque apareció en cuarto lugar al ser señalada por 8% de los encuestados como la principal razón (Gráfico II-10).

Gráfico II -10  
Total empresas: Razones para escoger la fuente de financiamiento



En términos generales, las firmas de diferentes tamaños coincidieron en que las principales razones para seleccionar la estructura de financiamiento son, en su orden, la facilidad de acceso a las fuentes, los menores requisitos y trámites y permitir que los accionistas mantengan el control. Sin embargo, cabe recalcar que las firmas Grandes mostraron un patrón de respuestas levemente diferente al del resto de firmas. Si bien señalaron que la facilidad de acceso a los recursos como la razón principal, el que los accionistas mantengan el control no parece ser una preocupación central, ya que se ubicó en octavo lugar con una participación de 5%. Las demás razones importantes para estas empresas a la hora de escoger una estructura de financiamiento fueron: permitir la estructuración de la deuda según las necesidades, la libre disponibilidad de los recursos y los menores requisitos y trámites (Gráfico II-11).

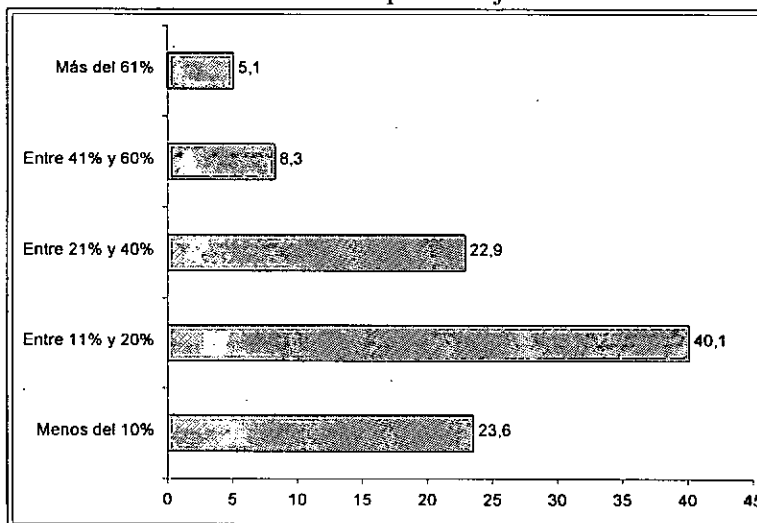
Gráfico II-11  
Razones para escoger la fuente de financiamiento por tamaños de empresas



## 6. Panorama futuro

Un aspecto interesante de la encuesta es que muestra que los empresarios en Colombia están dispuestos a realizar inversiones en los próximos años. El mayor porcentaje lo hará entre 11% y 20% del total de sus activos, y un 23% lo hará entre 21% y 40% (Gráfico II-12).

Gráfico II-12  
De cuánto será su inversión como porcentaje del total de sus activos?



Las firmas utilizarán para estas inversiones fuentes de financiamiento similares a las actuales, concentradas en su mayoría en crédito bancario interno (35%), reinversión de

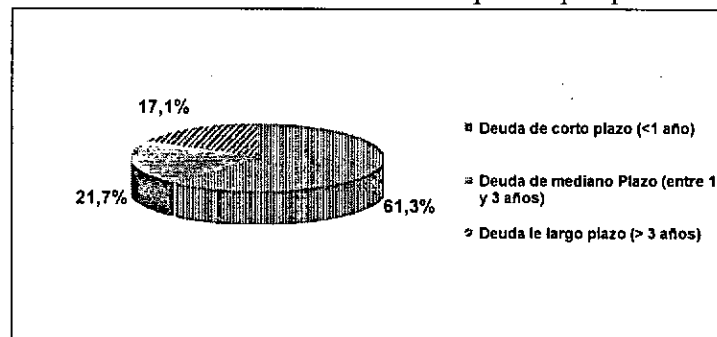


utilidades (25%), leasing (13%) y proveedores nacionales (6%). Sin embargo, se observa un repunte en cuanto a la participación de las empresas en el mercado de valores, frente a la situación actual: la emisión de bonos y de acciones participará con un porcentaje de cerca de 2% cada uno, porcentajes ligeramente superiores a los registrados en la estructura actual, donde son respectivamente de 1,3% y 0,3% dentro del total de recursos para expansión.

### 7. *Percepción de las firmas sobre su estructura de financiamiento*

Como se vio anteriormente, la estructura de financiamiento de las empresas en Colombia muestra una alta concentración en crédito bancario, reinversión de utilidades y crédito de proveedores. Esta estructura además está concentrada en plazos cortos. En 2003, 61% del total de la deuda es inferior a un año, 21,7% entre uno y tres años, y sólo 17% tiene plazos superiores a tres años (Gráfico II-13).

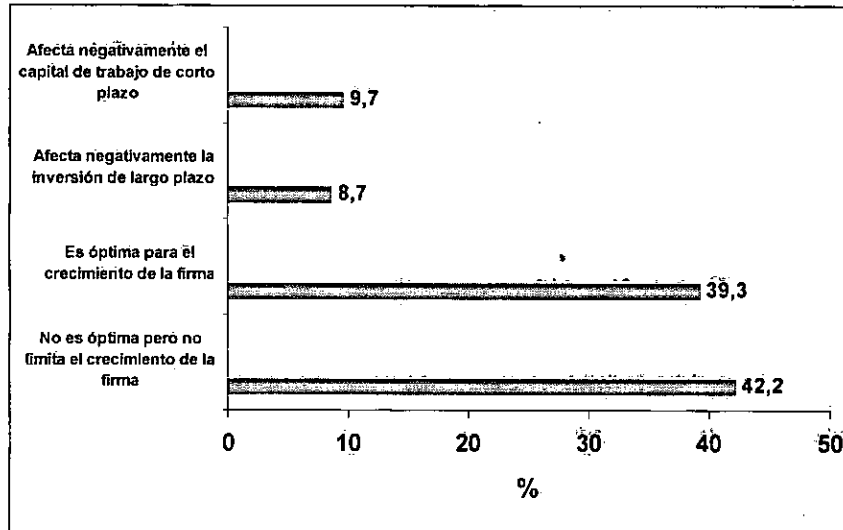
Gráfico II-13  
Estructura de la deuda de las empresas por plazo



Estos resultados sugieren que las características mencionadas de la estructura de financiamiento pueden estar afectando la actividad de largo de las empresas (inversión). Para tal efecto, se indagó en forma explícita en la encuesta si la actual estructura de financiamiento de las empresas constituye una limitación para su crecimiento. Las respuestas muestran que para cerca de un 20% de los encuestados la estructura de financiamiento no es buena (afecta negativamente el capital de trabajo de corto plazo, 9,7% y afecta negativamente la inversión 8,7%), para el 42% no es óptima pero no limita el crecimiento de la empresa, y finalmente el 39% de encuestados considera que su estructura de financiamiento es óptima (Gráfico II-14).

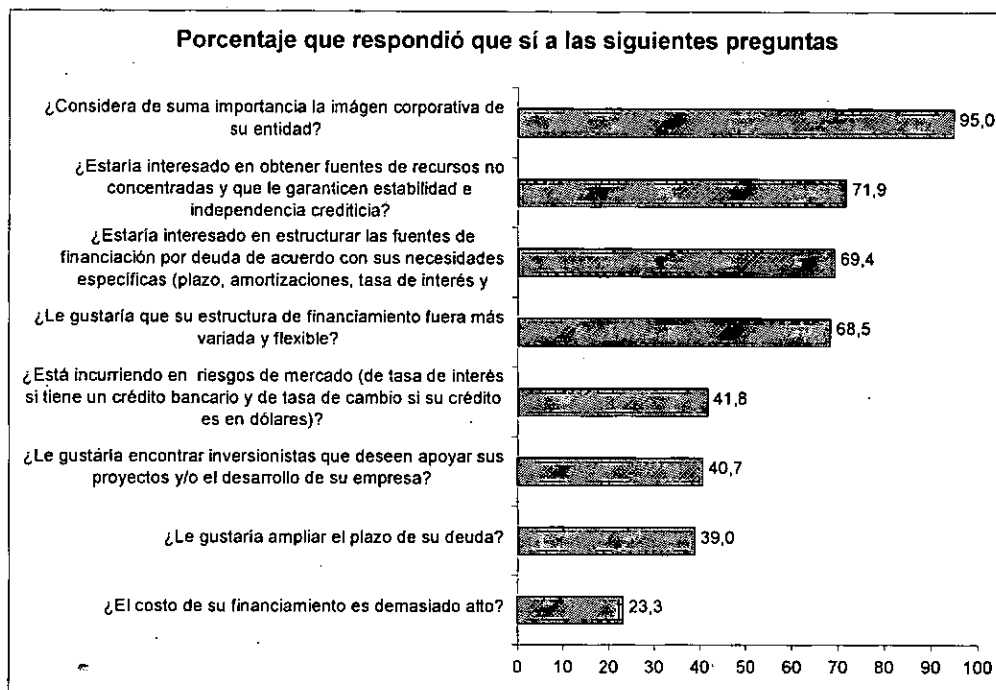
Gráfico II-14

¿Cómo consideran las firmas su estructura de financiamiento?



Adicionalmente, un alto porcentaje de empresarios menciona que modificaría esta estructura de financiamiento. Cerca de 70% de las firmas respondió que estaría interesado en conseguir fuentes de recursos no concentradas y que garanticen estabilidad e independencia crediticia, en estructurar su deuda de acuerdo con sus necesidades específicas, en una estructura de financiamiento más flexible y variable. Adicionalmente, cerca de 40% considera que está incurriendo en riesgos de mercado, un porcentaje similar quisiera encontrar inversionistas que deseen apoyar sus proyectos. Finalmente, 39% de los empresarios quisiera ampliar el plazo de su deuda y 23% considera que el costo de su financiamiento es demasiado alto (Gráfico II-15).

Gráfico II-15



Estos resultados muestran que hay un potencial importante para que los empresarios modifiquen su estructura de financiamiento, donde cabría la posibilidad de una mayor participación en el mercado de valores, en especial a través de permitir plazos más largos, mayor flexibilización de la estructura y menor concentración en aras de lograr mayor independencia y diversificación del riesgo.

#### B. Acceso al mercado de valores

##### 8. Como fuente de financiamiento

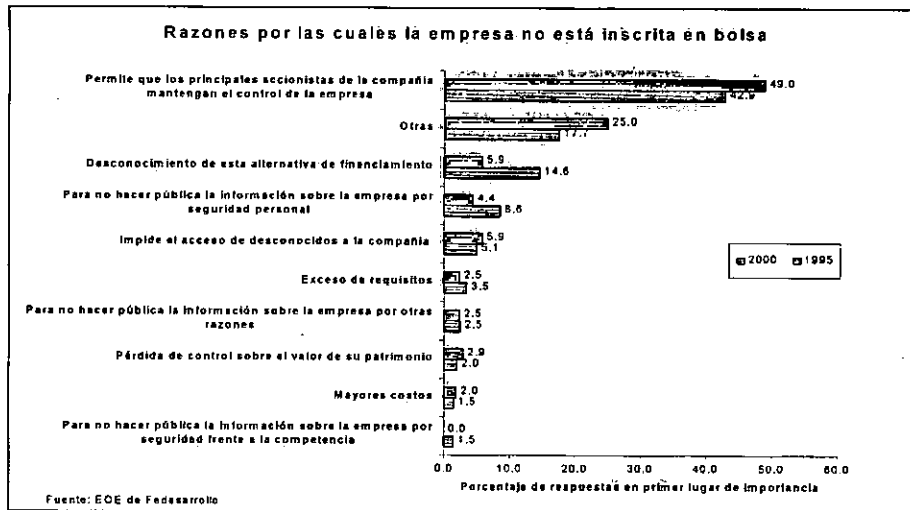
Como se apreció en los resultados anteriores, las empresas en Colombia acuden poco al mercado de valores para financiar su actividad. En el mejor de los años, 1995, las acciones representaron cerca de 2,9% del total de recursos de financiamiento, reduciéndose a 1,6% en 2002. En cuanto a los bonos, el porcentaje no supera el 0,3%.

Según la encuesta, las principales razones expuestas por los empresarios para no inscribir su empresa en bolsa radican en que, el no hacerlo, permite que los principales accionistas de la compañía mantengan el control de la empresa. Esta explicación está ligada al hecho de querer impedir el acceso de desconocidos a la empresa, una opción a la cual le adjudican una importancia no despreciable. El desconocimiento de esta alternativa como mecanismo de financiación es la tercera razón en importancia para no inscribirse en bolsa. Los empresarios aducen también el no querer hacer pública la información de la empresa, pero más por seguridad personal que por razones de seguridad frente a la competencia o por otro

tipo de motivos. Según los empresarios, el exceso de requisitos y los mayores costos tienen menor importancia, y sólo 3,5% y 2% de ellos ubica estos factores en primer lugar.

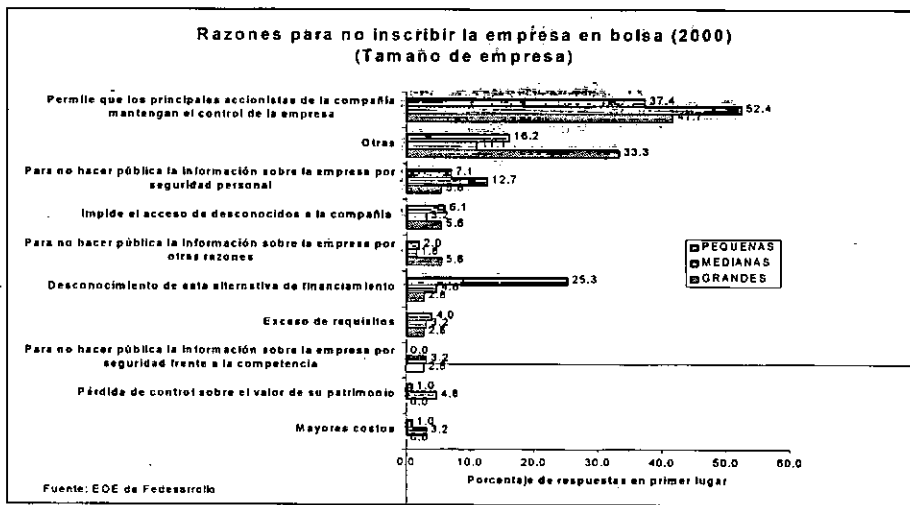
De la comparación de los resultados entre la encuesta realizada en 1995 y en 2000, sobresale el hecho de que el desconocimiento de la emisión de acciones como mecanismo de financiación recobró importancia en 2000 frente a 1995, y el porcentaje de respuestas pasó de 5,9% a 14,6% (Gráfico II-16).

Gráfico II-16



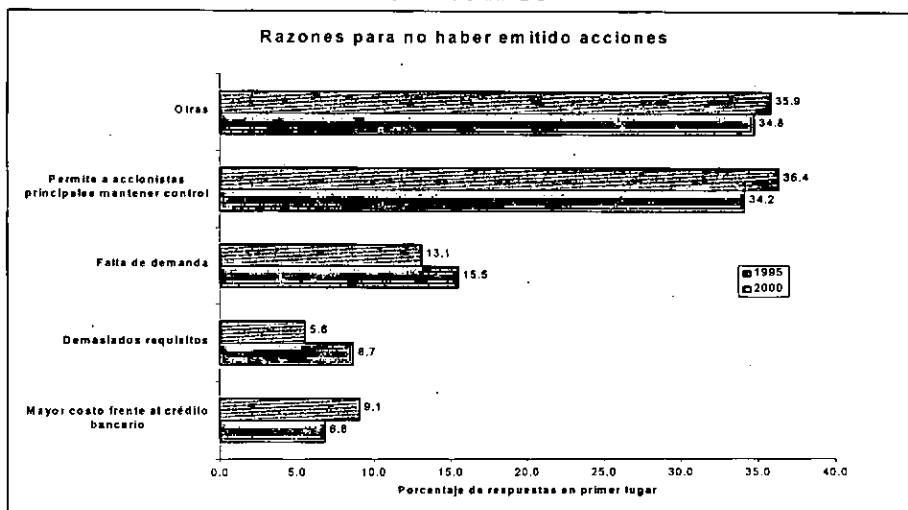
Diferenciando las firmas según tamaño, aunque las tendencias generales se mantienen, sobresale el hecho de que un porcentaje importante de las pequeñas empresas no acude al mercado accionario para su financiamiento por desconocimiento de este mecanismo (Gráfico II-17).

Gráfico II-17



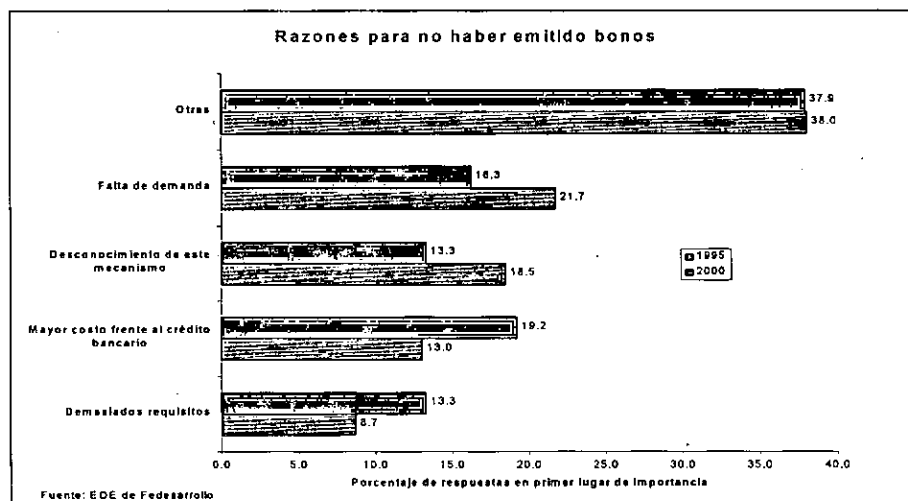
En cuanto al mercado accionario, los empresarios argumentan que la principal razón para no emitir acciones es que permite a los accionistas principales mantener el control de la empresa, y en segundo lugar la falta de demanda con casi la mitad de respuestas. Los mayores requisitos y los mayores costos frente al crédito bancario son razones de menor importancia relativa (Gráfico II-18).

