

MERCADO DE DEUDA PRIVADA EN COLOMBIA

Evolución y Diagnóstico

Dirección: Juan Pablo Córdoba

Autores: Ángela Valderrama
Cristian L. González, CFA
Javier Miguélez



Índice



Capítulo 1 La oferta en el mercado de deuda privada en Colombia

1.1 El despegue del mercado de deuda privada en Colombia
Pag. 8

1.2 La complementariedad entre el sistema bancario y el mercado de capitales - ¿Por qué no se ha desarrollado en Colombia?
Pag. 18



Capítulo 2 La demanda en el mercado de deuda privada en Colombia

2.1. Inversionistas en el mercado de deuda privada
Pag. 28

2.1.1 La deuda privada en las Administradoras de Fondos de Pensiones – AFP'S
Pag. 29

2.1.2 La deuda privada en las sociedades fiduciarias
Pag. 33

2.1.3 La deuda privada en las compañías de seguros
Pag. 37



Capítulo 3

Estructura del mercado secundario

3.1 Los intermediarios en el mercado de deuda privada
Pag. 43

3.1.2 La deuda privada en las Sociedades Comisionistas de Bolsa - SCB
Pag. 44

3.2 La regulación y el sesgo hacia la intermedicación en deuda privada
Pag. 46

3.3 Liquidez y la formación de los precios en el mercado de deuda privada
Pag. 50

3.3.1 Diagnóstico de la liquidez del mercado secundario
Pag. 50

3.3.2 Problemas en la formación de los precios en la deuda privada
Pag. 65



Capítulo 4

Conclusiones y recomendaciones **Pag. 65**



Anexo

**La demanda en el mercado de deuda privada
en Colombia
Pag. 73**



Introducción

En un contexto en el que el mercado de capitales en Colombia ha presentado importantes avances durante los últimos diez años, el mercado de deuda privada parece ser el que menor grado de evolución ha alcanzado en términos de tamaño, liquidez y acceso a nuevos participantes. Actualmente, pocas empresas e inversionistas participan de este mercado, y por tanto, no se evidencian beneficios en términos de ampliación de las fuentes de financiamiento para múltiples compañías ni de mecanismos para incrementar la rentabilidad y la diversificación del riesgo de los portafolios.

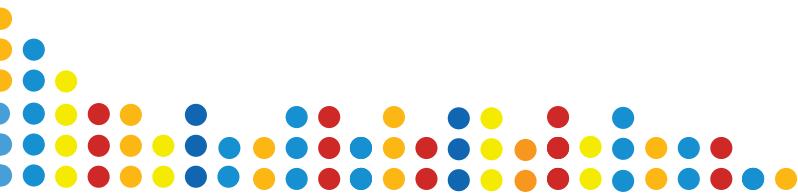
El bajo nivel de desarrollo del mercado de deuda privada en Colombia resulta por lo menos paradójico dada la creciente tasa de inversión en la economía, el alto nivel de desarrollo del mercado de deuda pública en pesos, pre requisito para el desarrollo de la deuda privada, el aumento en los recursos que administran los inversionistas institucionales y el incremento en los flujos de inversión de portafolio desde el extranjero.

En este documento de tres secciones se analiza la evolución de la oferta, la demanda y la estructura del mercado secundario de deuda privada, explicando los factores que en cada caso han contribuido al bajo nivel de desarrollo de este mercado.

En la sección uno -Evolución de la Oferta -se analiza el despegue que mostró la emisión de títulos de deuda privada durante el periodo 2006 – 2014, el contexto económico en medio del cual se generó este crecimiento y las limitaciones que presenta el mercado primario en la actualidad. De igual manera, se analizan las particularidades del sistema bancario y el mercado de deuda privada que han llevado a que éstos compitan en vez de complementarse como mecanismo de financiamiento.

En la sección dos – Evolución de la Demanda -se presenta un análisis sobre quiénes son los principales

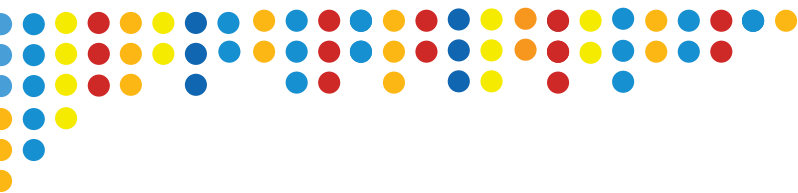




inversionistas de este mercado y cómo ha evolucionado la participación de la deuda privada en sus portafolios. En particular, se estudia el comportamiento de las Administradoras de Fondos de Pensiones -AFPs-, las sociedades fiduciarias y las compañías de seguros, analizando para cada uno las características normativas o de negocio que han llevado a que la deuda privada haya perdido participación dentro los activos que administran en los últimos años.

La sección tres del documento -Estructura del Mercado Secundario- incluye un análisis sobre los agentes que realizan la intermediación en este mercado - Bancos y Sociedades Comisionistas de Bolsa -, un diagnóstico sobre la liquidez y la formación de los precios, y por último, una revisión del impacto negativo que está teniendo la regulación vigente sobre la actividad de intermediación en el mercado de deuda privada. En particular, en este último punto se analiza el efecto que tiene el considerar a todos los títulos de deuda privada como un mismo tipo de activo en la definición de porcentajes de castigo y requerimientos de capital para la gestión del riesgo de liquidez en bancos y comisionistas de bolsa.

Finalmente, el documento concluye sobre los factores que desde la oferta, la demanda y la estructura del mercado secundario estarían limitando el desarrollo del mercado de la deuda privada en Colombia y plantea una serie de propuestas que desde la Bolsa de Valores de Colombia se cree deben desarrollarse para profundizar este mercado.