Gráfico II-18



En contraste, las razones para no haber emitido bonos están distribuidas entre la falta de demanda, el desconocimiento de este mecanismo y el mayor costo frente al crédito bancario. Un porcentaje importante también considera que este proceso involucra demasiados requisitos (Gráfico II-19).

Gráfico II-19



En los dos casos anteriores sobresale la importancia de la respuesta “otros”, cuyo contenido no está especificado en la encuesta. Esta opción se ubica en primer lugar (con casi el doble de respuestas en el caso de los bonos), lo cual sugiere que existen otras razones de peso, además de las analizadas, que impiden que las empresas emitan bonos o acciones. Para efectos de capturar las posibles razones incluidas en este rubro, se incluyeron otras opciones en las encuestas de 2004.

En 2003, nuevamente, se observó la ausencia del uso del mercado de valores para la financiación del capital de trabajo y la expansión de las firmas. En su mayoría, las empresas no han acudido a la emisión de acciones y bonos para obtener recursos de financiamiento, ya que sólo 11% y 9% respondieron alguna vez haber emitido acciones o bonos, respectivamente.

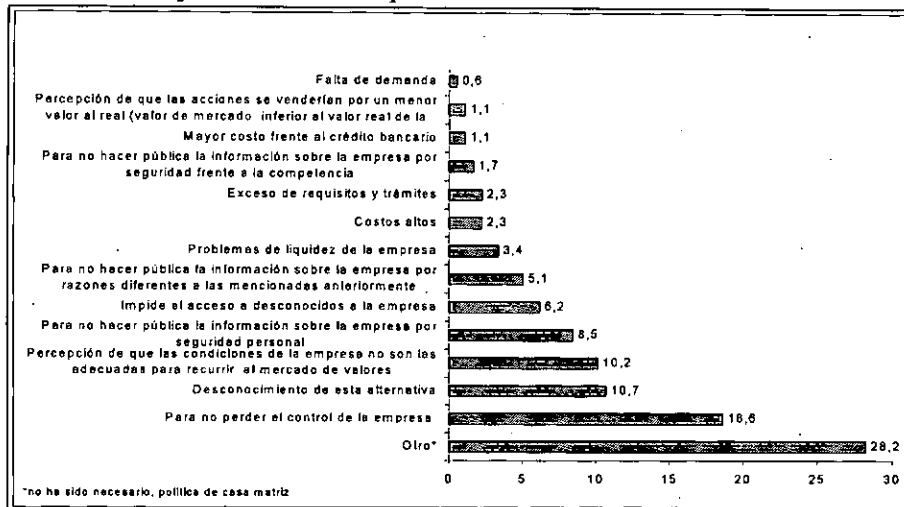
Como era previsible, se encontró que la mayor parte de firmas emisoras de acciones son de tamaño grande. En este grupo, 20% respondieron afirmativamente haber emitido acciones, mientras que menos del 5% de las medianas lo hicieron y ninguna firma pequeña lo hizo.

Cuando se indagó por las razones de no haber acudido a la emisión de acciones como fuente de financiamiento se encontró que sobresale la respuesta “otro” que puede ser que no se ha necesitado o que obedece a la política de la casa matriz. En segundo lugar se señaló que no se deseaba perder el control de la empresa y en tercer lugar, el no querer hacer pública la información sobre la firma<sup>30</sup> (Gráfico II-20). En términos generales, la importancia de estas respuestas no varía significativamente según el tamaño de las firmas encuestadas. Sin embargo, cabe recalcar que las firmas medianas y pequeñas indicaron como una razón importante para no emitir acciones la percepción de que la firma no cumple con las condiciones necesarias.

---

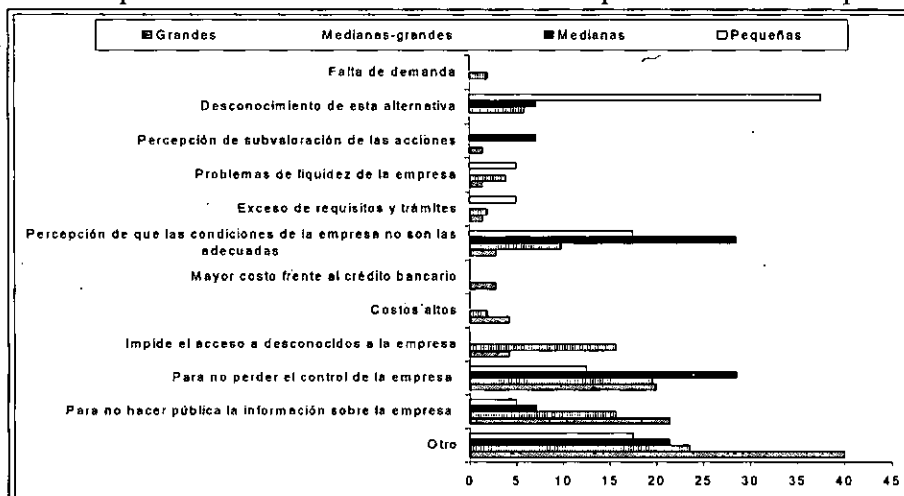
<sup>30</sup> En especial, de acuerdo con las respuestas, el no querer hacer pública la información de la empresa se refiere más a razones de seguridad que a otros motivos. Por razones evidentes las empresas no hacen referencia explícita en sus respuestas a motivos relacionados con el pago de impuestos. Son embargo, como se ve más adelante, es previsible que esta también sea una razón importante.

Gráfico II-20  
Total empresas: Razones por las cuales no ha emitido acciones



Al analizar las respuestas a esta misma pregunta según el tamaño de las firmas, se encontró que son las firmas grandes las que le dan una mayor importancia a la ausencia de necesidad o la política corporativa para no emitir acciones (40% de respuestas). En segundo lugar, éstas firmas le dan importancia a la voluntad de no hacer pública la información sobre la empresa (21%) y en tercer lugar, no perder el control de la empresa (20%). Por su parte, las firmas medianas señalan como su principal razón para no emitir acciones el interés en mantener el control de la empresa (28,9%) y la percepción de no cumplir con las condiciones necesarias (28,9%). En tercer lugar señalaron "otro" (21%). Por su parte, las firmas pequeñas señalaron razones que difieren de las de los demás tamaños, en particular, de las más grandes. En primer lugar ubicaron el desconocimiento de la alternativa (37%), seguida por la percepción de no cumplir con las condiciones y "otro" (17,5% cada alternativa). (Gráfico II-21).

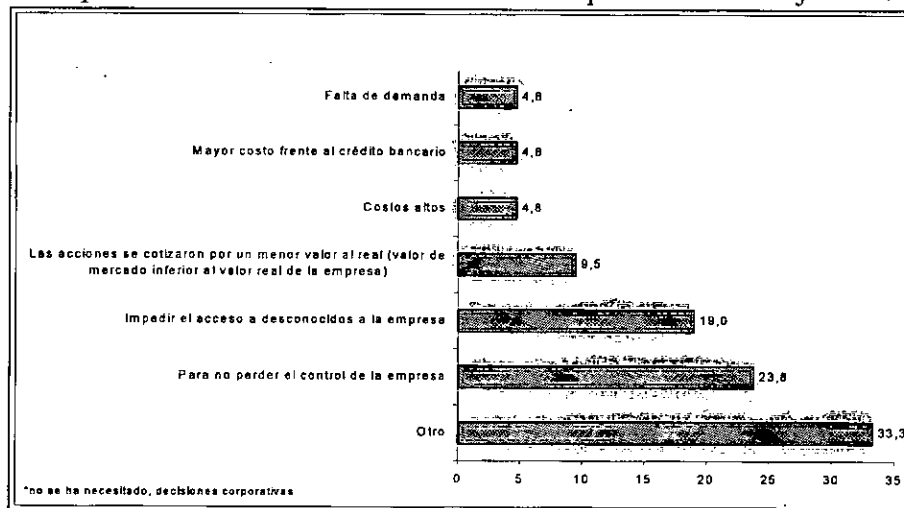
Gráfico II-21  
Razones por las cuales no ha emitido acciones por tamaños de empresas



A las firmas que afirmaron haber emitido acciones alguna vez pero que dejaron de hacerlo se les preguntó acerca de las razones para haber dejado de acudir a este mecanismo. La razón principal señalada fue nuevamente “otro” que responde a la falta de necesidad o a decisiones corporativas. En segundo lugar señalaron el interés por no perder el control de la empresa, seguido por impedir el acceso de desconocidos a la empresa (Gráfico II-22).

Gráfico II-22

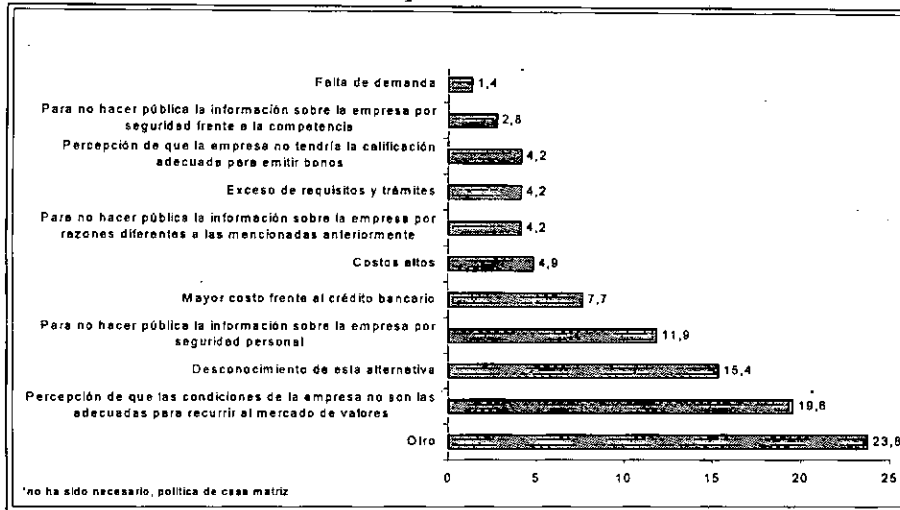
Total empresas: Si ha emitido acciones: razones por las cuales dejó de hacerlo



Con respecto a la emisión de bonos, se encontró que sólo las firmas grandes acudieron a esta fuente en una proporción levemente inferior a 20%, y las firmas medianas y pequeñas no realizaron este tipo de emisiones. Las principales razones expresadas para no hacerlo fueron en su orden, la ausencia de necesidad o la política corporativa, la percepción de no cumplir con las condiciones adecuadas (que de alguna manera está relacionada con la percepción de falta de demanda) y la voluntad de no hacer pública la información (Gráfico II-23).



Gráfico II-23  
Total empresas: Razones por las cuales no ha emitido bonos



Al analizar estas respuestas por el tamaño de la firma se encontraron algunas diferencias. Las firmas grandes ubicaron en segundo y tercer lugar la voluntad de no hacer pública la información de la empresa y el mayor costo de las emisiones frente al crédito bancario. Por su parte, las medianas le dieron más importancia a la percepción de no cumplir con las condiciones adecuadas (en primer lugar), seguida por el deseo de no hacer pública la información y el desconocimiento de la alternativa. Las firmas pequeñas seleccionaron estas mismas razones como las principales, aunque le dieron más importancia al desconocimiento de la alternativa y a la percepción de no cumplir con las condiciones (Gráfico II-24).

Gráfico II-24  
Razones por las cuales no ha emitido bonos por tamaños de empresas

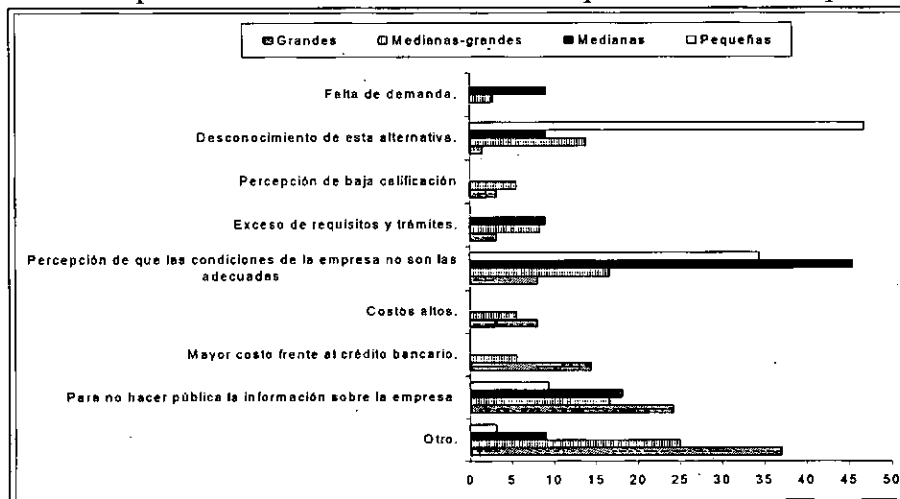
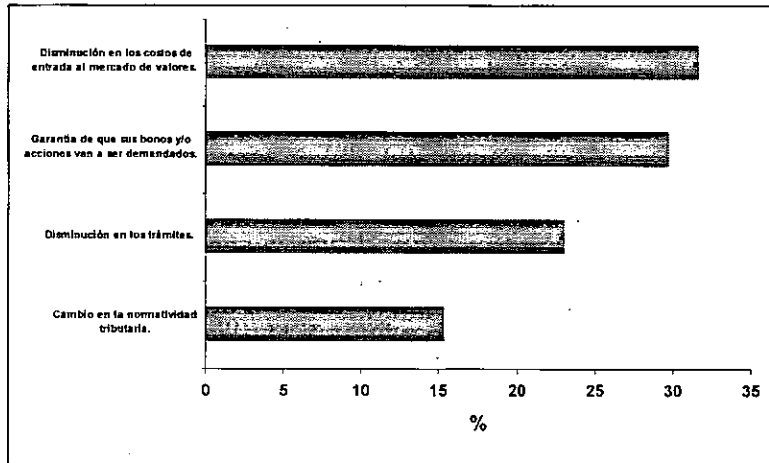


Gráfico II-26  
Condiciones bajo las cuales acudiría al mercado de valores



### 9. *El papel de la estructura tributaria del país y los impuestos*

La anterior respuesta pone de manifiesto que la actual estructura tributaria representa una limitación para participar en el mercado de valores<sup>32</sup>. En Colombia existe un elevado nivel de evasión por parte de las empresas, que hace que los balances no siempre reflejen con exactitud la información contable de la empresa. Dado que la divulgación de la información y la calidad y veracidad de la misma son requisitos para registrarse en la bolsa, las empresas pueden encontrar aquí un serio obstáculo para emitir acciones o bonos en el mercado. En otras encuestas realizadas con anterioridad por Fedesarrollo<sup>33</sup>, es evidente que las empresas consideran como inconvenientes algunos elementos de la estructura tributaria del país.

En primer lugar, indagando por las razones que llevan a las empresas a no pagar impuestos, la primera en importancia es que el gobierno los utiliza mal, la segunda es que los impuestos son muy altos y la tercera es que las empresas no tienen el dinero para hacerlo (Gráfico II-27).

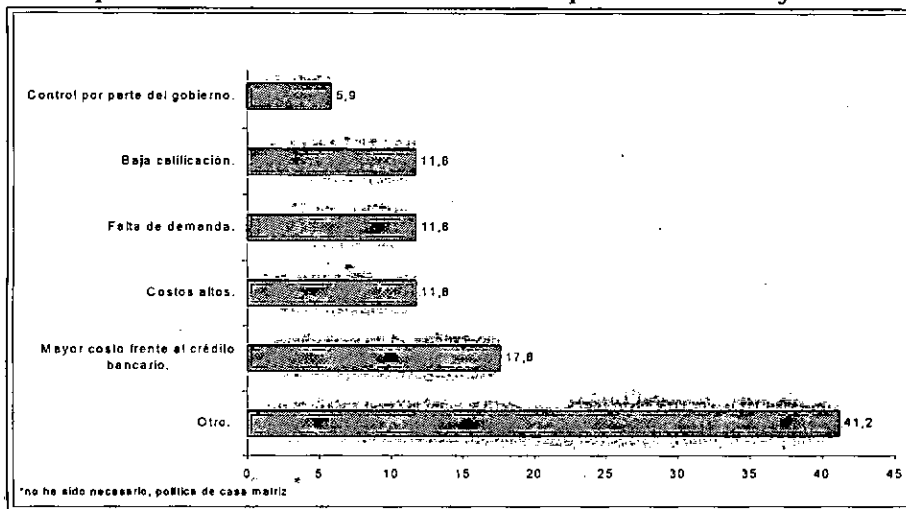
<sup>32</sup> En las respuestas sobre los obstáculos explícitos que enfrentan las firmas, el tema de impuestos no aparece relevante. Una interpretación de este resultado es que las empresas no hacen público este elemento en este tipo de encuestas que identifican todas las características de cada firma.

<sup>33</sup> EOE de Fedesarrollo, Módulo Especial de Impuestos, 2001.

Entre las razones que expresaron las firmas por haber dejado de emitir bonos sobresalieron la ausencia de necesidad o la situación financiera de la empresa (40%), los altos costos (30%) y la falta de demanda (10%) (Gráfico II-25). Es interesante destacar que las razones percibidas por las empresas que no han participado en el mercado difieren de aquellas expresadas por firmas que sí han emitido y han dejado de hacerlo. En el primer caso la demanda es un factor importante y los costos una razón menos primordial, mientras que una vez las empresas entran al mercado reconocen que el problema más crítico no es la falta de demanda y en cambio si lo son los altos costos<sup>31</sup>.

Gráfico II-25

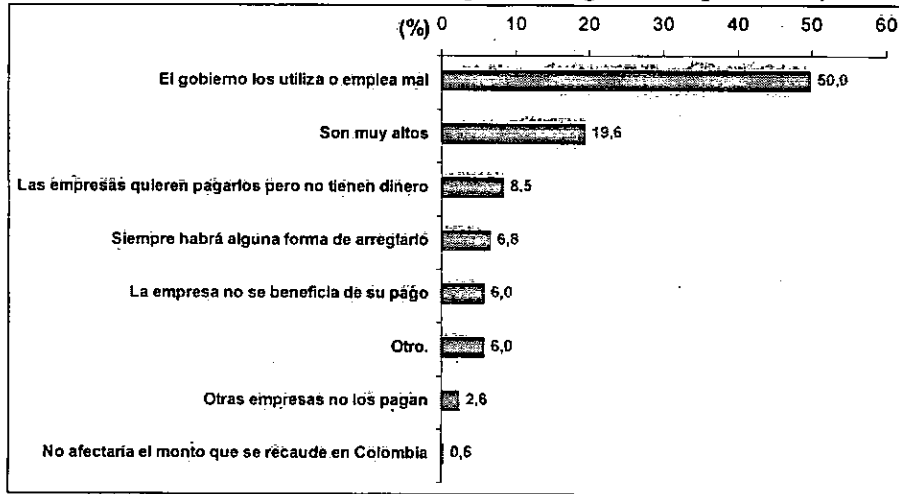
Total empresas: Si ha emitido bonos: razones por las cuales dejó de hacerlo



Finalmente, se indagó si las empresas estaban interesadas en cambiar la estructura de financiamiento mediante el uso del mercado de valores. Se encontró que un porcentaje no despreciable (22%) sí estaría interesado, y 78% afirmó no estarlo. Según los encuestados, las dos condiciones más importantes para que optaran por acudir al mercado de valores fueron: una disminución en los costos de entrar a este mercado (32% de respuestas) y tener la garantía de que sus bonos o acciones van a ser demandados en el mercado (30% de respuestas) (Gráfico II-26).

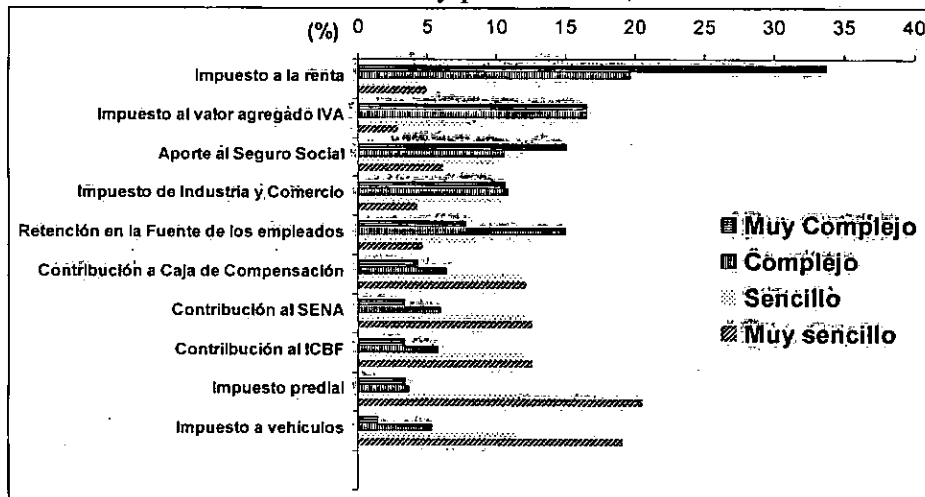
<sup>31</sup> Como se vio, la encuesta indagó sobre las razones para no emitir acciones y bonos. No se incluyó específicamente si han sido originadoras de procesos de titularización. Sin embargo, dado el dinamismo reciente, puede ser interesante para encuestas posteriores.

Gráfico II-27  
 Razones por las cuales las empresas no pagan impuestos  
 (respuesta correspondiente al primer lugar en importancia)



Adicionalmente, las empresas consideran que el trámite que debe asumir la empresa para el pago de impuestos es complicado, especialmente en el caso del impuesto a la renta, donde cerca de 35% de los encuestados considera que el proceso es muy complejo (Gráfico II-28).

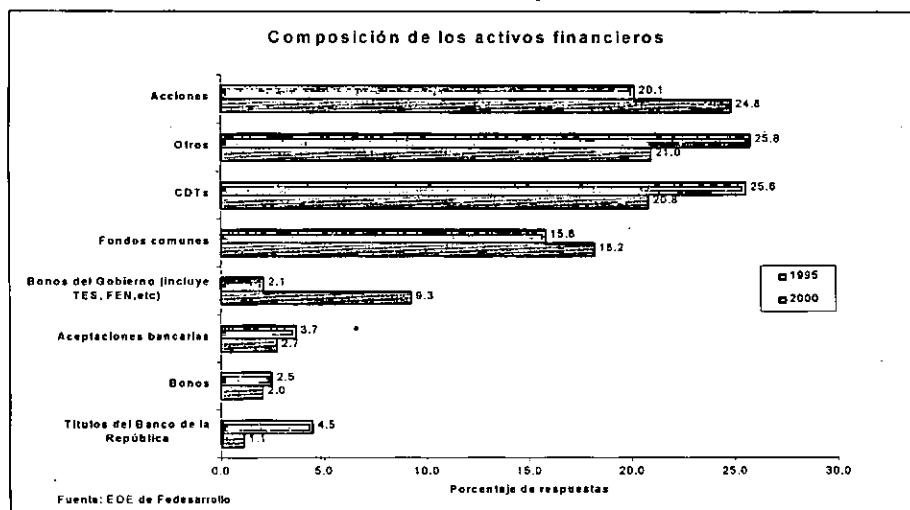
Gráfico II-28  
 Califique el trámite que su empresa debe asumir para atender las siguientes obligaciones  
 fiscales y parafiscales



### C. El mercado de valores como alternativa de inversión

Aunque las empresas no acuden al mercado de capitales como fuente de financiamiento, sí hay una creciente utilización de éste como opción de inversión. En 1995 las firmas preferían los CDT's y Otros instrumentos (ambos con 26% del total de activos), dejando en tercer y cuarto lugar a las acciones (20%) y los fondos comunes (16%). En contraste, en 2000 los CDT's y Otros fueron desplazados en importancia por las acciones que participaron con el 25% de los activos financieros, dejándole a los primeros una participación del 21% cada uno. Los fondos comunes siguieron siendo los cuartos en importancia con una participación del 18%. Cabe resaltar la relevancia adquirida por los bonos del gobierno (que incluyen TES, FEN, etc.) que pasaron de participar con el 2% en 1995 al 9% en 2000 (Gráfico II-29).

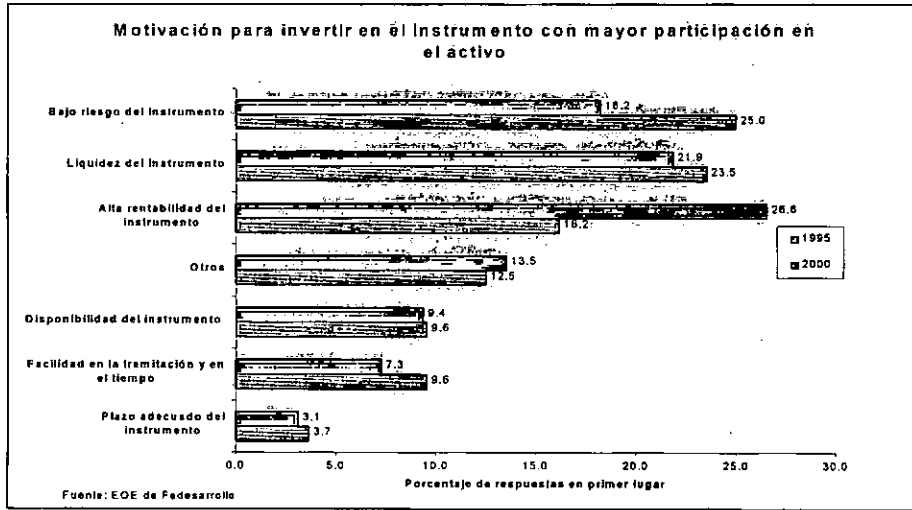
Gráfico II-29



Existen diferencias en los activos financieros según el tamaño de las empresas. En las más grandes predominan Otros (no especificados), seguidos por los CDT's, en tercer término las acciones y luego los fondos comunes y los bonos del gobierno. En las empresas medianas y pequeñas, en cambio, las acciones tienen la participación mayoritaria dentro de los activos financieros, seguidas por los CDT's y por los fondos comunes.

En 1995 el principal factor que motivó la escogencia del principal activo financiero, los CDTs, fue su alta rentabilidad seguida por el bajo riesgo del instrumento y la alta liquidez. En contraste, en 2000 estas dos últimas razones fueron prioritarias para invertir primordialmente en acciones (Gráfico II-30).

Gráfico II-30

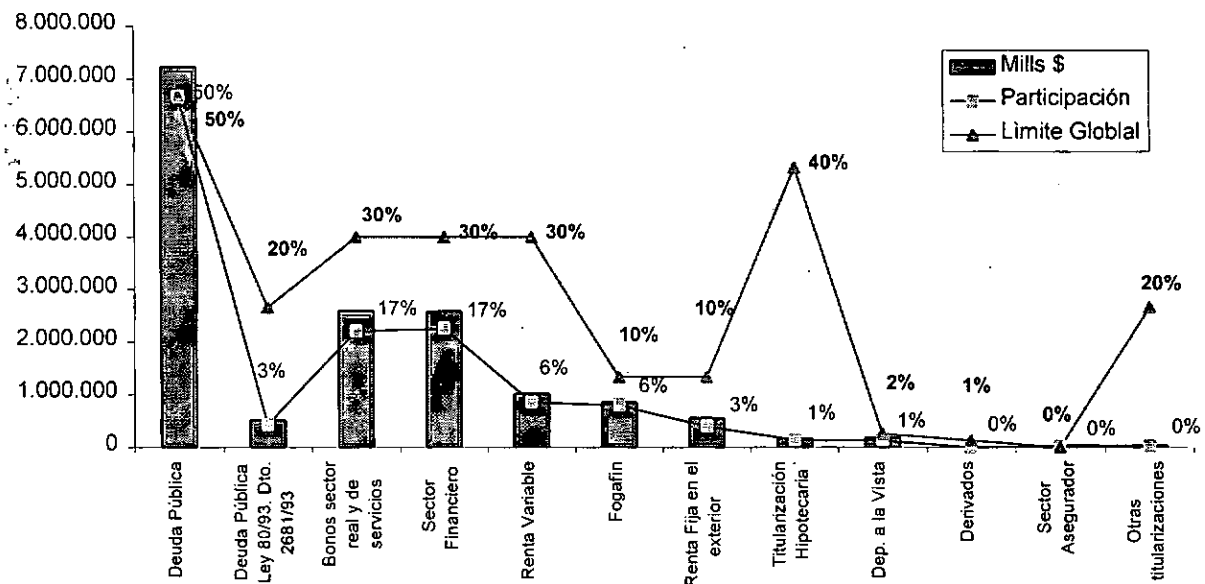


**D. Factores que están obstaculizando la mayor participación de los fondos de pensiones en el mercado de capitales.**

A partir de los resultados de la encuesta de 2003 y de los talleres que se llevaron a cabo con diferentes empresarios se evidencia que una de las razones por las cuales las empresas no acuden al mercado de valores, o si alguna vez acudieron dejaron de hacerlo, es la falta de demanda por sus bonos y/o acciones. Los fondos de pensiones han tenido un crecimiento importante en los últimos años, generando así un alto potencial de demanda por activos del sector real tanto en renta fija como en renta variable. En efecto, los aportes de pensiones obligatorias de los afiliados a los fondos ascienden a \$300.000 millones mensuales y el portafolio de los fondos a noviembre de 2003 tiene un valor de \$20 billones. Por tal motivo se realizaron entrevistas con los presidentes de las AFP para escuchar sus argumentos acerca de los factores que están obstaculizando una mayor participación de los fondos de pensiones en la demanda por papeles del sector real.

Es importante aclarar que los topes de inversión impuestos a los fondos de pensiones no representan una limitación en la demanda de activos financieros del sector real. Como se aprecia en el gráfico II-31, dentro de las alternativas de inversión dispuestas en la regulación de los fondos, 17% y 6% del portafolio están invertidos en títulos de renta fija y renta variable del sector real respectivamente. Por lo tanto existe espacio para aumentar la participación en este tipo de inversiones, ya que el tope máximo para cada una de éstas es de 30%.

Gráfico II-31



Los fondos de pensiones son conscientes de que su principal objetivo no es dinamizar el mercado de capitales sino garantizar las pensiones de los afiliados. Aún bajo este supuesto reconocen que la combinación de riesgo y rentabilidad dispuesta por la regulación actual es ineficiente, argumentan que ésta tiene sesgos importantes que impiden la toma de riesgo. Adicionalmente, mencionan otros aspectos atribuibles a la oferta y al mercado en general.

### 1. Problemas de oferta

Los fondos argumentan que parte del problema es de oferta; como se verá en los gráficos II-32 y II-33 la emisión de acciones ha venido disminuyendo en los últimos años, mientras que la de bonos ha aumentado.

Gráfico II-32

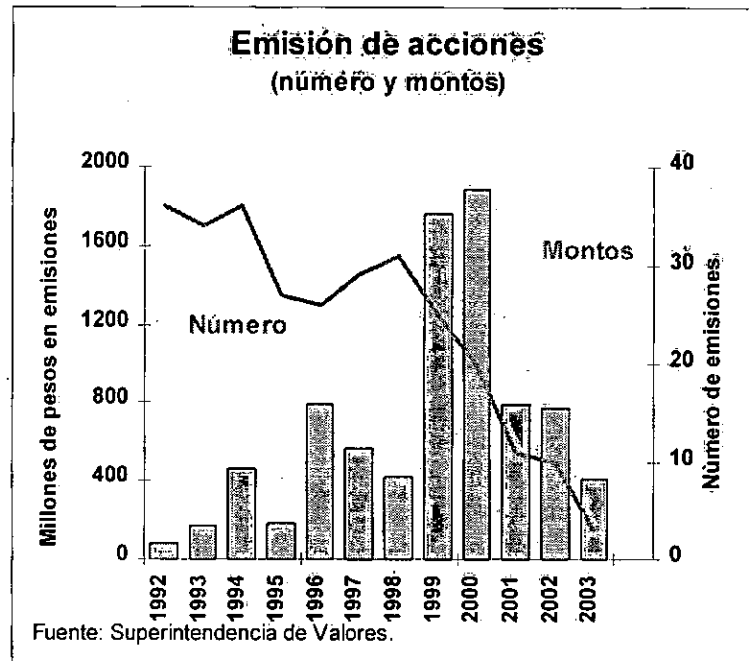
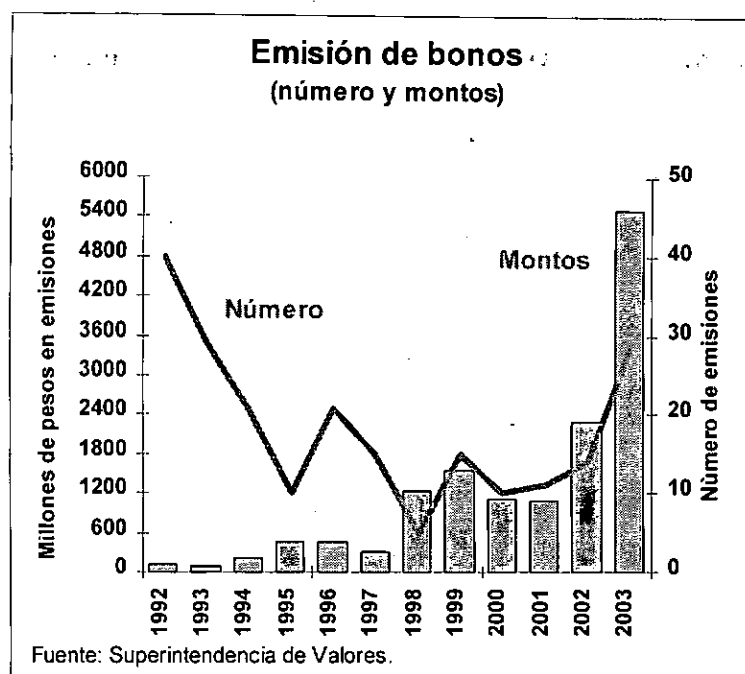




Gráfico II-33



Adicionalmente, no existen suficientes emisiones de alta calificación en el mercado; entre 1992 y 2002 los fondos de pensiones crecieron 70%, mientras que las nuevas emisiones sólo crecieron 30%. Otro factor que se le atribuye a la oferta es la falta de homogeneidad en la emisión de papeles, lo cual aumenta los costos de valorización y contabilización; además la falta de volúmenes importantes de instrumentos homogéneos entorpece la liquidez y la profundización del mercado. Ante este hecho las AFP recomiendan implementar estándares en la estructuración de las emisiones.

Es importante destacar que los fondos de pensiones si han tenido una participación importante en las emisiones exitosas como es el caso de ISA y de ETB. Es por esto que su baja intervención en el mercado se la atribuyen en parte a la baja oferta de papeles atractivos para ellos.

## 2. Problemas en el marco regulatorio

La fuerte aversión al riesgo propiciada por el marco regulatorio se debe en gran medida a la exigencia de cumplir con la rentabilidad mínima. Ésta se calcula a partir de la ponderación de 50% de componente exógeno y otro 50% de componente endógeno, que son el portafolio de referencia diseñado por la Superintendencia Bancaria y la rentabilidad promedio del sector.

### a) Incentivos asimétricos

Existen incentivos asimétricos; si la rentabilidad del período se sitúa por encima de la mínima los beneficios son para los afiliados, mientras que si esta rentabilidad cae por debajo de la mínima las AFP deben cubrir la diferencia con su patrimonio propio. Ante esta situación los fondos tienden a hacer inversiones lo más parecidas al portafolio de referencia, es decir, inversiones poco riesgosas dentro de las cuales el espacio para las emisiones del sector real es muy reducido. Es por esto que la mayoría de los fondos sugirieron la adopción de un esquema de bandas como el utilizado en Chile, generando incentivos para que las AFP se enfoquen en la rentabilidad y así disminuir la fuerte aversión al riesgo que caracteriza al sector. En Chile la rentabilidad mínima es 100% endógena, es decir el promedio del sector; adicionalmente existe una banda de rentabilidad, cuando la rentabilidad de los fondos está por encima de la banda pueden provisionar un fondo de estabilización, el cual se usa para contrarrestar cuando la rentabilidad esté por debajo de la mínima. Este esquema permite acumular fondos en los ciclos buenos en los que se generan altas tasas de interés, para luego subsidiar los ciclos en los que se producen tasas muy bajas de rentabilidad.