Capítulo 1

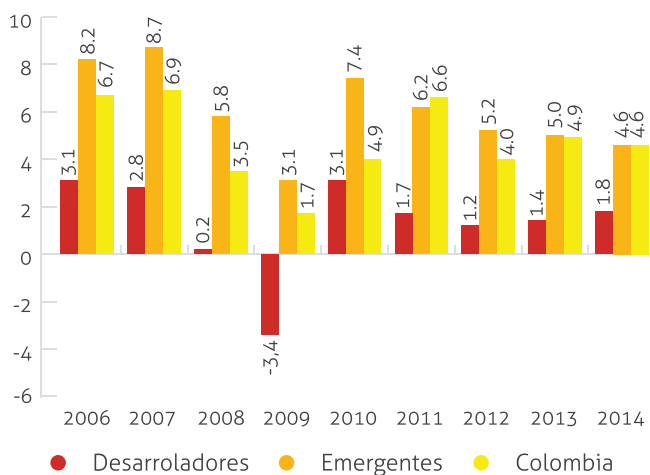
La oferta en el mercado de deuda privada en Colombia



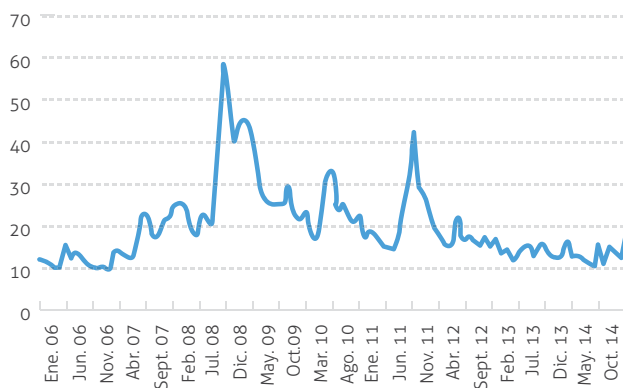
1 El despegue del mercado de deuda privada en Colombia

El mercado de deuda privada en Colombia tuvo su mayor desarrollo en un periodo caracterizado por un entorno externo poco favorable para los activos considerados como de mayor riesgo. La quiebra de Lehman Brothers el 15 de septiembre de 2008, desembocó en la mayor crisis financiera y económica a nivel global desde la gran depresión de los años 30, con una fuerte contracción en el producto de los países desarrollados, una desaceleración en la tasa de crecimiento económico en las economías emergentes, un incremento en la volatilidad de los activos financieros, una reducción de la liquidez en los mercados de capitales y una fuerte desvalorización de los activos de mayor riesgo.

● **Gráfico 1**
Tasas de Crecimiento Anual PIB (%)
(2006-2014)



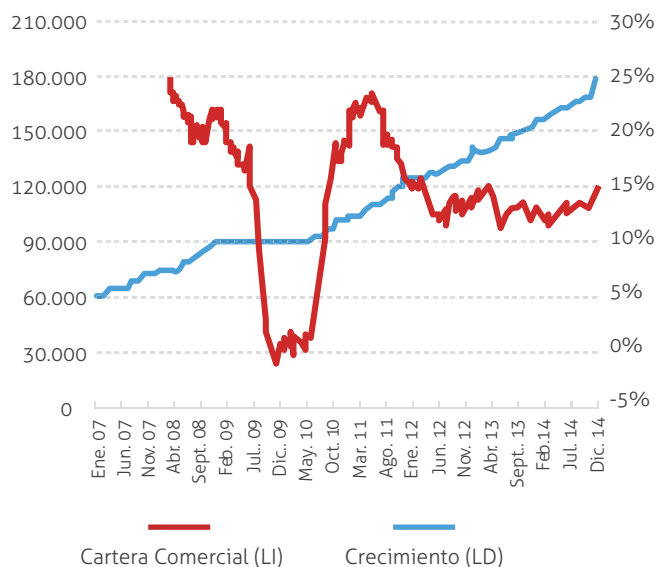
● **Gráfico 2**
Índice de Riesgo de Mercado – VIX
(2006-2014)



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

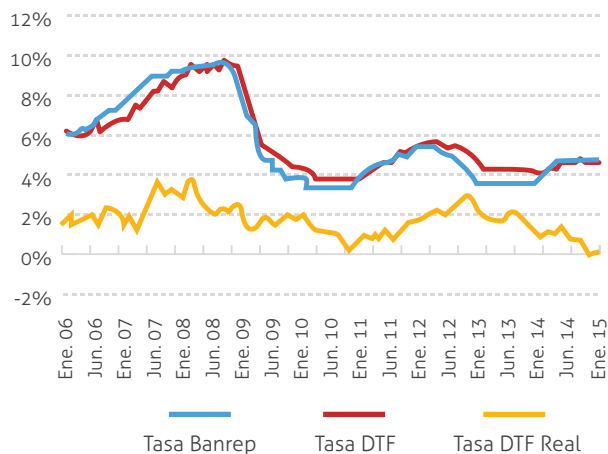
Frente a esta situación el Banco de la República decidió flexibilizar su postura monetaria para contener el contagio entre la economía colombiana y la crisis financiera global, y además, para asegurar niveles adecuados de liquidez en el sistema financiero local. La tasa de interés de intervención fue reducida de 9.5% E.A a 3.0% E.A en el periodo diciembre 2008 a abril de 2010, manteniéndose el estímulo monetario hasta comienzos del 2011. Las tasas de interés del mercado local se redujeron como respuesta a las medidas del Banco de la República, donde incluso la tasa de interés de referencia de ese momento – la DTF – llegó a ser de 0% E.A en términos reales en algunos momentos durante este periodo.

● **Gráfico 3**
Cartera Com. Bancos (Miles de millones COP)
y Crec. Anual (%)
(2007-2014)



Fuente: Bloomberg

● **Gráfico 4**
Tasas de Interés Mercado Colombiano(%)
(2006-2015)

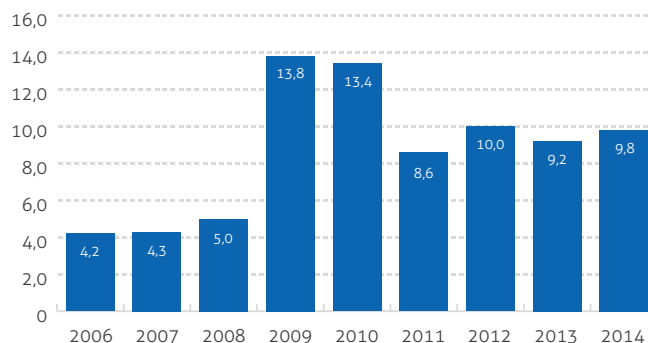


Fuente: SFC - Banrep

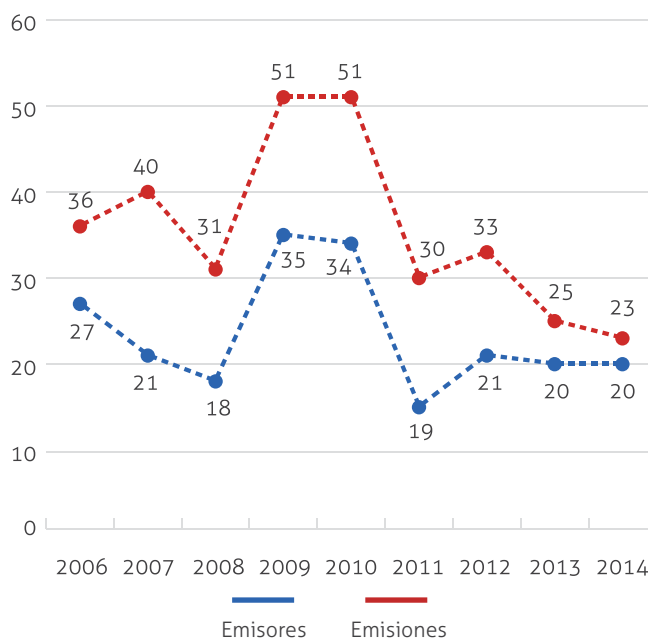
En medio de este difícil escenario global y local el mercado de deuda privada en Colombia mostró un interesante crecimiento. Para 2009 y 2010 los montos emitidos en el mercado primario se incrementaron en más de 170% respecto al promedio de los últimos tres años, superando los COP 13 billones anuales con más de 30 emisores y 50 nuevas emisiones por cada periodo.