Por otro lado, se sugirió la implementación de una comisión vinculada a la rentabilidad; cuando ésta se sitúa por encima de la mínima las AFP podrían cobrar una comisión sobre los rendimientos, de tal forma que haya un incremento en los incentivos para tener inversiones más riesgosas en sus portafolios. Adicionalmente, algunos fondos sugieren implementar una rentabilidad mínima 100% endógena o disminuir el peso del portafolio de referencia y/o su aversión al riesgo.

#### *b) Baja diversificación del portafolio*

Además, dado que la supervisión está basada en límites y no en riesgo existe una baja diversificación de los portafolios; como se ve en el Gráfico II-34 actualmente se están cumpliendo los límites pero 50% del portafolio de los fondos está concentrado en TES. Puesto que la rentabilidad mínima está calculada a partir del portafolio de referencia surge un efecto manada; para lo cual los fondos sugieren que haya un cambio en las ponderaciones, que se le de menos peso al portafolio sintético. De hecho se están desestimulando las inversiones demasiado riesgosas pero la promoción de la diversificación del riesgo como sector no se cumple.

Gráfico II-34

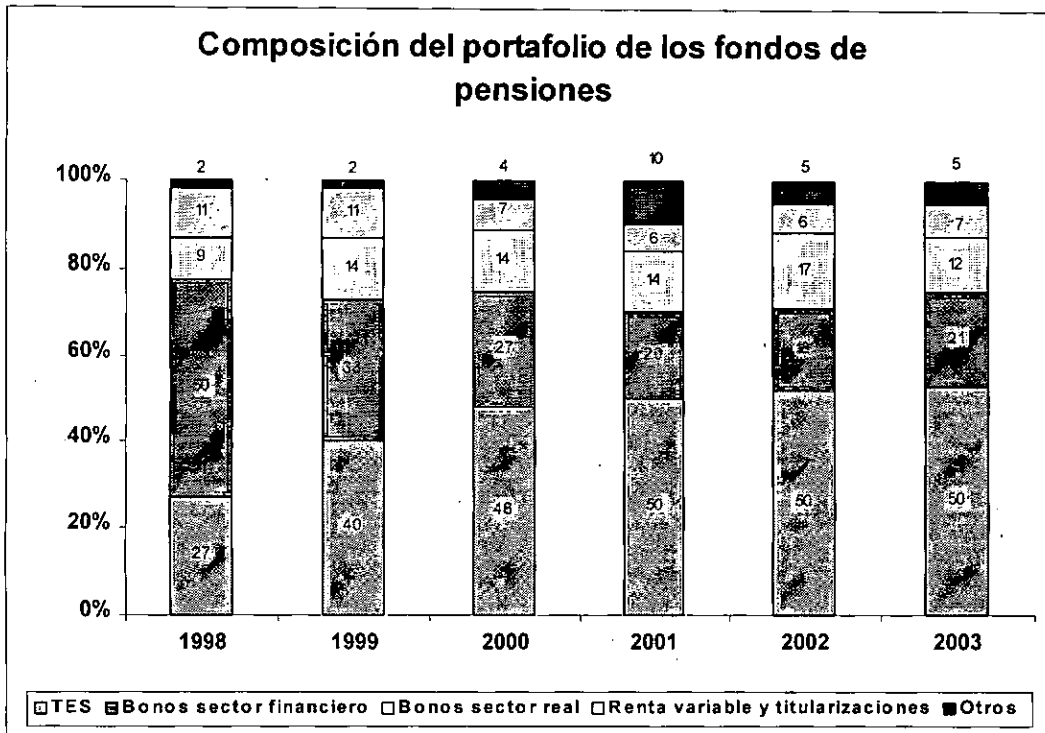
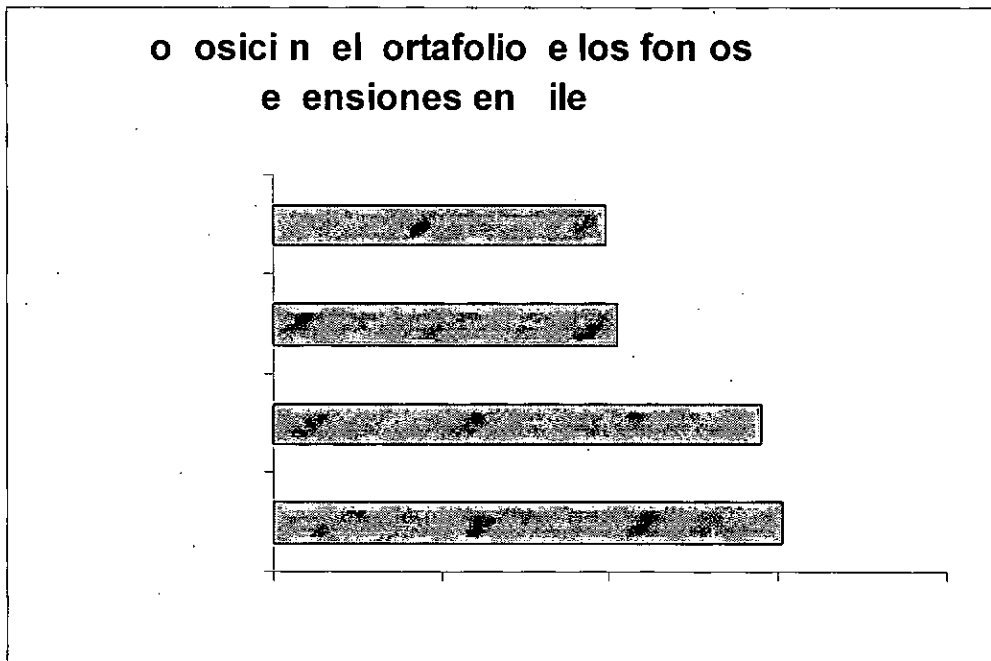


Gráfico II-35



Al comparar la composición del portafolio de los fondos de pensiones en Colombia y en Chile se aprecia la sobreexposición en deuda pública del primero, mientras que el segundo presenta una composición diversificada de su portafolio con un promedio de 25% de inversiones en los sectores estatal, financiero, empresarial y extranjero. Es de aclarar que el régimen de inversiones de los fondos de pensiones colombianos es bastante restrictivo en cuanto a la inversión extranjera, estas inversiones sólo pueden ser en renta fija y existe un límite global de 10%.

### *c) Valoración a precios de mercado*

Por otro lado, el sistema de valoración de renta variable para los fondos consiste en valorar a precios de mercado las acciones con alta y media bursatilidad, mientras que las de baja y nula son a valor intrínseco. Los fondos tienen limitaciones para tener en sus portafolios instrumentos financieros cuyo valor es el intrínseco, debido a que este precio no señala el potencial de la inversión, ni cuánto estaría dispuesto a pagar el mercado por este tipo de papel y por ende la valoración del portafolio es imperfecta. Asimismo, los fondos se preocupan cuando los papeles carecen de liquidez, sumado a la falta de contrapartes, debido a la volatilidad de sus precios, de tal manera que la validez en la valoración de estos activos se debilita a medida que la volatilidad aumenta. Por consiguiente, la baja participación de los fondos en renta variable se ve afectada por la baja liquidez que hay en el mercado de acciones que es de aproximadamente US\$ 3 millones diarios transados. Se sugiere entonces la exclusión dentro del cálculo de la rentabilidad mínima por un período determinado del rendimiento de algunas acciones cuya bursatilidad es mínima o inexistente, hasta que la liquidez de éstas aumente. De igual manera podría hacerse con las privatizaciones y concesiones cuyos flujos de ingresos son de largo plazo y por ende los retornos de la inversión también. Al incluir este tipo de inversiones, de cero rentabilidad en los inicios del proyecto, en el cálculo de la rentabilidad mínima se estaría castigando el rendimiento del portafolio para ese período. Otra alternativa sería incluir dentro del portafolio de referencia este tipo de inversiones. Por último, los fondos propusieron la implementación de un programa de creadores de mercado para acciones, el cual infundiría la liquidez y la confianza necesarias para el desarrollo del mercado de renta variable.

Asimismo, los fondos consideran que la medición del desempeño de los fondos de pensiones por el promedio de los últimos tres años es cortoplacista y no les permite enfocar su gestión en el largo plazo. En efecto, la rentabilidad mínima mide el desempeño de corto plazo, pero los ahorros y por ende las inversiones de los fondos son de largo plazo. Así, se obliga a estas instituciones a tratar el riesgo de sus inversiones como si éstas fueran de corto plazo debido a la rentabilidad que debe generarse; además no pueden invertir en proyectos mencionados anteriormente que son de largo plazo e implican períodos de cero rentabilidad. Proyectos que por sus características son dinamizadores del crecimiento económico como concesiones, privatizaciones, etc..

#### *d) Adopción de un sistema de multifondos*

También es importante destacar como opción para disminuir la aversión al riesgo y por ende invertir en papeles del sector real, la conformación de los multifondos de inversión tomando como ejemplo a Chile.

En este país el principal objetivo del esquema de multifondos es el de incrementar el valor esperado de las pensiones que obtendrán los afiliados. Es efecto, existe la posibilidad de invertir en una cartera de activos financieros cuya combinación de riesgo-rentabilidad está asociada al horizonte de inversión del afiliado, permitiendo así elevar el valor esperado de la pensión de éste, lo cual aumenta la eficiencia con la cual el sistema de pensiones logra su objetivo fundamental, que es el de entregar a sus afiliados un ingreso que permita reemplazar en forma adecuada a aquél que obtenían durante su vida activa. Asimismo, el sistema de multifondos permite a los afiliados lograr una distribución de cartera más acorde con sus preferencias y necesidades, en cuanto a riesgo y rentabilidad. Distintos afiliados pueden tener distintas preferencias en relación a la composición del portafolio de sus fondos de pensiones, que se reflejan en distintos grados de aversión al riesgo. Por ejemplo, afiliados más jóvenes o que disponen de otros activos pueden preferir un fondo de pensiones con un mayor nivel de riesgo y retorno esperado, de tal forma que se aumente el valor esperado de su pensión. Mientras que afiliados de mayor edad o ya pensionados pueden preferir un fondo de mínimo riesgo, de tal forma que se minimicen las fluctuaciones en el valor de su pensión.

En efecto, en Chile existen cinco fondos que se diferencian por el porcentaje de recursos que podrán destinar a la compra de instrumentos de renta variable. Las opciones van desde el fondo E que sólo invertirá en renta fija, hasta el fondo A que podrá tener hasta 80% en renta variable. Los afiliados menores a 55 años podrán elegir entre los cinco fondos, mientras que los afiliados mayores a 55 años sólo pueden optar por los fondos B, C, D o E. La persona que opte por un fondo más riesgoso, o con mayor proporción de renta variable, podrá aspirar a mayores ganancias en el largo plazo. No obstante, también debe estar dispuesto a tolerar períodos de rentabilidades bajas o incluso negativas. Si el afiliado no opta por ninguna de las alternativas, la ley establece un mecanismo de asignación automática a alguno de los tres fondos intermedios de acuerdo con la edad de los afiliados.

A su vez, la existencia de fondos múltiples tiene los siguientes efectos positivos, tanto para el sistema de pensiones en particular, como para el mercado de capitales en general:

- Incentivos para buscar información: se genera un mayor incentivo para que los afiliados se informen acerca del desempeño de sus fondos de pensiones, imponiendo una mayor disciplina al administrador de éstos.
- Mejoramiento del servicio que prestan las AFP: el mayor número de fondos disponibles personaliza el servicio que las administradoras entregan a sus afiliados

- Participación de los afiliados: la posibilidad de elección de cartera permite que los afiliados se sientan más activos en la administración de sus fondos.
- Mejor asignación de recursos: la mayor especialización de las inversiones generará un aumento en la eficiencia de la asignación de los recursos en la economía.
- Cultura de riesgo: este sistema obliga a los afiliados y a los fondos a exigirse en materia de gestión de la rentabilidad, lo cual empezaría a crear una cultura de riesgo para las partes.

A pesar de que la mayoría de los fondos sugirió como alternativa para la diversificación de los portafolios y la disminución en la aversión al riesgo, la implementación del sistema de multifondos, existen varios de ellos que consideran que el mercado colombiano no está preparado para funcionar bajo este esquema. Esto se debe a que la gran mayoría de los afiliados devenga entre uno y dos salarios mínimos mensuales, lo cual significa un proceso arduo de culturización del ahorro de largo plazo y del entendimiento sobre cuál debe ser el manejo adecuado del dinero, lo que implica a su vez mayores costos administrativos y operativos para las AFP. Se considera entonces, como alternativa para implementar este sistema, hacerlo de manera obligatoria, distribuyendo a los afiliados por edades en los diferentes portafolios y no que ellos mismos se encarguen de escoger.

Por otro lado, uno de los fondos está empezando a hacer uso del Artículo 87 de la Ley 100 de 1993, el cual deja muy clara la posibilidad de planes alternativos de pensiones, en los cuales, después de que el afiliado tenga su pensión básica garantizada, puede invertir el exceso en diferentes planes alternativos debidamente autorizados por la Superintendencia Bancaria. Esta alternativa permite que el afiliado tenga el control sobre la pensión obligatoria y pueda definir una estrategia de inversión según sus preferencias y necesidades. De hecho, la manera como se está aprovechando esta regulación es brindando como plan alternativo de pensiones la posibilidad a los afiliados de escoger entre cuatro fondos con combinaciones de riesgo-rentabilidad diferentes, que se ajusten a la actitud ante el riesgo de las personas.

Definitivamente no existe consenso entre los fondos en cuanto a que los afiliados colombianos estén preparados para la instauración de un sistema de multigestión, ya que la opinión de cada fondo depende de la composición por ingresos de sus afiliados. Entre mayor sea la proporción de afiliados con ingresos altos más fácil es la implementación de un esquema con características de multifondos.

### ***3. Implementación del gobierno corporativo***

Los fondos encuentran como factor determinante de la baja demanda por activos financieros del sector real en particular de acciones, la carencia de gobierno corporativo. Manifiestan su desconfianza hacia las nuevas empresas en el mercado de valores, debido a la deficiente calidad en la revelación y estandarización de la información. Por otro lado, mencionan los altos niveles de incertidumbre ocasionados por las malas experiencias en el pasado caracterizadas por la falta de control, supervisión y problemas en la difusión de la información. Factores que sólo a través de la implementación de un buen código de

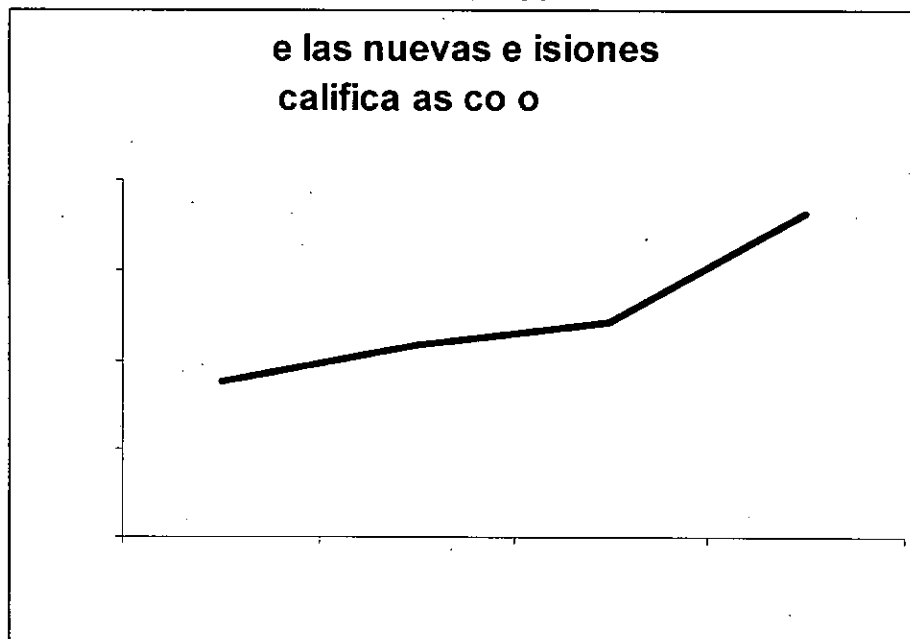
gobierno corporativo pueden solucionarse. Efectivamente, este aspecto está poco desarrollado en el país. Por un lado, como mostraron los resultados de la Encuesta, a las empresas no les gusta hacer pública su información por razones de seguridad personal, por seguridad frente a la competencia y por razones diferentes a las mencionadas. Por otro lado, la homogeneización de estándares de información resulta costoso para las empresas.

Se recomienda entonces que las empresas que quieran acceder a recursos en el mercado de capitales empiecen por depurar los sistemas de información que caracterizan un código de buen gobierno para cumplir con los requisitos de transparencia y protección de los inversionistas tanto mayoritarios como minoritarios. Se trata del cumplimiento de principios, reglas o estándares en el manejo de las empresas, que permiten el alcance de los objetivos corporativos y su permanente evaluación, al mismo tiempo que constituyen una plataforma de protección para los inversionistas.

#### **4. Problemas en la calificación de riesgo**

Existen limitaciones en la calificación, como se aprecia en el gráfico II-36, en 1999 44% de las nuevas emisiones eran AAA, mientras que en 2002 esta cifra ascendió a 91%. Por otro lado, esta calificación se caracteriza por su alta volatilidad, lo que genera una desconfianza por parte de los fondos hacia la persistencia en la calificación de una emisión, lo cual conduce a dejar de invertir en papeles cuya calificación se acerque al límite mínimo que es A-. Por debajo de esta calificación los fondos deben provisionar una pérdida en la valoración de su portafolio o salir a vender los papeles produciendo inmediatamente una señal negativa en el mercado. Por todo lo anterior los portafolios de los fondos de pensiones están altamente concentrados en títulos AAA o AA+, aumentando las trabas para entrar al mercado de valores de los emisores cuyas calificaciones estén por debajo de éstas.