Para 2011 el inicio del ciclo de alzas en la tasa de interés de intervención por parte del Banco de la República llevó a que el volumen emitido en deuda privada se redujera en un 36% y el número de emisiones y emisores también cayera en un 41% y 44%, respectivamente. A pesar de esto, el monto anual emitido en títulos de deuda privada se mantuvo entre los COP 9 billones y COP 10 billones en los años siguientes, cifra ampliamente superior a los volúmenes que tenía el mercado en el periodo de pre-crisis (2006-2008), aunque el número de emisores y emisiones se redujo y se incrementó el volumen promedio por emisión.

● **Gráfico 5**
Volumen Anual Emisiones DP (Billones COP)
(2006-2014)



● **Gráfico 6.**
Número de Emisiones y Emisores por Año y Crec. Anual (%)
(2006-2014)

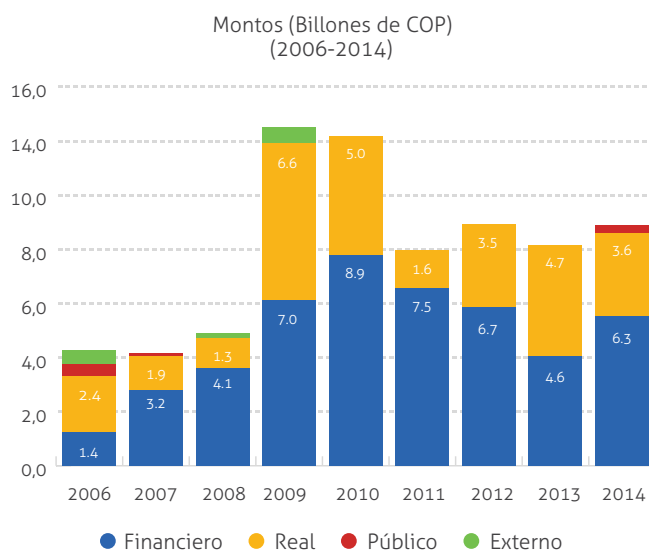


A pesar de que los volúmenes de emisión primaria se han mantenido en niveles elevados, el mercado de deuda privada aún se encuentra en una fase inicial de desarrollo. Elementos como la cantidad, recurrencia y perfil de riesgo de los emisores que están en el mercado, las características de los títulos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

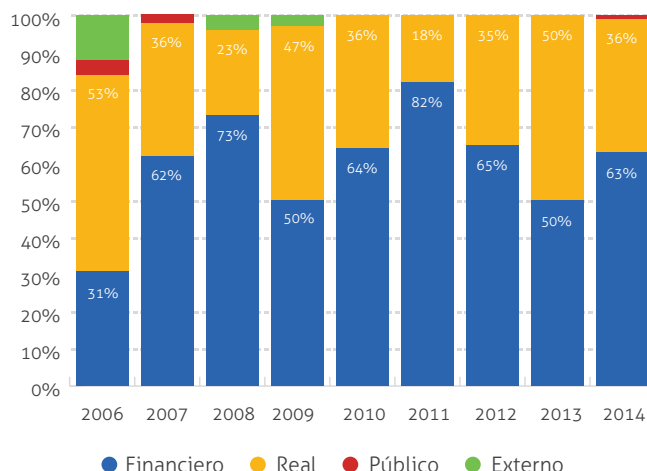
“La emisión de títulos de deuda privada a través de subastas públicas se encuentra altamente concentrada en emisores del sector financiero. El sector financiero muestra un mayor nivel de desarrollo en sus programas de colocación en cuanto a montos, plazos de emisión y recurrencia en el mercado primario. Por su parte los emisores sector real son menos desarrollados y altamente dependientes del ciclo de tasas de interés”.

A lo largo del periodo 2006 – 2014 el sector financiero realizó la mayor parte de las emisiones primarias en títulos de renta fija. El sector real concentró sus colocaciones en los periodos donde las tasas de interés eran más bajas gracias a las políticas contra cíclicas expansivas implementadas por el Banco de la República -2009 a 2010 y 2013-. Otros tipos de emisores como las entidades municipales y las multilaterales, las cuales realizaban emisiones regulares en el mercado, no han vuelto a participar en éste desde el 2007 y 2009 respectivamente, lo que ha afectado la diversidad de la oferta de títulos en el mercado de deuda privada colombiano.

● **Gráfico 7**
Emisiones Deuda Privada por Tipo de Emisor



Distribución en Total Emitido (%)
(2006-2014)



● **Tabla 1**
Número de Emisores y Emisiones (2006-2014)

Sector Real

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
No. Emisores	8	12	11	17	10	5	6	9	6
No. Emisiones	15	9	4	24	15	4	11	9	6

Sector Financiero

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
No. Emisores	5	4	4	5	10	10	11	10	14
No. Emisiones	17	26	18	24	32	24	21	15	17

Fuente: BVC

El mayor desarrollo del sector financiero en el mercado primario de renta fija se evidenció no solo en la participación en los montos totales emitidos por año, sino también en las características de sus programas de colocación. Así, mientras los programas de emisión del sector financiero presentaron estabilidad en cuanto a monto y plazo promedio de las emisiones a lo largo del periodo 2006 – 2014, el sector real se caracterizó por incrementar el volumen y el plazo al vencimiento de los títulos emitidos cuando las tasas de interés estaban bajas. A lo anterior se suma el hecho de que existe un bajo número de emisores del sector real en el mercado, haciendo que la oferta de títulos de este grupo se reduzca drásticamente en los periodos en los que las tasas de interés del mercado comienzan a incrementarse – ciclos contractivos de política monetaria-.

● **Tabla 2**
Monto de Emisiones Máximo, Mínimo y Promedio y
Plazo Medio de Emisión Sector Financiero

Montos en Millones COP

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Mayor Emisión	186.114	400.000	600.000	750.000	750.000	800.000	700.000	600.000	988.252
Menor Emisión	6.700	1.578	27.380	14.304	25.375	13.625	27.632	18.234	9.605
Emisión Promedio	84.969	117.095	219.935	293.466	271.273	312.222	316.988	305.744	303.687
Plazo de Emisión (Años)	5,4	5,35	5,47	6,04	5,06	6,35	6,97	6,38	7

● **Tabla 3**
Monto de Emisiones Máximo, Mínimo y Promedio y
Plazo Medio de Emisión Sector Real

Montos en Millones COP

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Mayor Emisión	450.000	305.500	367.000	640.000	1.000.000	600.000	750.000	900.000	1.000.000
Menor Emisión	7.360	32.200	44.000	13.069	100.000	50.374	22.000	200.000	21.479
Emisión Promedio	132.126	132.328	196.385	262.616	314.482	282.593	301.594	514.142	410.944
Plazo de Emisión (Años)	8,25	8,45	7,7	8,72	11,12	13,93	7,9	12,5	10

Fuente: BVC

La recurrencia en el mercado primario es un elemento que los inversionistas valoran y que debe traducirse en beneficios para los emisores, por ejemplo, en una menor prima de liquidez, un mayor seguimiento por parte de los analistas y una mejor formación de precios no solo para las nuevas emisiones sino también para las colocadas anteriormente.

En el caso colombiano el sector financiero ha demostrado ser altamente recurrente en cuanto a emisiones de títulos de renta fija y no así el sector real. De las 30 entidades financieras que realizaron alguna emisión durante el periodo 2006 – 2014, el

50% -15 entidades- tuvieron presencia permanente en el mercado primario al emitir títulos por lo menos una vez cada dos años, generando el 85% del total del volumen colocado por todo el sector. Por el contrario, los volúmenes de emisiones del sector real son altamente dependientes de entidades no recurrentes, lo cual se evidencia en que el 75% de las entidades de este sector realizaron una única emisión de títulos durante todo el periodo, y además, que solo al 8% de este tipo de entidades -5 empresas- se les podría considerar como recurrentes por realizar al menos una emisión primaria cada dos años.

● **Tabla 4**
Monto de Emisiones Máximo, Mínimo y Promedio y
Plazo Medio de Emisión Sector Financiero

Sector Real

Nº De Años con Emisión	Nº Entidades	%	% Acumulada
9	0	0%	
8	0	0%	0%
7	1	2%	2%
6	1	2%	3%
5	3	5%	8%
4	0	0%	8%
3	5	8%	17%
2	5	8%	25%
1	45	75%	100%
Total Entidades	60		

Sector Financiero

Nº De Años con Emisión	Nº Entidades	%	% Acumulada
9	0	3%	
8	0	10%	0%
7	1	10%	2%
6	1	10%	3%
5	3	7%	8%
4	0	10%	8%
3	5	10%	17%
2	5	13%	25%
1	45	27%	100%
Total Entidades	30		

Fuente: BVC

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

● **Tabla 5**
Volumen y No. De Emisiones por años Emisores Recurrentes
Sector Real – Volumen en Miles de Millones

	2006		2007		2008		2009		2010		2011		2012		2013		2014		Total general	
Emisor	Vol	#	Vol	#	Vol	#	Vol	#	Vol	#	Vol	#	Vol	#	Vol	#	Vol	#	Vol	#
Cementos Argos	177	1	599	2	300	3	940	3	250	2	199	1	1.000	2	-	-	1.600	2	5.065	16
Codensa S.A. E.S.P	-	-	638	3	270	1	120	2	225	1	-	-	-	-	375	1	185	1	1.813	9
Emgesa	40	1	170	1	-	-	665	2	70	1	-	-	500	1	565	1	590	1	2.600	8
EPM	-	-	100	1	367	3	633	3	500	1	-	-	-	-	367	1	-	-	1.967	7
ISA	229	2	-	-	105	1	210	1	-	-	300	1	-	-	220	1	-	-	1.063	6
Total general	446	4	1.507	7	1.042	-	2.567	11	1.045	5	499	2	1.500	3	1.527	4	2.375	4	12.508	46

Fuente: BVC

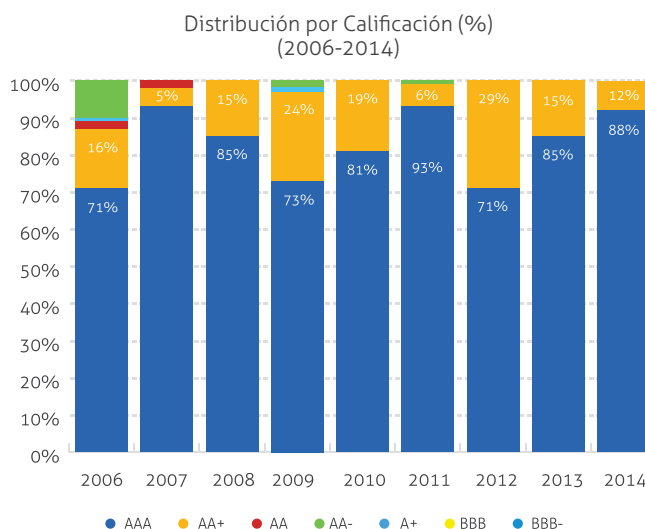
● **Tabla 6**
Volumen y No. De Emisiones por Años Emisores Recurrentes
Sector Financiero – Volumen en Miles de Millones

	2006		2007		2008		2009		2010		2011		2012		2013		2014		Total general	
Emisor	Vol	#	Vol	#	Vol	#	Vol	#	Vol	#	Vol	#	Vol	#	Vol	#	Vol	#	Vol	#
Titularizadora Colombiana	324	2	906	4	879	4	575	4	1.170	5	786	3	989	3	363	1	577	2	6.568	28
Banco Davivienda	60	1	-	-	667	2	1.000	2	1.250	2	1.100	2	900	2	900	2	600	1	6.477	14
Leasing Bancolombia	180	1	180	2	-	-	300	1	620	2	900	2	600	1	600	1	400	1	3.780	11
Bancoldex	354	3	477	2	325	1	775	2	382	1	118	1	1.000	2	-	-	-	-	3.430	12
Findeter S.A	-	-	-	-	537	1	636	2	1.039	3	989	3	1.190	3	315	1	497	1	5.203	15
Banco de Occidente	75	1	51	1	-	-	-	#	360	1	786	3	500	2	803	2	350	1	2.925	12
BBVA Colombia S.A	221	2	500	2	302	1	667	1	469	1	353	1	-	-	365	1	250	1	3.126	10
Financiera Andina S.A	30	1	23	1	-	-	-	#	86	3	86	2	128	2	100	1	200	2	652	12
Banco Popular S.A	-	-	-	-	82	1	-	#	1.100	3	400	1	800	2	800	2	350	1	3.532	10
Bancolombia S.A	-	-	400	1	600	1	900	2	600	1	1.400	2	-	-	-	-	988	1	4.888	8
Total general	1.244	11	2.535	13	3.391	12	4.853	14	7.075	22	6.918	20	6.107	3	4.246	12	4.212	11	40.581	132