Gráfico II-36



Es importante destacar que el *stock* de emisiones calificadas en Colombia se concentra en calificaciones de grado de inversión, mientras que en el resto del mundo es al contrario, se presenta una mayor concentración en papeles de grado especulativo.

Al mismo tiempo se presentan problemas en la metodología de calificación de los fondos de pensiones, la cual generalmente se basa en la calificación de los papeles que conforman sus portafolios y no en la gestión que ellos llevan a cabo con éstos, dejando de lado aspectos administrativos y operacionales que también deberían hacer parte de los criterios de calificación de un fondo de pensiones. Debido a esto, los portafolios de los fondos tienden a estar fuertemente concentrados en papeles AAA o AA+ generando mayores barreras a la entrada de emisores potenciales. Por lo tanto, mientras los fondos de pensiones concentran su demanda en papeles de alta calificación, hay muchos emisores que por no alcanzar esta calificación no salen al mercado, o se ven obligados a estructurar a un mayor costo una emisión con garantías.

### ***5. Incentivar el rol de las bancas de inversión***

Los fondos se refirieron a la debilidad de la Banca de inversión como industria en este proceso. Como se mencionó anteriormente, las AFP consideran que muchos de los papeles del sector real que se encuentran actualmente en el mercado carecen de liquidez y profundidad debido a la falta de homogeneidad en la estructuración de éstos. De ahí la importancia del papel que la Banca de inversión debe jugar; en el diseño y en el desarrollo de diferentes instrumentos financieros, como papeles estructurados que generen nuevas oportunidades de inversión. De la misma manera esta industria debería dejar de enfocarse en el grupo de emisores permanentes y tratar de asesorar y acompañar las empresas que sean emisores potenciales, en el proceso de entrada al mercado de valores.



### III. MUESTRA DE EMISORES POTENCIALES

Una vez concluida la Encuesta de Opinión Empresarial y el análisis de los fondos de pensiones, el siguiente paso consistió en seleccionar una muestra de emisores potenciales para el mercado de valores. El objetivo principal era validar, a través de un trabajo de campo, los resultados obtenidos de la Encuesta y profundizar en el entendimiento de los principales obstáculos que han impedido un mayor acceso al mercado de valores colombiano.

Dicha selección se convierte a su vez en una muestra de empresas que consideramos aptas para emitir bonos y acciones en el mercado de valores. Así se cuenta con un grupo de empresas con las cuales se deberá continuar trabajando hacia una mayor comprensión de su posición frente al mercado de valores y hacia una mayor divulgación de las alternativas de financiación que ofrece dicho mercado.

#### A. Criterios de selección

Se seleccionó una muestra de empresas de acuerdo con dos criterios: su nivel de activos y su desempeño operacional. Esto permitió contar con un grupo de empresas que por sus características propias cumplen con las condiciones básicas para salir al mercado.

Para clasificar a las empresas por su tamaño y por su desempeño financiero se utilizaron los reportes financieros de 2002 publicados por la Superintendencia de Sociedades. Se analizaron en total 410 empresas entre las cuales se encontraban las 214 empresas que respondieron a la Encuesta de Opinión Empresarial de 2003 y 40 empresas que actualmente están en el mercado de valores<sup>34</sup>.

Se acordó un valor de \$40.000 millones en activos totales como un nivel mínimo para acceder al mercado de valores. En cuanto a las condiciones financieras de las empresas, se escogieron aquellas con una rentabilidad operacional del activo (utilidad operacional/activo total) superior a 10%. Al tomar como criterio básico la generación de utilidad operacional nos aseguramos que las empresas seleccionadas tengan una buena capacidad de creación de valor es su actividad operativa. Las empresas escogidas sobresalen desde esta perspectiva si tenemos en cuenta que en promedio las empresas que reportan a la Superintendencia de Sociedades arrojan una rentabilidad operacional del activo de 4.0% en 2002.

#### B. Características de la muestra

El resultado final fue una muestra de 90 empresas: por nivel de activos, 42% de las empresas tienen activos totales superiores a \$100.000 millones, 38% entre \$100.000 y \$50.000 millones y 20% entre \$50.000 y \$40.000 millones. Por ciudades, 56% de la

---

<sup>34</sup> Dentro de las 40 empresas se incluyeron aquellas que actualmente emiten bonos o acciones pero no ambas. No se tuvo en cuenta si en este grupo de empresas se encontraban algunas que hayan participado en el mercado a través de titularizaciones.

muestra se encuentra en Bogotá, 12% en Medellín y 32% entre otras ciudades del país. 64% de las empresas pertenece al sector industrial y 20% al sector de comercio.

En cuanto a la situación financiera de las empresas incluidas en la muestra: 89% de ellas tienen una rentabilidad operacional entre 10% y 20% y 11% entre 20% y 30%. Por niveles de endeudamiento, medido a través del indicador de cobertura (deuda financiera total/utilidad operacional)<sup>35</sup> (gráfico III-1), la muestra de empresas se distribuye de la siguiente manera: 85% de las empresas tiene una razón de cobertura entre 0 y 3 veces, 8% entre 3 y 5 veces y 7% superior a 5 veces (gráfico III-2). Esto es un indicador de la capacidad que tienen las empresas de asumir mayores niveles de financiación - ya sea por medio de la colocación de bonos o a través de la emisión de acciones- sin afectar la rentabilidad de la empresa.

Gráfico III-1

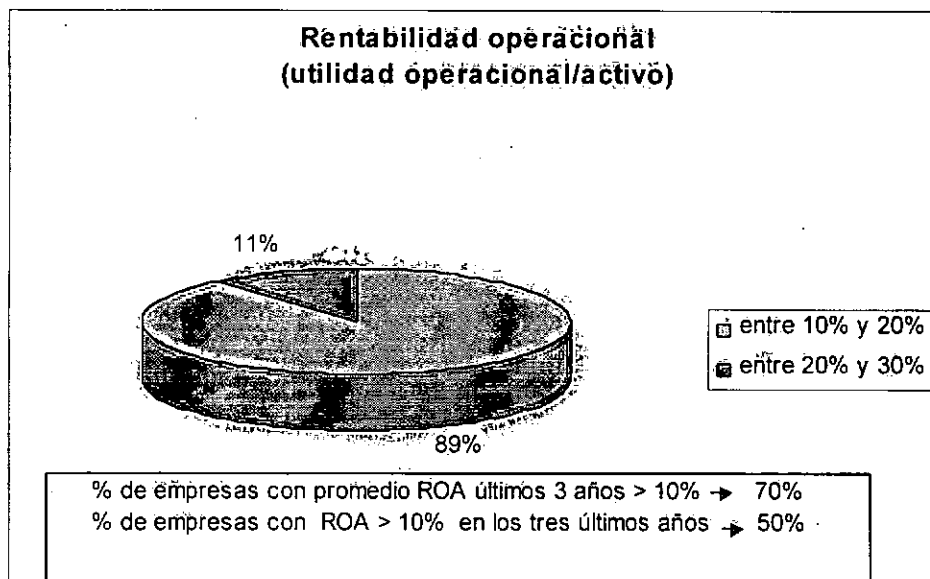
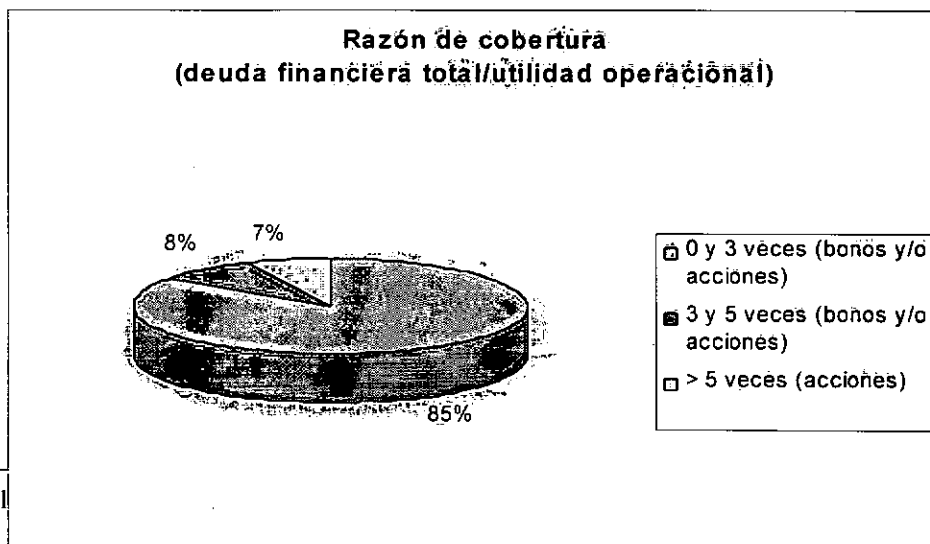


Gráfico III - 2



<sup>35</sup> La util

BITDA.

Entre las 90 empresas seleccionadas 12 respondieron a la Encuesta de Opinión Empresarial. Entre este subgrupo se hizo la siguiente clasificación:

- 9 empresas tienen planes de expansión para los próximos 5 años.
- 1 empresa afirmó estar interesada en el mercado de valores.
- 2 empresas actualmente están en el mercado de acciones y 1 es emisor de bonos.

#### IV. TALLERES “EL MERCADO DE VALORES COMO ALTERNATIVA DE FINANCIACIÓN EMPRESARIAL”

Para realizar los talleres fueron invitadas las 90 empresas incluidas en la muestra de emisores potenciales; 50 de Bogotá, 11 de Medellín y 29 empresas distribuidas en otras ciudades del país.

##### A. Características de la muestra de empresas

Se reunieron en total 16 empresas de Bogotá y Medellín (22% de la muestra total y 33% de las empresas ubicadas en estas dos ciudades). Las empresas que asistieron representaban 8 sectores económicos de industria, comercio y servicios. 42% de las empresas tienen activos superiores a \$100.000 millones, 42% activos totales entre \$50.000 y \$100.000 millones y 6% entre \$40.000 y \$50.000 millones. La rentabilidad operacional (utilidad operacional/activo total) en la muestra de empresas se encuentra entre 10% y 30%; 32% de las empresas tiene una rentabilidad operacional superior a 15%. En cuanto a la cobertura de deuda, la deuda financiera total con respecto a los activos se encuentra en un rango entre 0 y 5 veces. 10% del total de empresas tiene cobertura entre 3 y 5 veces y 84% entre 0 y 3 veces.

Se contó también con la participación de tres empresas que enriquecieron la discusión al hablar de sus experiencias como actuales emisores del mercado de valores. Estas empresas fueron la Organización Corona, Carulla-Vivero e ISA.

EMPRESA	Ciudad	ACTIVO TOTAL (miles de pesos)	Rentabilidad operacional del activo (%) (utilidad operacional/activo) 2002	Indicador de cobertura (veces) (deuda total/utilidad operacional)
QUIMICOS F G LTDA	BOGOTA D.C.	369,537,586	23.6%	0.59
COMPAÑIA PINTUCO S A	MEDELLIN	242,369,593	17.1%	0.14
ALPINA PRODUCTOS ALIMENTICIOS S A	BOGOTA D.C.	236,452,226	14.3%	1.78
CINE COLOMBIA S.A.	BOGOTA D.C.	156,173,087	15.0%	0.00
C I YUMBO S A	BOGOTA D.C.	107,695,928	10.7%	5.05
GRASAS VEGETALES S A	SABANETA	95,272,294	16.8%	0.41
INDUSTRIA COLOMBIANA DE MOTOCICLETAS S.A.	MEDELLIN	83,902,485	14.3%	2.82
REPRESENTACIONES CONTINENTAL S.A.	BOGOTA D.C.	78,132,443	13.5%	0.18
EUROCERAMICA S.A.	MEDELLIN	70,661,513	10.3%	1.42
MINEROS DE ANTIOQUIA S.A.	MEDELLIN	64,767,888	18.2%	0.02
SUMINISTROS DE COLOMBIA S.A.	MEDELLIN	62,800,132	12.7%	1.05
PROCESADORA DE ARROZ LIMITADA	BOGOTA D.C.	54,203,349	13.6%	3.41
PRODUCTORA DE CABLES LTDA PROCABLES	BOGOTA D.C.	52,195,166	13.7%	2.64
CERAMICA ITALIA S.A.	CUCUTA	45,611,081	29.1%	0.06
UNION DE CABLEOPERADORES DEL CENTRO CABLECENTRO S.A.	BOGOTA D.C.	42,743,332	12.9%	2.29
TERPEL SUR	NEIVA	89,675,030	10.7%	0.85

## B. Metodología

El taller se dividió en dos partes; la primera consistió en una serie de breves presentaciones por parte de la Superintendencia de Valores y de la Asociación Nacional de Instituciones Financieras–Anif. El objetivo de la presentación de la Superintendencia de Valores era darle a los empresarios una visión general sobre las opciones de financiamiento que actualmente ofrece el mercado de valores, junto con un breve resumen de los esfuerzos que se están haciendo en los distintos frentes para mejorar las condiciones de acceso al mercado de capitales tanto privado como público. Por su parte, Anif presentó los principales resultados de la Encuesta realizada con Fedesarrollo a 214 compañías del sector real. El propósito de la presentación era mostrar los principales resultados de la Encuesta en cuanto a la actual estructura de financiamiento de las empresas y las razones por las cuales no acuden al mercado de valores. Lo anterior sirvió para fijar las pautas de la segunda parte del taller que consistió en un diálogo con las empresas. En esta primera parte del taller también participaron la Bolsa de Valores de Colombia y Asofondos que dieron una breve descripción del reciente dinamismo de la Bolsa y de las dimensiones de la demanda por parte de los inversionistas institucionales.

La metodología utilizada en la segunda parte del taller se basó en la libre participación de los empresarios quienes compartieron con el grupo sus inquietudes con respecto al mercado de valores.

## C. Resultados

En general, las empresas mostraron interés en participar en el mercado de valores y en explorar algunas opciones de financiación distintas al crédito bancario tradicional si se toman las medidas necesarias para corregir los obstáculos que hoy en día existen. Las razones expuestas por los empresarios para no acceder al mercado pueden clasificarse en cuatro categorías:

1. Factores de demanda
2. Costos
3. Información
4. Asesoría

Recordemos que en la encuesta de 2003 un 22% de los empresarios dijeron estar interesados en cambiar su actual estructura de financiamiento a través de mecanismos ofrecidos en el mercado de valores y calificaron la disminución en los costos de entrada al mercado y la necesidad de garantizar de que sus bonos o acciones sean demandados, como las dos condiciones más importantes para hacerlo.

## *1. Factores de demanda*

En la encuesta de 2003 el tema de falta de demanda – específicamente la percepción de no cumplir con las condiciones adecuadas – es una razón importante por la cual las empresas no acuden al mercado de valores<sup>36</sup>. Los talleres sirvieron para profundizar en el tema de las barreras que, según los empresarios, existen por el lado de la demanda.

Varias empresas se refirieron a las limitaciones que existen en cuanto a las inversiones de los fondos de pensiones. Según ellas las compañías no salen al mercado por temor a no cumplir con las condiciones para ser calificadas AA+. Según las empresas, así se lo han hecho entender las calificadoras a las empresas y las bancas de inversión que las asesoran. En este sentido, las empresas hablaron de la necesidad de cambiar las señales que reciben con el fin de que se vean motivadas a participar en el mercado. En este caso el mercado pondría la pauta en la medida en que una colocación con menor calificación se haría a una tasa más alta.

Otra limitación que las empresas consideran impuesta por los inversionistas institucionales tiene que ver con el monto de las emisiones. Las empresas consideran que el tamaño de las emisiones es una limitante a la hora de salir al mercado. En algunos casos las necesidades de financiación de las empresas son menores al monto mínimo que haría atractiva la inversión para los fondos de pensiones.

En el caso de los dos anteriores obstáculos, una de las compañías representadas en el taller habló de la experiencia del grupo empresarial del cual hace parte y que realizó una emisión conjunta entre 5 empresas pertenecientes a la misma organización. Según la empresa, la emisión que fue calificada AA+ seguramente no se hubiera logrado si a cada empresa se le hubiera dado una calificación de riesgo. A esto se suma el hecho de que los montos individuales hubieran sido muy pequeños.

Una empresa del sector textil planteó esta posibilidad como una manera de unir a varias firmas de un mismo sector. Este mecanismo puede hacer más viable una colocación entre empresas pequeñas y medianas en la medida en que, como en el ejemplo anterior, las emisiones sindicadas de bonos reciben una mejor calificación y se ofrece un monto más atractivo para los inversionistas institucionales.

Se habló también de otra limitante en la demanda de los fondos de pensiones en el caso específico de realizar una titularización de un inmueble. Éste es por ejemplo el caso de los proyectos de expansión de las grandes cadenas. Según la empresa que comentó este mecanismo de financiación, se tiene la percepción de que los fondos de pensiones no están dispuestos a asumir el riesgo del inmueble, en el caso de una venta del inmueble a terceros por ejemplo, o a recibir una renta por el inmueble.

---

<sup>36</sup> Teniendo en cuenta que la muestra de emisores potenciales se compone de empresas con activos totales superiores a \$40.000 millones, la mayoría de las observaciones hechas por los asistentes a los talleres se comparan con los resultados obtenidos para el grupo de firmas grandes (activos totales > \$28.6 mil millones) que respondieron la Encuesta.

Otro tema que surgió y que también se relaciona con factores de demanda que impiden un mayor acceso al mercado tiene que ver con la necesidad de una mayor diversidad de inversionistas y de distinto perfil. Esto repercute en el tema de costos, ya que entre un mayor número de inversionistas se presiona hacia abajo la tasa de negociación de la emisión.