Fuente: BVC

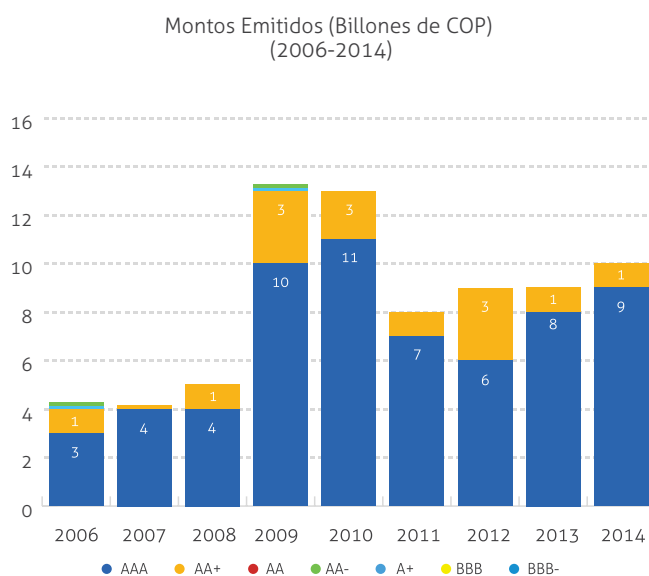
“La emisión de títulos de deuda privada se encuentra altamente concentrada en emisores AAA, en una magnitud que resulta superior a la que presentan otros mercados de la región. Prácticas como la calificación privada y el “shopping rating” dificultan la evaluación correcta del riesgo crediticio por parte de los agentes y profundizan el sesgo del mercado colombiano hacia las emisiones AAA.”

El crecimiento en los volúmenes de emisión no ha significado la incorporación de los segmentos de mayor riesgo crediticio a la base de emisores del mercado de deuda privada en Colombia. En el periodo 2006 – 2014 las emisiones con calificaciones crediticias AAA representaron entre el 71% y el 93% del total del volumen anual emitido, y desde 2011 solo se colocaron en el mercado títulos con calificación igual o superior a AA(+). El segmento del mercado de riesgo – títulos con calificaciones inferiores al grado de inversión o BBB(-) – prácticamente ha desaparecido en el mercado colombiano, dado que desde el 2006 no se ha colocado una sola nueva emisión con ese perfil de riesgo.



Fuente: BVC

● **Gráfico 8**
Emisiones Deuda Privada por Calificación



Fuente: BVC

La concentración del mercado de deuda privada colombiano en títulos con calificaciones AAA es superior a la que se presenta en otros mercados en la región. Como lo muestra un estudio realizado por la Calificadora Fitch Ratings¹ en febrero de 2014, Colombia tiene la mayor concentración en títulos AAA de la región con un 31% del total de títulos vigentes en su mercado de renta fija con esta calificación. Por su parte, Chile y México aparecen como los países donde se presenta el menor sesgo hacia los títulos AAA con participaciones de solo 10% y 17% en el total de títulos vigentes en cada mercado.

1 Distribución de Calificaciones Nacionales de Largo Plazo – Fitch Ratings, Febrero de 2014.

Gráfico 9
Distribución Deuda Privada por Calificación en Latam

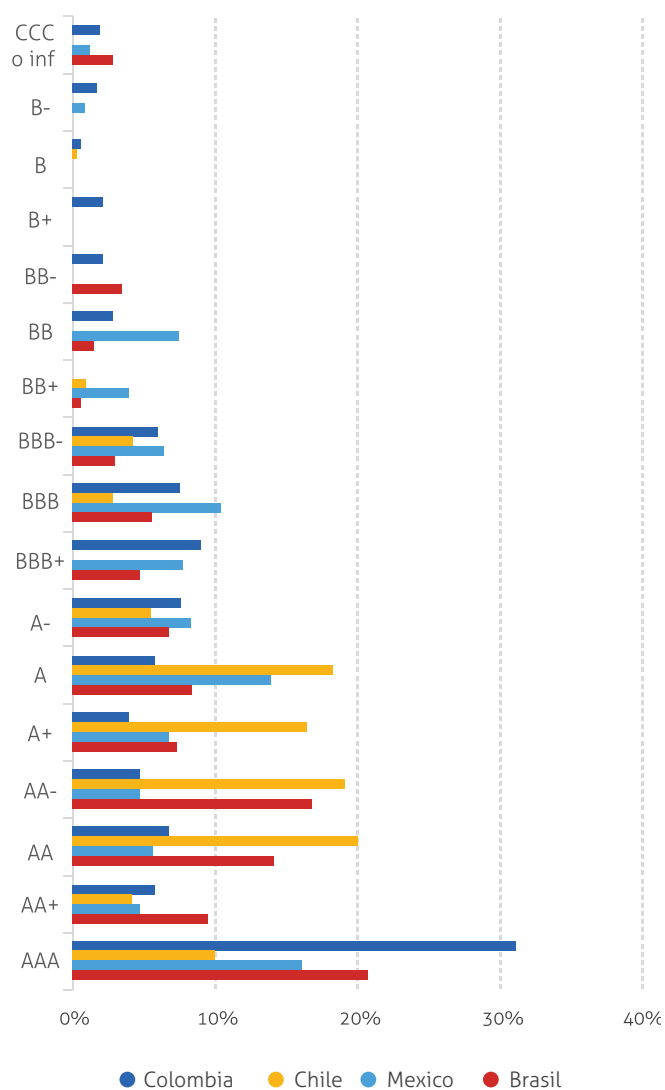
Emisiones por Calificación por País
(2014)

	Brasil	México	Chile	Colombia
AAA	39	52	10	50
AA+	19	15	5	10
AA	26	18	20	11
AA-	32	19	19	10
A+	14	22	16	8
A	16	40	18	10
A-	13	26	5	13
BBB+	9	25	0	15
BBB	10	32	3	12
BBB-	6	18	4	9
BB+	1	12	1	
BB	2	19		3
BB-		8		2
B+				3
B		1		1
B-		1		2
CCC o inf	3	3		3
Total	190	311	101	162

Fuente: Fitch Ratings

La búsqueda de las empresas por alcanzar la calificación AAA y la permisividad en la regulación han llevado a que en el mercado colombiano se presenten prácticas como las calificaciones privadas y el “shopping rating”. Con estas prácticas los emisores someten ante las distintas agencias su información financiera para evaluación y posteriormente revelan al mercado solo aquella calificación que les resulte más favorable. Lo anterior no solo profundiza el sesgo del mercado hacia las emisiones AAA, sino que además genera inquietudes entre los distintos administradores de portafolio sobre la homogeneidad con la cual son evaluados los emisores y su información financiera, lo que dificulta la evaluación del riesgo crediticio en el mercado y afecta negativamente el interés que pueden tener los agentes por deuda con menor calificación.