## *2. Altos costos*

Los empresarios en su totalidad mencionaron los altos costos como una de las principales razones por las cuales no acceden al mercado de valores. En la encuesta de 2003 los altos costos también surgieron entre los factores más importantes, especialmente en el caso de las firmas que han participado en el mercado de valores a través de bonos y dejaron de hacerlo. En la encuesta esta pregunta se dividió en dos, el mayor costo frente al crédito bancario y otros costos, siendo el primero más significativo.

En este sentido, los talleres permitieron ahondar en este tema. En el caso de las observaciones hechas por los empresarios también es importante diferenciar entre el mayor costo de la emisión frente al crédito bancario y los otros costos de colocación.

Para la mayoría de las empresas que participaron en el taller, las tasas a las cuales se obtienen créditos bancarios son inferiores a las tasas de una colocación. En este sentido es claro que en un escenario como el actual, de alta liquidez y bajas tasas de interés, las empresas ven como mejor opción un endeudamiento a través de créditos bancarios.

Dos empresas compartieron sus experiencias, una a través de una emisión sindicada y la otra con una colocación de bonos en el mercado público. En ambos casos las empresas se refirieron a los créditos a través del mercado de valores como una financiación relativamente costosa si se comparan con los créditos bancarios, aunque son conscientes de que influyó el momento en el que salieron. Una empresa también anotó que mientras que un crédito bancario es renegociable las tasas de colocación de una emisión de bonos no lo son, lo que en un escenario de tasas de interés bajas es una ventaja.

La discusión sobre el mayor costo de las colocaciones fue rebatida durante los talleres, poniendo sobre la mesa las diferencias en los plazos de ambos sistemas de financiación. Los créditos bancarios mencionados por los participantes oscilaban entre 1 y 5 años, mientras que en el caso de las colocaciones las empresas que actualmente tienen bonos en el mercado los colocaron a plazos superiores a 5 años. Una de ellas colocó 90% del crédito a 10 años.

Sin embargo, varias empresas expresaron que esta limitación de los créditos bancarios puede corregirse a través de las renegociaciones de créditos (otros se refirieron a esto como créditos rotativos), de tal manera que se convierta en una ampliación de los plazos. Es decir que por renovación constante un crédito de corto plazo se vuelve de mediano plazo. Una empresa del sector de alimentos explicó que el crédito de corto plazo se adapta a su estructura de ingresos ya que la mayoría de sus ventas son de contado. Las

empresas también mencionaron los créditos preaprobados con entidades financieras por montos que en general cubren sus necesidades de expansión.

Un actual emisor del mercado de valores hizo una contribución importante a la discusión, explicando que en la medida en que se va construyendo una estrecha relación con el mercado de valores a través de una serie de colocaciones, las condiciones (tasas y plazos) de las emisiones van mejorando. En el caso específico de esta empresa, su última emisión fue a 12 años y la primera había sido a 5 años.

Ninguna empresa precisó sobre el tema de los costos de colocación; sin embargo la mayoría de las empresas lo mencionó, con lo cual se muestra que también afecta su decisión. Varias empresas dijeron que tienen planeados proyectos de expansión interesantes para los cuales una financiación a través del mercado de valores puede ser una opción; sin embargo afirman que los costos totales de colocación y estructuración se consideran altos. Algunos de los costos incluidos en este proceso son: las comisiones de estructuración y de colocación, la inscripción en la bolsa de valores y el pago de administración de la emisión.

### ***3. Información***

El tema de la información discutido en los talleres se divide entre barreras relacionadas con los requisitos y trámites y el temor a publicar la información de la empresa. Vale la pena anotar que según la encuesta de 2003, las firmas grandes le dan la mayor importancia a la voluntad de no hacer pública la información de la empresa entre las razones por las cuales no emiten bonos ni acciones.

#### *j) Requisitos y trámites*

En este punto es importante diferenciar entre el proceso de entrega de información antes de realizar una colocación y la información periódica y eventual que debe presentar la empresa como emisor del mercado de valores.

En cuanto al primer caso, un alto porcentaje de los empresarios se refirió al exceso de información requerida en la fase de obtener la calificación de riesgo, la valoración de la empresa y la estructuración de la deuda. Lo anterior resulta en un proceso demasiado largo para las empresas que requieren de financiación en un menor tiempo. Según un empresario, “el principal obstáculo no es el temor a publicar la información sino que no es fácil organizarla de la manera como se nos exige”. Según la misma firma, hay estructuras de las empresas que no se adaptan a las exigencias de las calificadoras y de quienes preparan la emisión. Para rehacer los esquemas de información las firmas se ven en la necesidad de incurrir en mayores costos y más tiempo, ya que es necesario disponer de un personal de la empresa que se encargue de adelantar este proceso. Una empresa con experiencia en el mercado de valores comentó que el proceso de emisión de bonos adelantado por la compañía se demoró un año; otra dijo que la autorización de la emisión se había demorado año y medio. Una empresa resumió la posición de la mayoría de los participantes diciendo que muchas veces los montos de la inversión no justifican el largo proceso que se requiere para salir al mercado.



Una vez en el mercado de capitales, la información periódica y eventual que debe entregarse a la Superintendencia es considerada por las firmas como excesiva. Generalmente en las empresas no se cuenta con un personal dedicado a preparar información tan frecuente y exhaustiva para la Superintendencia de Valores. Una empresa se refirió a que terminan entregando información a la Superintendencia de Valores por “temor a ser multados”. Otra se refirió a este aspecto con el término de excesiva vigilancia.

#### *b) Temor a publicar la información*

Las empresas quisieran abstenerse de dar información por motivos de seguridad, de control, de confidencialidad y tributarios. Entre estas razones, al igual que en la encuesta de 2003, el tema de la seguridad se destacó como el más importante.

Existe preocupación entre las empresas sobre el hecho de que divulgar información ponga en riesgo a los accionistas de la compañía. Según una empresa, “compartir la información de la empresa es un factor que ahuyenta al empresario del mercado de valores”. La misma empresa afirmó que muchas veces los montos de la inversión no justifican correr con los problemas de seguridad.

Varias firmas se refirieron al hecho de no querer hacer pública la información por motivos de confidencialidad. Las empresas no quieren dar a conocer información que pueda terminar beneficiando a la competencia. Una empresa comentó que, como emisores del mercado de valores, en una ocasión entregaron información eventual que luego fue publicada en la prensa.

Al igual que en la encuesta de 2003, el tema tributario no surgió en los talleres como una de las principales razones por la cual las empresas no quieren hacer pública la información. Sin embargo dos empresas sí lo mencionaron a la hora de enumerar los motivos por los cuales no quieren dar información sobre la empresa.

### **4. Mayor y mejor asesoría**

#### *a) La Banca de inversión*

Aunque según la última encuesta, para el total de empresas, el desconocimiento del mercado de valores como alternativa de financiación es una razón primordial para no emitir bonos y acciones, en el caso de las firmas más grandes esta razón no es tan significativa. Sin embargo en los talleres, la mayoría de las empresas se quejaron de la falta de conocimiento con respecto a los trámites que deben efectuarse y de las alternativas que ofrece el mercado de capitales.

Las empresas expresaron la necesidad de contar con una adecuada asesoría por parte de la Banca de inversión como tutores a lo largo del proceso de una colocación de bonos o una

emisión de acciones. En este sentido, llama la atención el alto porcentaje de empresas que siente que existen fallas por parte de los que están asesorando a las compañías. Las empresas se quejaron de la falta de conocimiento con respecto a los trámites que deben efectuarse y de las alternativas que ofrece el mercado de capitales. Por otra parte, como se mencionó en el punto sobre los factores de demanda según las empresas, los bancos de inversión se inclinan a asesorar a empresas interesadas en colocar montos relativamente grandes en el mercado. Según las empresas, los asesores financieros influyen en la decisión de no acceder al mercado en la medida en que les hablan del poco apetito que habría por parte de los inversionistas por invertir en emisiones pequeñas o de mayor riesgo crediticio.

#### *b) Las calificadoras de riesgo*

Una empresa hizo énfasis en la falta de conocimiento por parte de las calificadoras de riesgo de algunos sectores económicos, lo cual pone en duda su capacidad de analizar la situación de las empresas y en consecuencia la de fijar una adecuada calificación crediticia. La empresa también mencionó que en el caso de las compañías que ya son emisoras de valores las calificadoras de riesgo deberían hacer revisiones periódicas de las condiciones financieras de estas empresas. En cuanto a este tema, un número importante de empresas considera que es necesario contar con más calificadoras de riesgo con el fin de mejorar la calidad de sus evaluaciones a través de la mayor competencia.

## V. PRINCIPALES HALLAZGOS DEL ESTUDIO

Del análisis sobre la estructura de financiamiento de las firmas y su evolución en el tiempo, concluimos que ésta continúa mostrando una alta concentración en financiación de corto plazo: en el crédito bancario, en la reinversión de utilidades y en los créditos de proveedores. Por consiguiente, la utilización del mercado de capitales que a diferencia de los anteriores es un mecanismo de financiación de más largo plazo, sigue siendo muy poca. En este sentido apenas hubo un leve progreso en los últimos años de la década de los noventa y principios de la década actual.

Los resultados de la encuesta de 2003 en general confirman los hallazgos de las encuestas anteriores en los siguientes aspectos: En primer lugar, las grandes empresas son las que mayormente recurren al mercado de valores para acceder a recursos de financiamiento mientras que las firmas medianas y pequeñas lo hacen en menor grado. En cuanto a las razones para no acceder al mercado de valores, en el caso de la emisión de acciones, los factores más importantes son la prevención a ceder control en la propiedad de las empresas, la falta de demanda y el desconocimiento de este mecanismo (en especial para las firmas pequeñas). En el caso de otros instrumentos financieros como bonos, en la encuesta de 2003 el deseo de no hacer pública la información cobró mayor importancia con respecto a las encuestas anteriores, sobretodo para las empresas grandes. En el caso de las empresas de menor tamaño la percepción de que no cumplen con las condiciones requeridas y el desconocimiento de la alternativa sobresalen entre las razones para no participar en el mercado. Los elementos de carácter tributario no aparecen revelados en la encuesta como motivo para no acceder al mercado de valores, sin embargo posteriormente en los talleres algunos participantes hicieron evidente esta preocupación<sup>37</sup>.

Adicionalmente cabe resaltar que en la última encuesta, en el caso de los bonos para las empresas que no han acudido al mercado de valores, la falta de demanda es una razón de peso, mientras que para aquellas que han acudido y dejaron de hacerlo el tema de los elevados costos adquiere mayor importancia. En el caso de las acciones, el no querer perder el control de la empresa e impedir que entren desconocidos a la misma son las razones primordiales tanto para aquellas que han participado en el mercado alguna vez como para aquellas que no lo han hecho.

Un alto porcentaje de los empresarios señaló que estaría interesado en modificar su estructura de financiamiento, a pesar de que una proporción importante de ellos afirmó que su estructura actual no limita el crecimiento de la firma. Sus intereses principales son acceder a fuentes de recursos no concentradas que garanticen estabilidad e independencia crediticia. Esto demuestra que hay un potencial importante para que las firmas modifiquen su estructura de financiamiento, lo que puede abrir un espacio para la mayor utilización del mercado de valores.

---

<sup>37</sup> Dentro de la razón de no querer hacer pública la información la encuesta tuvo cuatro opciones; por seguridad personal, seguridad frente a la competencia, por razones tributarias y por razones diferentes a las mencionadas anteriormente.

Incluso, se encontró que un porcentaje importante de empresas está interesado en cambiar la estructura de financiamiento mediante el uso del mercado de valores. Según los encuestados, las dos condiciones más importantes para ello son la disminución de los costos de entrar a este mercado y tener la garantía de que los bonos o acciones van a ser demandados en el mercado. Estas respuestas son enteramente consistentes con los obstáculos encontrados por las mismas para no hacer emisiones, como se señaló anteriormente.

En general las observaciones e inquietudes de las empresas que asistieron al taller coincidieron con las conclusiones derivadas de la encuesta de 2003 con respecto a su actual estructura de financiamiento y a sus razones para no acudir al mercado de valores.

Las principales ideas que se derivan de este taller nos permiten reflexionar sobre varios puntos. A nuestro juicio, las principales inquietudes que expresan las empresas para acceder al mercado de capitales son los altos costos, la necesidad de hacer pública la información, el desconocimiento de esta alternativa de financiación y las limitaciones por el lado de la demanda. En este sentido, consideramos que las barreras que existen pueden corregirse con el fin de darle a las empresas nuevas opciones de financiación que les permita cambiar su estructura de endeudamiento. De ahí la importancia de seguir profundizando en estos temas a través de futuros estudios y trabajos de campo con el grupo de emisores potenciales seleccionado.

Sin duda se hace cada vez más necesario que las empresas busquen nuevos sistemas de financiación como una manera de ampliar sus oportunidades de expansión. Al utilizar la reinversión de utilidades, los préstamos de proveedores y los créditos bancarios de corto plazo como sus principales mecanismos de financiación las empresas desaprovechan importantes oportunidades de crecimiento. Esta discusión adquiere mayor relevancia de cara a la necesidad del sector real de financiar proyectos de modernización para enfrentar de manera exitosa los retos que imponen los acuerdos comerciales en curso.

En cuanto a los costos, concluimos que las empresas tienden a subestimar el riesgo del sistema de crédito de corto plazo. La coyuntura actual que se caracteriza por una alta liquidez en el sistema financiero y bajas tasas de interés puede cambiar. En el evento de un alza en las tasas de interés, al renegociar el crédito con el fin de ampliar el plazo el costo aumenta. Por el contrario, las colocaciones en el mercado de valores tienen un menor riesgo ya que puede proteger a las empresas de los cambios en las tasas de interés haciendo que las condiciones de la financiación sean más predecibles y estables.

En cuanto a los otros costos relacionados con una colocación o emisión, consideramos importante ahondar en este tema. Las entidades responsables deben revisar el proceso de estructuración y colocación con el fin de trabajar hacia una posible reducción en los costos relacionados con la salida al mercado de valores.

También resaltamos el hecho de que las empresas expresan la necesidad de conocer mejor las alternativas que brinda el mercado de valores. Por consiguiente debe trabajarse hacia una mayor divulgación sobre las características y beneficios del mercado de capitales. De ahí la importancia de que las empresas cuenten con una mejor asesoría

financiera que les permita considerar otras alternativas de financiación. Así, hay que insistir en mejorar el papel que juega la Banca de inversión con el fin de que se vuelva más importante dentro del proceso de salida al mercado de capitales.

Finalmente, de los resultados de la encuesta y de los talleres que se llevaron a cabo con diferentes empresarios se evidenció que una de las razones por las cuales las empresas no acuden al mercado de valores, o si alguna vez acudieron dejaron de hacerlo, es la falta de demanda por sus bonos y/o acciones. Razón por la cual se hicieron entrevistas con las AFP indagando por los principales obstáculos de una mayor participación de los fondos de pensiones en el mercado de valores y qué alternativas proponen para aumentar dicha participación.

En general los fondos son conscientes de que su principal objetivo no es dinamizar el mercado de capitales sino garantizar las pensiones de los afiliados, no obstante consideran que la regulación actual tiene incentivos contrarios a la toma de riesgo y por ende a una mayor adquisición de títulos del sector real. Como son por un lado los incentivos asimétricos, ya que si la rentabilidad del periodo se sitúa por encima de la mínima los beneficios son para los afiliados, mientras que si se sitúa por debajo, las AFP deben cubrir esta diferencia con su patrimonio propio. Y por otro lado, el diseño del portafolio de referencia conlleva a una baja diversificación del portafolio de bajo riesgo y rentabilidad y a un efecto manada lo cual se ha traducido en una sobreexposición en títulos de deuda pública, dejando poco espacio para la inversión en papeles del sector real.

Ante esta situación, los fondos sugieren un cambio en el marco regulatorio, de tal manera que se les faciliten los medios para disminuir la aversión al riesgo y así poder aumentar la rentabilidad de su portafolio vía mayor participación en la compra de papeles de renta fija y variable del sector real. De hecho se debe empezar por la flexibilización en el cálculo de la rentabilidad mínima, lo cual implica un cambio en el portafolio sintético, y por buscar diferentes salidas que aumenten la diversificación de los portafolios, como el establecimiento del sistema de multifondos y el esquema de bandas.

Según los fondos, también es fundamental la reactivación de la oferta de instrumentos financieros emitidos por las empresas y diseñados por las bancas de inversión; las empresas deben empezar a depurar sus sistemas de información e implementar códigos de buen gobierno que garanticen que sus emisiones sean atractivas para los inversionistas, en este caso los fondos de pensiones.

## VI. RECOMENDACIONES

La oferta de recursos por parte de los fondos de pensiones y la necesidad que tienen las empresas de contar con capital para sus proyectos de expansión hace cada vez más evidente que deben tomarse acciones encaminadas al desarrollo del mercado de capitales colombiano. Para esto es necesario trabajar principalmente en los siguientes tres frentes: modificar el actual marco regulatorio de los fondos de pensiones para así incrementar su participación en el mercado de valores, fomentar una mayor oferta de emisiones a través del mercado privado y acompañar a las empresas en el proceso de entrada al mercado de capitales.

Para el desarrollo del mercado de capitales no es solamente importante el monto de recursos que manejan los inversionistas institucionales sino también la composición de sus portafolios de inversión. En los últimos años en Colombia se ha dado un mayor desarrollo del mercado de capitales impulsado únicamente por el dinamismo del mercado de deuda pública y no por el esfuerzo del sector privado. También es importante recalcar que la exigencia de lograr los más altos rendimientos para los fondos de pensiones bajo un esquema de administración privada requiere necesariamente espacios de libertad. De hecho, la experiencia internacional señala que la madurez de los sistemas y de los mercados es el factor que permite ir otorgando mayores grados de libertad en el marco regulatorio, sin arriesgar en forma excesiva la integridad del sistema, cuyo último fin es garantizarle las pensiones a los afiliados al régimen de pensiones.

En contraposición con lo anterior, el marco que regula las inversiones de los fondos de pensiones carece de flexibilidad al generar una fuerte aversión al riesgo, que conduce a la baja en la rentabilidad de los portafolios y por ende a unas menores pensiones para los colombianos. De hecho los fondos de pensiones plantean varias alternativas ante este problema enfocadas en una misma dirección: la reformulación o abolición de la rentabilidad mínima. Asimismo, se considera que deben buscarse diversas salidas que garanticen una mayor diversificación de los portafolios, como el establecimiento del sistema de multifondos, de manera tal que se amplíen las posibilidades de inversión y se abra un espacio para la mayor participación de los fondos en los activos financieros que el sector real está en capacidad de ofrecer. Para tal efecto se recomienda realizar estudios posteriores.

En efecto, los cambios en la regulación de los fondos de pensiones deben ir de la mano con el aumento de la oferta de instrumentos financieros emitidos por las empresas y estructurados por las bancas de inversión, de lo contrario todo el esfuerzo sería en vano.

El sector real tendrá que ser más activo en el mercado de capitales, de lo contrario los recursos de los fondos de pensiones, que crecen de manera acelerada, empezarán a circular hacia otras direcciones como más deuda pública o inversión en el exterior. Sumado a lo anterior, en un escenario de recuperación económica y de importantes acuerdos comerciales como es el caso del TLC con Estados Unidos, el mayor acceso al

mercado de capitales como alternativa de financiación para las empresas se convierte cada vez más en un factor determinante para el crecimiento empresarial en Colombia. La mayor participación de las empresas en el mercado de capitales las hace a su vez menos vulnerables a los riesgos de volatilidad de los mercados financieros.

Una de las razones a las que se refieren las empresas para no salir al mercado es por la revelación de la información. De alguna manera esta preocupación puede obviarse parcialmente a través de la estructuración de emisiones privadas. Este mecanismo funciona por las siguientes razones: mediante una emisión privada se reducen las barreras de entrada tales como los requisitos de información por parte de la Superintendencia de Valores, y el tener que hacer pública la información de la empresa. Es necesario introducir los cambios regulatorios requeridos para permitir el acceso controlado de los inversionistas institucionales, en particular de los fondos de pensiones, a este mercado.

Para fomentar la oferta de papeles es importante que los empresarios conozcan mejor las alternativas que ofrece el mercado de valores. Para esto es fundamental trabajar en forma continua y directa con las empresas con el fin de acompañarlas y asesorarlas a través de su proceso de vinculación al mercado de capitales. En este aspecto, deben verse los esfuerzos tanto del Gobierno como de la Banca de inversión. En cuanto al primero, éste debe facilitar las condiciones, entre ellas los requerimientos y trámites, para que las empresas accedan al mercado de valores. Así mismo debe divulgar mayor información sobre las opciones de financiación que existen en el mercado de capitales trabajando directamente con los emisores potenciales<sup>38</sup>. Por otro lado la Banca de inversión debe intensificar la asesoría que le presta a las empresas; diseñando instrumentos financieros que se adecúen a las condiciones del mercado y ampliando su espectro de clientes hacia otros emisores potenciales.

Si se presentan mejoras en materia de regulación de los fondos de pensiones y las empresas se conscientizan de las bondades del mercado de valores como alternativa de financiamiento, se facilitaría en el país un cambio cultural importante en materia de riesgo e importancia de la información. En efecto, un aumento en las alternativas de inversión conduce a que las AFP cambien su comportamiento conservador al momento de invertir e incrementa la especialización en los departamentos de riesgo. Por su parte, los afiliados pueden empezar a exigir mayores rendimientos con sus ahorros involucrándose directamente en la escogencia de varias alternativas de inversión, estableciendo una actitud definida frente al riesgo. Por último, las empresas deben implementar códigos de gobierno corporativo que por un lado aumenten el atractivo de los papeles emitidos por éstas y por otro generen seguridad para los inversionistas.

---

<sup>38</sup> En el anexo III se encuentra la lista de las 90 empresas consideradas por su tamaño y desempeño financiero como emisores potenciales.

## BIBLIOGRAFÍA

- Arbelaez, M. and Echavarría, J. 2001. "Crédito, liberalización financiera e inversión en el sector manufacturero colombiano". *Coyuntura Económica*. Vol. XXXI. N°3-4: 73-103.
- Arestis, P.; Demetriades, P. and Luintel, K. 2001. "Financial Development and Economic Growth: The Role of Stock Markets". *Journal of Money, Credit, and Banking*. 33 (1): 16-41.
- Beck, T. and Levine, R. 2000. "New Firm Formation and Industry Growth: Does Having a Market- or Bank-Based System Matter?". Policy Research Working Paper N°2383. Washington, DC, Estados Unidos: The World Bank /Financial Sector Strategy and Policy Department.
- Beck, T.; Demirgüç-Kunt, A. and Maksimovic, V. 2002. "Financing Patterns Around the World: The Role of Institutions". World Bank Policy Research Working Paper N°2905. Washington, DC, Estados Unidos: Thw World Bank.
- , 2003, "Bank Competition Financial Obstacles and Access to Credit"
- Beck, T.; Demirgüç-Kunt, A.; Levine, R. and Maksimovic, V. 2000. "Financial structure and Economic Development: Firm Industry and Country Evidence". Working Paper N°2423. Washington, DC, Estados Unidos: The World Bank.
- Beck, T.; Levine, R. and Loayza, N. 1999. "Finance and the Sources of Growth". *Journal of Financial Economics*. 58: 261-300
- Beck, T.; Lundberg, M. and Majnoni, G. 2001. "Financial Intermediary Development and Growth Volatility: Do Intermediaries Dampen or Magnify Shocks?".
- Beck, T; Demirgüç-Kunt, A. and Maksimovic, V. 2002. "Financial and Legal Constraints to Firm Growth Does Size Matter?"
- Berger, A.; Kappler, L. and Undell, G. 2001. "The Ability of Banks to Lend to Informationally Opaque Small Businesses". *Journal of Banking and Finance*. Vol. 25.
- Caprio Jr, G. and Demirgüç-Kunt, A. 1998. "The role of Long Term Finance: Theory and evidence". *The World Bank Research Observer*. 13 (2): 171-189.
- Demirgüç-Kunt, A. and Detragiache, E. 1998. "Financial Liberalization and Financial Fragility". This paper was prepared for the 1998 World Bank Annual Conference on Development Economics.



- Demirgüç-Kunt, A. and Levine, R. 1996. "Stock Market Development and Financial Intermediaries: Stylized Facts". *The World Bank Economic Review*. 10 (2): 291-321.
- 1999. "Bank-based and market-based financial systems: cross-country comparisons". Working Paper N°2143. Washington, DC, Estados Unidos: The World Bank/ Development Research Group.
- Demirgüç-Kunt, A. and Maksimovic, V. "Empirically analyze the association between firm financing choices and the level of development of financial markets in 30 countries for the period 1980-91".
- 1996. "Financial Constraints, Uses Of Funds, and Firm growth: An international Comparison". Policy Research Working Paper N°1671. Washington, DC, Estados Unidos: The World Bank/ Finances and Private Sector Development Division.
- 1996. "Stock Market Development and Financing Choices of Firms", *The World Bank Economic Review*: 10 (2): 341-369.
- 1998. "Law, Finance, and Firm Growth". *The Journal of Finance*. Vol. LIII, N°6: 2107-2137.
- 2001. "Funding Growth in Bank-based and Market-Based Financial Systems: Evidence From Firm Level Data". Working Paper N°2432. Washington, DC, Estados Unidos: The World Bank
- 1999. "Institutions, Financial Markets and Firm Debt Maturity". *Journal of Financial Economics*. 54: 295-336
- Denizer, C.; Iyigun, M. and Owen, A. "Finance and Macroeconomic Volatility".
- Devereux, M. and Schiantarelli, F. 1989. "Investment, Financial Factors and Cash Flow: Evidence from UK Panel Data", *National Bureau of Economic Research*
- Fazzari, S.M., R. G.Hubbard & B.C.Petersen (1988), "Financing Constraints and Corporate Investment", *Brookings Papers on Economic Activity*, v.1, pp.141-195.
- Gallego, F. & N. Loayza (2000), "Financial structure in Chile: macroeconomic effects", (*mimeo*), Central Bank of Chile.
- Gelos, G. R. & A. M. Werner (1999), "Financial Liberalization, Credit Constraints, and Collateral: Investment in the Mexican Manufacturing Sector", (*mimeo*), International Monetary Fund.

- Harris, J. R., F.Schiantarelli & M.G.Siregár (1994), "The Effect of Financial Liberalization on the Capital Structure and Investment Decisions of Indonesian Manufacturing Stabshements", *World Bank Economic Review*, v.8, pp.17-47.
- Hoshi, T., A.Kashyap & D.Scharfstein (1991), "Corporate Structure, Liquidity, and Investment: Evidence From Japanese Industrial Groups", *The Quarterly Journal of Economics*, pp.33-60.
- La Porta,R., F.López de Silanes, A.Shleifer & R.W.Vishny (1997), "Legal Determinants of External Finance", *Journal of Fi-nance*, v.52, pp.1131-1150.
- Laeven, L. (2001), "Financial Liberalization y Financing Cons-traints: Evidence from Panel Data on Emerging Economies", (*mimeo*), World Bank.
- Levine, R. and Zervos, S. 1996. "Stock Market Development and Long-Run Growth". *The World Bank Economic Review*. 10 (2): 323-339.
- 1998. "Stock Markets, Banks, and Economic Growth". *The American Economic Review*. 88 (3): 537-558.
- Levine, R. January 2000. "Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which Is Better".
- Levine, R.; Loayza, N. and Beck, T. 2000. "Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes". *Journal of Monetary Economics*. N°46: 31-77.
- Loayza, N. and Ranciere, R. 2002. "Financial Development, Financial Fragility, and Growth". Central Bank of Chile.
- Love, I. (2001), "Financial Development and Financing Constraints: International Evidence from the Structural Investment Model", (*mimeo*), Columbia University.
- Maksimovic, V. 1995. "Stock Market Development and firm Finānciñg Choices". Working Paper N°1461. Washington, DC, Estados Unidos: The World Bank.
- Petersen, M. and Rajan, R. 1995. "The Effect of Credit market Competition on Lending Relationships". *The Quarterly Journal of Economics*. May. 407-443
- Schiantarelli, F. (1996), "Financial constraints and investment: methodological issues and international evidence", *Oxford Review of Economic Policy*, v.12, pp.70-89.
- Stulz, R. 1999. "Financial structure, corporate finance, and economic growth"

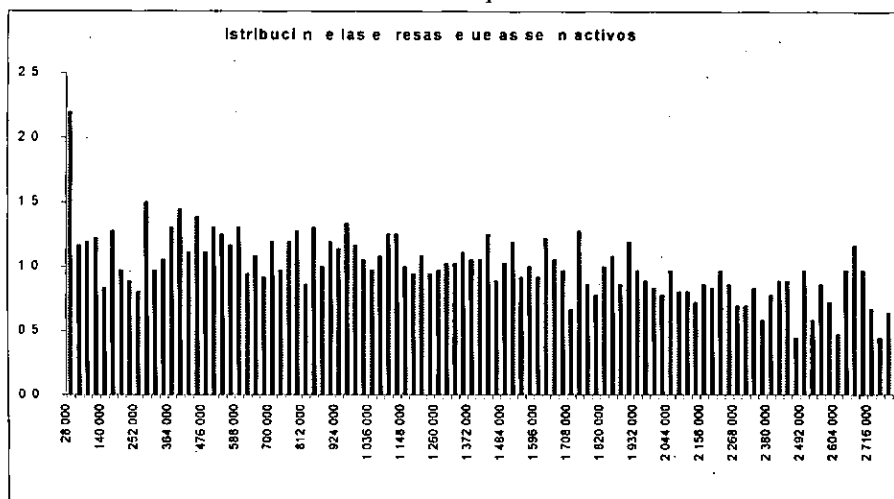
## ANEXO I

### Distribución de los grupos de firmas según la clasificación en Pequeñas, Medianas y Grandes

La distribución del número de firmas clasificadas por tamaño de activos es relativamente homogénea en el grupo de firmas pequeñas y se hace más heterogénea en el grupo de las más grandes. Los siguientes histogramas ilustran cómo, en estas últimas, el número de firmas tiende a concentrarse en el extremo de menores activos.

El conjunto de las firmas pequeñas se distribuyó en 100 subgrupos con una diferencia de activos de \$28 millones. Sobresale el hecho que 2,2% de ellas se concentra en aquellas que tienen activos menores a \$28 millones, mientras las demás firmas se distribuyen de manera relativamente equitativa sin superar una concentración de 1,5% (**Error! Reference source not found.**).

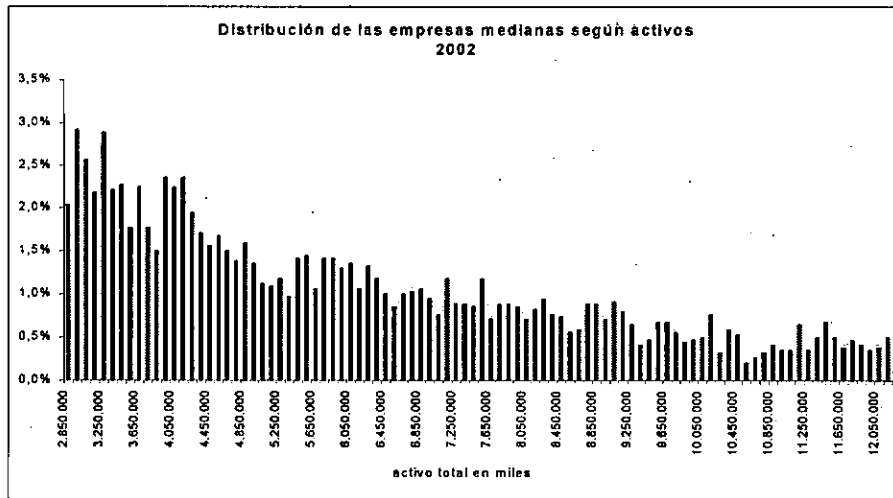
Gráfico 1  
Firmas Pequeñas



Por su parte, las firmas medianas se distribuyeron en 98 grupos, cuyos activos aumentan cada vez en \$95 millones. Este conjunto muestra una mayor concentración de firmas en las secciones de menores activos, y disminuye gradualmente a medida que las firmas aumentan de tamaño. En los primeros cinco grupos se encuentra el 12,6% de las firmas, mientras que en los últimos sólo el 2,1%. (**Error! Reference source not found.**).

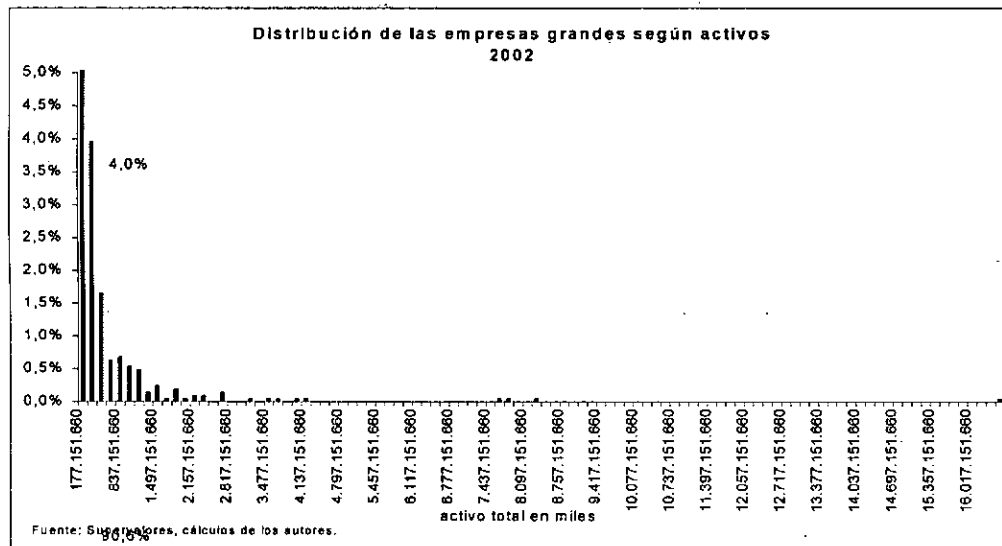
Gráfico 2

Firmas Medianas



Las firmas grandes muestran una distribución aún menos homogénea, ya que el 90,6% se ubica en el primer grupo de activos y 4% en el segundo grupo, resultando en que un promedio de 0,06% de las firmas se distribuyan en cada uno de los 97 grupos restantes. Esto se debe a que cuatro firmas tienen activos 84 veces mayores al promedio del activo total por firma del grupo. Si estas firmas se eliminan y se analiza la distribución del 90,6% de firmas restantes, se observa que igualmente una gran proporción de ellas se concentra en las firmas de menores activos (**Error! Reference source not found.**).

Gráfico 3  
Firmas Grandes



## ANEXO II



ENCUESTA DE OPINION EMPRESARIAL ANIF- FEDESARROLLO 2003



### RESULTADOS DEL MODULO ESPECIAL SOBRE FINANCIAMIENTO DE LAS EMPRESAS PORCENTAJE DE RESPUESTAS TOTAL NACIONAL

P1. ¿Cuál es la naturaleza jurídica de su empresa?

74,8	Sociedad anónima	0,0	Entidad sin ánimo de lucro	0,0	Cooperativa
21,5	Sociedad de responsabilidad limitada	3,7	Otro		

P2. ¿Qué porcentaje de sus ventas está destinado a los mercados interno y externo?

79,6	Mercado interno
20,4	Mercado externo
100,0	TOTAL

P3. ¿Qué fuentes de financiamiento ha utilizado en los últimos 5 años y en qué porcentaje para financiar el capital de trabajo y la expansión de su empresa?