Distribución por Calificación por País (%)
(2014)



Fuente: Fitch Ratings

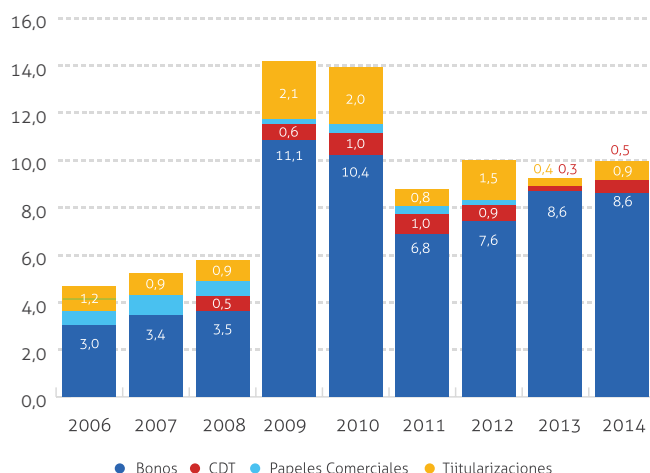
“El incremento en el volumen de las emisiones primarias se ha concentrado en bonos, mientras que otros tipos de instrumentos permanecen poco desarrollados. El mercado carece de instrumentos de corto plazo y las emisiones de titularizaciones se han reducido al terminar el beneficio fiscal que tenían en el 2012”.

El desarrollo del mercado de deuda privada ha estado concentrado en la emisión de bonos a mediano y largo plazo. Sin embargo, otros tipos de instrumentos como los títulos con vencimientos inferiores a un año – papeles comerciales – o las titularizaciones de activos financieros perdieron importancia en el mercado colombiano durante el periodo 2006 – 2014. El desarrollo de estos tipos de instrumentos es importante porque complementan las posibilidades de financiamiento e inversión que ofrecen los mercados de bonos, y en el caso de las titularizaciones, facilitan la transferencia de riesgos entre los agentes e incrementan las posibilidades de financiamiento del sistema en general.²

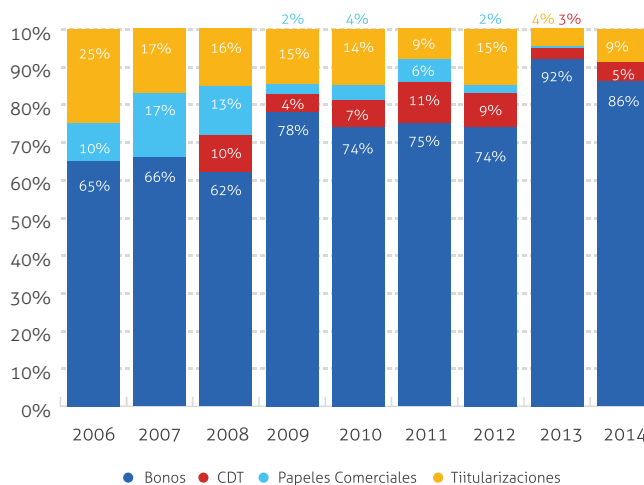
En el caso de las titularizaciones, las emisiones de títulos con subyacente cartera inmobiliaria se redujeron drásticamente a partir de la terminación del beneficio tributario que tenían los rendimientos generados por los títulos hipotecarios TIPS en 2013. Para 2013, la emisión de titularizaciones se redujo en un 76%, lo cual llevó a que el saldo de estas emisiones disminuyera de COP 5.74 billones en diciembre de 2012 a COP 4.1 billones en diciembre de 2013 – 27% en un año-. Por otro lado, la titularización de activos financieros diferentes a cartera inmobiliaria no es recurrente y no se han vuelto a realizar emisiones desde octubre de 2012.

De igual forma, la emisión de papeles comerciales se redujo tanto en montos como en número de entidades que utilizan este instrumento como mecanismo de financiación de corto plazo. Entre 2006 y 2011 la emisión anual promedio de papeles comerciales superaba los COP 500.000 millones, sin embargo, para los años siguientes la emisión de este tipo de títulos disminuyó significativamente año tras año, hasta el punto que en 2014 no se realizó ninguna emisión de papeles comerciales en el mercado de deuda privada colombiano.

● **Gráfico 10**
Emisiones Deuda Privada por Tipo de Título
Montos Emitidos (Billones de COP)
(2006-2014)



Distribución en Total Emitido (%)
(2006-2014)



● **Tabla 7**
Volumen Emisiones Deuda Privada por Tipo de Título
(Billones de COP)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Bonos	3,00	3,43	3,49	11,11	10,36	6,85	7,58	8,56	8,61
CDT	0,00	0,00	0,54	0,64	1,04	0,99	0,90	0,32	0,50
Papeles Comerciales	0,46	0,88	0,72	0,34	0,55	0,52	0,20	0,05	0,00
Titularizaciones	1,18	0,91	0,88	2,08	2,00	0,79	1,50	0,36	0,88
Total General	4,64	5,22	5,62	14,18	13,95	9,14	10,17	9,28	9,99