Fuente	Capital de trabajo	Expansión
Crédito bancario interno de corto plazo	27,3	10,4
Crédito bancario interno de mediano y/o largo plazo	14,4	27,5
Crédito externo de corto plazo	4,5	1,6
Crédito externo de mediano y/o largo plazo	0,7	2,5
Proveedores nacionales	19,4	2,2
Proveedores extranjeros	7,0	2,0
Leasing	2,0	14,9
Reinversión de utilidades	15,9	28,8
Inversión de capital u otros rubros del patrimonio	3,0	6,5
Emisión de acciones en bolsa	0,1	0,2
Emisión de bonos	0,4	1,3
Emisión de BOCEAS	0,0	0,0
Papeles comerciales	0,3	0,0
Titularización	0,2	0,0
Mercado extrabancario	2,4	11,1
Otro	2,4	0,9
<b>T O T A L</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

P4. Teniendo en cuenta la estructura de financiamiento que escogió, señale las razones por las cuales tomó la decisión:

8,7	Permite que los accionistas tengan el control de la empresa.
6,5	Menores costos financieros.
6,5	Beneficios tributarios.
10,9	Menores requisitos y trámites.
0,9	Desconocimiento de otras alternativas.
21,3	Facilidad de acceso a estas fuentes.
7,8	Mayores plazos para cancelar la deuda.
6,3	Mayor flexibilidad para escoger un esquema de financiamiento.
7,2	Tradicición en el uso de alguno de los instrumentos de financiación.
1,7	Le permite proyectar la imagen corporativa de su empresa.
5,2	Menores riesgos e independencia crediticia.
9,1	Permite estructuración de deuda de acuerdo con las necesidades específicas de la empresa.
6,7	Libre disponibilidad de los recursos.
1,3	Otro

P5. De los pasivos financieros actuales de su empresa, ¿cuáles y en qué porcentaje corresponden a los siguientes plazos?

61,3	Deuda de corto plazo (menor a un año)
21,7	Deuda de mediano plazo (entre 1 y 3 años)
17,1	Deuda de largo plazo (más de 3 años)
100,0	T O T A L

P6. Los activos de su empresa se encuentran en el orden de (en millones de pesos):

36,4	Menos de 10.000
25,2	Entre 10.001 y 50.000
12,1	Entre 50.001 y 100.000
10,3	Entre 100.001 y 200.000
9,8	Entre 200.001 y 500.000
3,3	Entre 500.001 y 1.000.000
2,3	Entre 1.000.001 y 1.500.000
0,0	Entre 1.500.001 y 2.000.000
0,5	Más de 2.000.001

P7. ¿Alguna vez su empresa ha emitido Acciones en la Bolsa?

SI	11,3
NO	88,7

P8. Si no ha inscrito su empresa en Bolsa, señale las razones por las cuales no lo ha hecho. (Ordene de 1 a 5 siendo 1 la razón más importante)

	1	2	3	4	5
Desconocimiento de esta alternativa.	10,9	3,2	2,9	1,8	6,4
Para no hacer pública la información sobre la empresa por seguridad personal.	8,0	8,6	10,1	5,4	6,4
Para no hacer pública la información sobre la empresa por seguridad frente a la competencia.	1,7	1,1	1,4	7,1	8,5
Para no hacer pública la información sobre la empresa por razones tributarias.	0,0	0,0	0,0	3,6	2,1
Para no hacer pública la información sobre la empresa por razones diferentes a las mencionadas anteriormente.	5,1	3,2	4,3	7,1	8,5
Para no perder el control de la empresa.	18,9	22,6	8,7	10,7	4,3
Impide el acceso a desconocidos a la empresa.	6,3	20,4	20,3	10,7	4,3
Costos altos.	2,3	1,1	4,3	7,1	6,4
Mayor costo frente al crédito bancario.	1,1	3,2	1,4	5,4	4,3
Costos altos por el lado tributario.	0,0	1,1	1,4	1,8	4,3
Exceso de requisitos y trámites.	2,3	5,4	15,9	14,3	23,4
Falta de demanda.	0,6	6,5	5,8	3,6	6,4
Problemas de liquidez de la empresa.	2,9	4,3	4,3	5,4	0,0
Percepción de que las condiciones de la empresa no son las adecuadas para recurrir al mercado de valores.	10,3	11,8	13,0	8,9	8,5
Percepción de que las acciones se venderían por un menor valor al real (valor de mercado inferior al valor real de la empresa).	1,1	5,4	2,9	7,1	6,4
Otro.	28,6	2,2	2,9	0,0	0,0
	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

P9. Si alguna vez ha emitido Acciones, describa a continuación los resultados de esta emisión:

87,5	Bueno
12,5	Regular
0,0	Malo

P10. Si alguna vez ha emitido Acciones y dejó de hacerlo, señale las razones por las cuáles no lo volvió a hacer:

23,8	Para no perder el control de la empresa.
19,0	Impedir el acceso a desconocidos a la empresa.
4,8	Costos altos.
4,8	Mayor costo frente al crédito bancario.
0,0	Costos altos por el lado tributario.
4,8	Falta de demanda.
9,5	Las acciones se cotizaron por un menor valor al real (valor de mercado inferior al valor real de la empresa)
33,3	Otro.

P11. ¿Alguna vez ha colocado Bonos en el mercado de valores?

8,6	SI
91,4	NO

P12. Si no ha colocado Bonos en el mercado de valores, señale las razones por las cuales no lo ha hecho. ( Ordene de 1 a 5 siendo 1 la razón más importante)

	1	2	3	4	5
Para no hacer pública la información sobre la empresa por seguridad personal.	12,1	1,3	8,8	6,7	8,1
Para no hacer pública la información sobre la empresa por seguridad frente a la competencia.	2,1	4,0	3,5	8,9	5,4
Para no hacer pública la información sobre la empresa por razones tributarias.	0,0	0,0	3,5	0,0	16,2
Para no hacer pública la información sobre la empresa por razones diferentes a las mencionadas anteriormente.	4,3	4,0	1,8	8,9	8,1
Desconocimiento de esta alternativa.	15,6	8,0	5,3	6,7	5,4
Costos altos.	5,0	9,3	14,0	8,9	5,4
Mayor costo frente al crédito bancario.	7,8	12,0	3,5	2,2	5,4
Costos altos por el lado tributario.	0,0	1,3	5,3	4,4	5,4
Exceso de requisitos y trámites.	4,3	20,0	19,3	24,4	16,2
Falta de demanda.	1,4	6,7	8,8	11,1	8,1
Percepción de que las condiciones de la empresa no son las adecuadas para recurrir al mercado de valores.	19,1	16,0	14,0	4,4	8,1
Percepción de que la empresa no tendría la calificación adecuada para emitir bonos.	4,3	14,7	12,3	13,3	8,1
Otro.	24,1	2,7	0,0	0,0	0,0

P13. Si alguna vez ha emitido Bonos, describa a continuación los resultados de esta emisión:

94,4	Bueno
0,0	Regular
5,6	Malo

P14. Si alguna vez ha emitido Bonos y dejó de hacerlo, señale las razones por las cuales no lo volvió a hacer:

11,8	Costos altos.
17,6	Mayor costo frente al crédito bancario.
0,0	Costos altos por el lado tributario.
11,8	Falta de demanda.
11,8	Baja calificación.
0,0	Exigencia de información.
5,9	Control por parte del gobierno.
41,2	Otro.

P15. ¿Cuál es la relación PASIVOS TOTALES/ ACTIVOS TOTALES de su empresa?

21,6	Menos del 20%
30,9	Entre el 21% y el 40%
30,4	Entre el 41% y el 60%
11,8	Entre el 61% y el 80%
5,4	Más del 81%

P16. ¿Cómo calificaría Ud. el esquema de financiamiento actual de su empresa?

	Excelente	Buena	Mala	Regular	
Para capital de trabajo	23,4	59,7	5,0	11,9	100,0
Para expansión	15,9	48,9	19,9	15,3	100,0

P17. Responda SI o NO a las siguientes preguntas acerca de la estructura de financiamiento de su empresa:

	SI	NO	
¿El costo de su financiamiento es demasiado alto?	23,4	76,6	100,0
¿Está incurriendo en riesgos de mercado (de tasa de interés si tiene un crédito bancario y de tasa de cambio si su crédito es en dólares)?	42,0	58,0	100,0
¿Le gustaría ampliar el plazo de su deuda?	39,2	60,8	100,0
¿Le gustaría que su estructura de financiamiento fuera más variada y flexible?	68,3	31,7	100,0
¿Estaría interesado en estructurar las fuentes de financiación por deuda de acuerdo con sus necesidades específicas (plazo, amortizaciones, tasa de interés y modalidad de pago)?	69,7	30,3	100,0
¿Le gustaría encontrar inversionistas que deseen apoyar sus proyectos y/o el desarrollo de su empresa?	40,4	59,6	100,0
¿Estaría interesado en obtener fuentes de recursos no concentradas y que le garanticen estabilidad e independencia crediticia?	71,6	28,4	100,0
¿Considera de suma importancia la imagen corporativa de su entidad?	95,0	5,0	100,0

P18. Su estructura de financiamiento actual (seleccione una opción):

39,3	Es óptima para el crecimiento de la firma
42,2	No es óptima pero no limita el crecimiento de la firma
8,7	Afecta negativamente la inversión de largo plazo
9,7	Afecta negativamente el capital de trabajo de corto plazo

P19. A su juicio, dado el acceso que tiene su firma a las fuentes de financiamiento, ¿cuáles de las siguientes fuentes limitan en mayor grado la inversión de largo plazo y el capital de trabajo de corto plazo? Califique cada fuente de financiamiento de 1

	Capital					Inversión de largo plazo					Capital de trabajo de corto plazo				
	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5
Crédito bancario interno de corto plazo	7,1	7,4	9,0	8,6	13,9	14,8	10,5	6,3	8,8	7,3	14,8	10,5	6,3	8,8	7,3
Crédito bancario interno de mediano y/o largo plazo	8,7	10,3	18,1	8,6	7,7	9,1	8,2	15,2	4,4	7,3	9,1	8,2	15,2	4,4	7,3
Crédito externo de corto plazo	5,7	4,0	6,4	7,8	9,7	7,1	9,9	5,8	8,8	8,0	7,1	9,9	5,8	8,8	8,0
Crédito externo de mediano y/o largo plazo	6,5	8,0	7,4	11,2	7,1	5,2	3,5	9,4	10,6	8,8	5,2	3,5	9,4	10,6	8,8
Proveedores nacionales	7,1	12,0	6,9	10,3	7,7	11,2	12,3	11,5	11,5	5,5	11,2	12,3	11,5	11,5	5,5
Proveedores extranjeros	7,3	6,3	5,9	7,8	8,0	8,2	11,7	9,4	10,6	5,8	8,2	11,7	9,4	10,6	5,8
Leasing	9,1	12,0	10,1	7,8	3,4	6,8	9,4	8,9	7,1	5,8	6,8	9,4	8,9	7,1	5,8
Reinversión de utilidades	12,6	6,3	6,4	4,3	4,3	10,7	4,7	6,3	5,3	5,1	10,7	4,7	6,3	5,3	5,1
Inversión de capital u otros rubros del patrimonio	7,3	9,1	8,0	3,4	3,7	6,1	5,8	5,2	4,4	5,1	6,1	5,8	5,2	4,4	5,1
Emisión de acciones en bolsa	5,3	4,0	3,2	4,3	5,7	3,6	4,1	2,1	4,4	8,0	3,6	4,1	2,1	4,4	8,0
Emisión de bonos	5,1	5,1	2,7	6,9	5,1	3,2	3,5	3,7	6,2	7,3	3,2	3,5	3,7	6,2	7,3
Emisión de BOCEAS	4,9	4,0	3,7	3,4	4,8	3,2	2,3	4,2	5,3	6,2	3,2	2,3	4,2	5,3	6,2
Papeles comerciales	4,1	4,0	4,3	6,9	5,1	3,7	6,4	3,7	2,7	5,1	3,7	6,4	3,7	2,7	5,1
Titularización	5,3	3,4	4,3	5,2	4,8	3,6	3,5	4,7	7,1	5,1	3,6	3,5	4,7	7,1	5,1
Mercado extrabancario	3,7	4,0	3,7	3,4	8,5	3,4	4,1	3,7	2,7	8,8	3,4	4,1	3,7	2,7	8,8
Otro.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,6	0,2	0,0	0,0	0,0	0,7	0,2	0,0	0,0	0,0	0,7
	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0



P20. ¿A su juicio, ¿cuál de los siguientes factores es el mayor obstáculo para el crecimiento de la firma? Califíquelos de 1 a 10, donde 1 representa el de mayor obstáculo para el crecimiento.

Factor	Calificación									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Requisitos de colateral	7,7	11,4	12,3	9,9	10,0	10,7	5,1	7,8	3,7	7,2
Exceso de trámites	7,2	19,5	9,0	5,9	13,1	13,3	13,3	2,9	14,6	4,8
Altas tasas de interés	16,3	8,1	17,2	7,9	9,4	14,7	9,2	6,8	2,4	7,7
Falta de oferta de crédito por parte de los bancos	9,6	4,9	8,2	8,9	6,9	10,7	8,2	13,6	13,4	11,1
Acceso a bancos extranjeros	7,2	7,3	9,8	14,9	5,0	8,0	15,3	10,7	9,8	9,2
Acceso a recursos no-bancarios	9,6	5,7	5,7	7,9	10,0	2,7	12,2	5,8	4,9	10,6
Acceso a crédito para exportación	6,2	8,1	6,6	7,9	10,0	12,0	1,0	21,4	6,1	9,2
Acceso a otros servicios financieros	3,3	4,9	9,8	10,9	7,5	10,7	10,2	15,5	12,2	9,2
Acceso a crédito de largo plazo	14,4	8,1	8,2	5,9	8,1	8,0	8,2	7,8	17,1	12,1
Acceso a capital accionario	7,7	14,6	4,9	7,9	13,8	2,7	11,2	3,9	9,8	10,6
Información crediticia/financiera inadecuada	11,0	7,3	8,2	11,9	6,3	6,7	6,1	3,9	6,1	8,2
	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

P21. ¿Está interesado en cambiar la estructura de financiamiento de su empresa, empleando el mercado de valores?

22,3	SI	77,7	NO
------	----	------	----

P22. Si su respuesta es SI, ¿bajo qué condiciones estaría dispuesto a hacerlo?

23,1	Si existe una disminución en los trámites.
15,4	Si existe cambio en la normatividad tributaria.
31,7	Si existe una disminución en los costos de entrada al mercado de valores.
29,8	Si existe una garantía de que sus bonos y/o acciones van a ser demandados.

P23. ¿Tiene planeado expandirse en los próximos 5 años?

74	SI	26	NO
----	----	----	----

P24. Si su respuesta es SI, ¿de cuánto sería su inversión como porcentaje del total de sus activos?

Menos del 10%	23,7
Entre 11% y 20%	40,4
Entre 21% y 40%	23,1
Entre 41% y 60%	7,7
Más del 61%	5,1

P25. ¿Qué fuentes de financiamiento desearía utilizar para financiar esta inversión? Señale los porcentajes de cada una sobre el total de financiamiento.

8,5	Crédito bancario interno de corto plazo.
26,4	Crédito bancario interno de mediano y/o largo plazo.
1,5	Crédito externo de corto plazo.
4,1	Crédito externo de mediano y/o largo plazo.
6,2	Proveedores nacionales.
3,4	Proveedores extranjeros.
12,7	Leasing.
25,6	Reinversión de utilidades.
4,7	Inversión de capital u otros rubros del patrimonio.
2,2	Emisión de acciones.
1,9	Emisión de bonos.
0,0	Emisión de BOCEAS (bonos obligatoriamente convertibles en acciones).
0,1	Papeles comerciales.
0,6	Titularización.
0,4	Mercado extrabancario.
1,6	Otro.
100,0	TOTAL

P26. Ante la posibilidad de que se llegara a concretar un acuerdo de libre comercio regional ya sea el Acuerdo de Libre Comercio de las Américas (ALCA) o un acuerdo bilateral con Estados Unidos, ¿qué oportunidades considera usted que el acuerdo le puede brindar? Ordene las siguientes opciones de 1 a 7, donde 1 es la oportunidad más importante.

	1	2	3	4	5	6	7
Mayor acceso a servicios financieros nacionales	9,7	4,6	14,4	13,0	13,7	21,4	23,4
Mayor acceso a servicios financieros extranjeros	14,1	6,9	11,4	11,4	20,6	18,4	15,0
Mayor acceso a crédito interno	5,9	10,7	7,6	15,4	17,6	29,1	11,2
Mayor acceso a crédito externo	9,7	13,7	15,9	19,5	3,9	16,5	20,6
Acceso a más variedad de instrumentos	16,2	11,5	22,7	17,1	17,6	8,7	7,5
Acceso a recursos con menor costo	28,6	24,4	15,2	13,0	12,7	1,9	4,7
Acceso a recursos de más largo plazo	13,0	28,2	12,9	10,6	13,7	3,9	17,8
Otro	2,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

P27. Específicamente en el mercado de valores, considera Ud. Que un acuerdo comercial regional le puede brindar:

	SI	NO	
Posibilidad de inscribirse en la bolsa de otro país	32,4	67,6	100,0
Mayor demanda de sus acciones	37,1	62,9	100,0
Mayor demanda de sus bonos	30,2	69,8	100,0

P28. Estos nuevos retos y oportunidades cambian o no su percepción de la forma de financiar su crecimiento?

	SI	NO
	49,2	50,8





# FEDESARROLLO

FUNDACION PARA LA EDUCACION SUPERIOR Y EL DESARROLLO

FEDESARROLLO es una entidad colombiana, sin ánimo de lucro dedicada a promover el adelanto científico y cultural y la educación superior, orientándolos hacia el desarrollo económico y social del país.

Para el cumplimiento de sus objetivos, adelantará directamente o con la colaboración de universidades y centros académicos, proyectos de investigación sobre problemas de interés nacional.

Entre los temas de investigación que han sido considerados de alta prioridad están la planeación económica y social, el diseño de una política industrial para Colombia, las implicaciones del crecimiento demográfico, el proceso de integración latinoamericana, el desarrollo urbano y la formulación de una política petrolera para el país.

FEDESARROLLO se propone además crear una conciencia dentro de la comunidad acerca de la necesidad de apoyar a las Universidades colombianas con el fin de elevar su nivel académico y permitirles desempeñar el papel que les corresponde en la modernización de nuestra sociedad.