Fuente: BVC

2 Una visión del Mercado de Valores - BVC 2012.

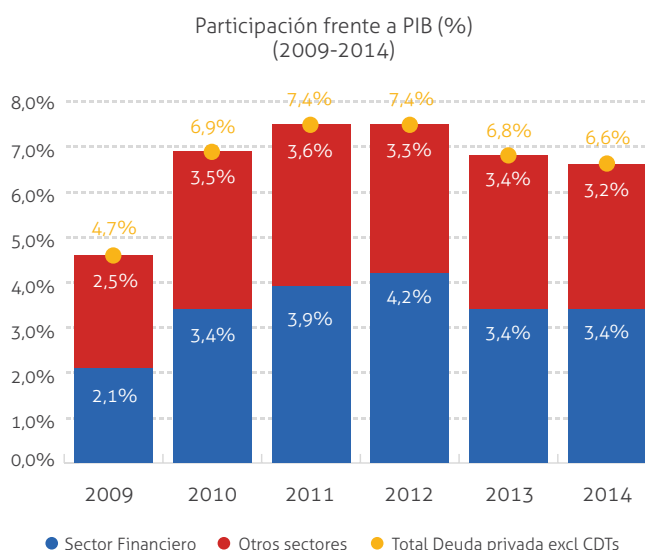
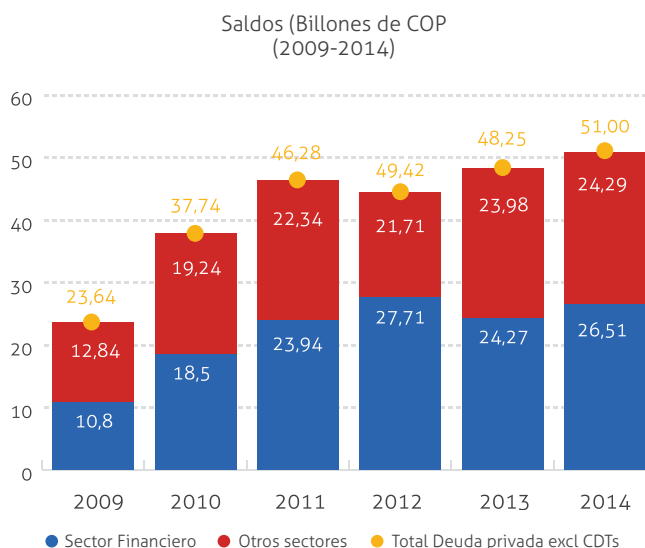
“A pesar del incremento en los volúmenes emitidos y el saldo de títulos en el mercado, el mercado de deuda privada continua siendo relativamente pequeño cuando se compara con el tamaño de la economía colombiana y se ubica como uno de los menos desarrollados en la región”.

Entre el 2009 y 2014 el saldo de los títulos de deuda privada colombiana, excluyendo los certificados de depósito – CDT– emitidos por el sistema financiero, se incrementó a una tasa anual de 16.62%, lo que permitió que el flotante de estos títulos frente al Producto Interno Bruto – PIB - aumentara de 4.68% en 2009 a 6.62% a cierre de 2014. El mayor crecimiento se presentó durante el periodo 2009-2012 – tasa de crecimiento anual de 27.87% - debido al aumento en los saldos de las emisiones del sector financiero los cuales crecieron a una tasa anual del 36.9%, mientras que el flotante de las emisiones del sector real creció a una tasa menor del 19.13% anual.

Sin embargo, durante los últimos dos años el crecimiento del mercado de deuda privada sin CDT se desaceleró: la tasa de crecimiento anual de los saldos de estos títulos fue de solo el 1,58%. Este comportamiento se originó por la evolución que presentaron las emisiones del sector financiero donde los saldos decrecieron un 2.19% anual. Por su parte, el sector real presentó un crecimiento en el saldo de sus emisiones de 6.21% anual entre el 2012 y 2014, cifra que resulta ser significativamente inferior al compararla con la tasa alcanzada en los tres años anteriores.

Esta desaceleración en el crecimiento de los saldos de títulos de deuda privada excluyendo CDT, llevó a que el tamaño relativo de este mercado frente a la economía, medido a través de la relación saldos sobre PIB, decreciera 82 puntos básicos durante los últimos dos años, contrario al comportamiento favorable que había presentado en el periodo 2009 a 2011, cuando esta razón se incrementó en más de 2 puntos porcentuales.

● **Gráfico 11**
Saldos de Títulos de Deuda Privada sin Incluir CDT del Sistema Financiero

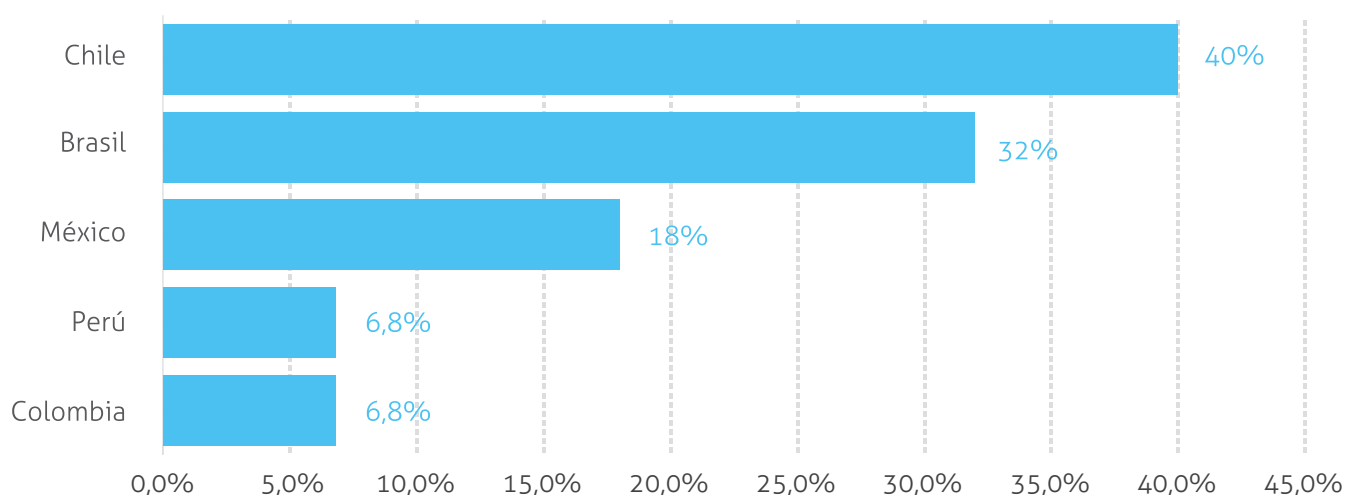


Fuente: SFC – Cálculos BVC

Al evaluar el desarrollo del mercado de deuda privada a nivel regional por medio de la relación Saldo de Títulos de Deuda Privada/PIB, se evidencia que el mercado colombiano es uno de los de menor tamaño frente a su economía. Lo anterior demuestra que a pesar del despegue que alcanzó el mercado local durante el periodo 2006 – 2014, este todavía se encuentra muy alejado en representatividad como fuente de financiamiento de la economía y que por tanto los beneficios de tener un mercado de deuda privada desarrollado para el país están aún por alcanzarse.

● **Gráfico 12**

Saldos de Títulos de Deuda Privada a Emitidos a Través de Subastas
Públicas por Países (Saldos/PIB) (2014)



Fuente: SFC - Deceval- BIS

1 2. La complementariedad entre el sistema bancario y el mercado de capitales - ¿por qué no se ha desarrollado en Colombia?

La evidencia internacional ha demostrado que los países se benefician de contar con sistemas bancarios y mercados de capitales desarrollados conjuntamente. Los mercados de capitales ofrecen servicios a la economía que son diferentes de aquellos que ofrece el sistema bancario, dado que mientras los bancos establecen relaciones y proveen liquidez en el corto plazo, los mercados de capitales suministran el financiamiento de largo plazo y permiten la diversificación del riesgo entre distintos agentes. Por lo anterior, los bancos y el mercado de capitales son vistos como complementos y no como mecanismos sustitutos de intermediación entre oferentes y demandantes de capital en una economía.³

En el caso colombiano, la complementariedad entre el sistema bancario y el mercado de capitales no se ha desarrollado, por el contrario, ambos mecanismos compiten por captar los recursos administrados por los inversionistas institucionales y ofrecer productos para el financiamiento del sector productivo en el mediano plazo.

La sustitución entre el sistema bancario y el mercado de capitales en Colombia se explica por varios factores, entre ellos, la solidez financiera de la banca y la baja profundidad financiera, el rol que desempeña el sector financiero en el mercado de deuda privada como oferente permanente de certificados de depósito - CDT - de Tesorería y la dificultad que tienen los emisores no bancarios, no AAA y de bajos montos de colocación para emitir títulos en el mercado de capitales colombiano. A continuación se analizan cada uno de estos factores.

“El sistema bancario colombiano es altamente rentable, con fuentes estables de fondeo, mantiene elevados niveles de solvencia y además posee una cartera con alta calidad crediticia, lo que le ha permitido competir como proveed”.

En el informe del Programa de Evaluación al Sector Financiero del Fondo Monetario Internacional para Colombia – FSAP por sus siglas en Inglés -, el Fondo

concluye que el sistema financiero colombiano se caracteriza por su poca competencia y alta rentabilidad, su bajo nivel de riesgo y la poca masificación de los servicios financieros, lo que le deja un amplio espacio al sector informal en la economía colombiana.⁴

La rentabilidad de la banca colombiana es elevada cuando se compara con otros países de similar o superior nivel de desarrollo, como lo muestra la OECD en su Evaluación Económica para Colombia de 2013. Según esta evaluación, la alta rentabilidad responde a que los márgenes de intermediación en el país son elevados, como resultado no solo de temas de eficiencia en el sector, sino también debido a la baja competencia entre los bancos y el alto grado de concentración, lo que le permite a éstas entidades tener la habilidad de controlar los precios en varios de los segmentos de préstamos, como es el caso de los créditos para consumo y comercial.⁵

Por otra parte, la banca local actualmente asume bajos niveles de riesgo en el desarrollo de su actividad de intermediación, lo cual se evidencia en la estabilidad de las fuentes de financiamiento y la calidad de la cartera. Respecto a las fuentes de financiamiento, los bancos cuentan con flujos permanentes y crecientes a través de los depósitos bancarios y las exigibilidades cuentas de ahorro, cuentas corrientes, certificados de depósito a término, entre otros que en promedio han representado el 77% de los pasivos bancarios entre el 2000 y 2013. Además, la cartera ha mejorado sus indicadores de calidad – participación y cubrimiento de la cartera vencida - a pesar del fuerte crecimiento en la colocación de créditos comerciales desde el 2010, lo que redundó en que el saldo de créditos vigentes haya llegado a representar el 25% del PIB colombiano a cierre de 2014.

Como resultado de la unión entre la alta rentabilidad y el bajo nivel de riesgo que evidencia el sistema bancario tradicional en el desarrollo de su actividad de intermediación, éste se encuentra en capacidad de proveer cada vez más financiamiento a mayores plazos y por montos elevados, compitiendo así directamente con el mercado de capitales en el segmento de financiación a mediano plazo (entre cinco y siete años).

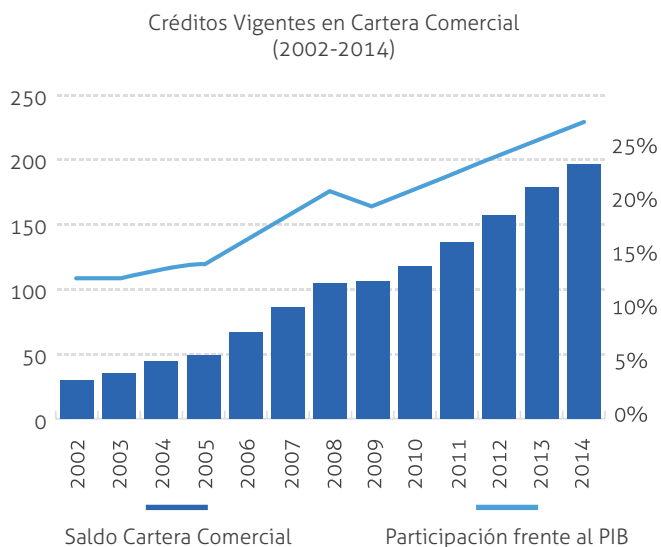
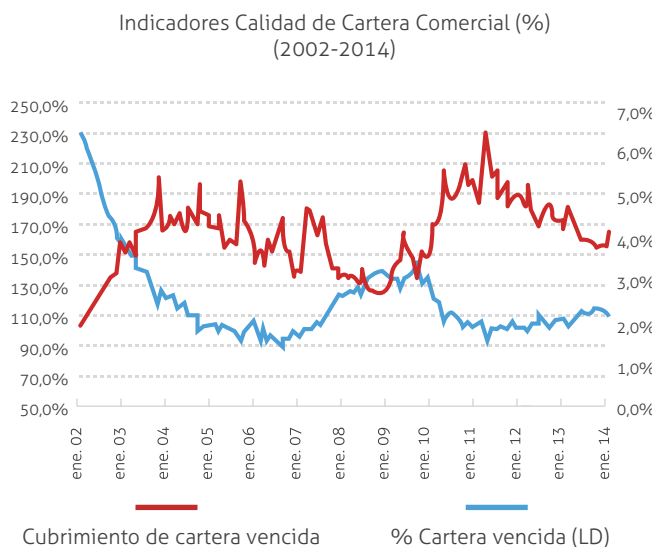
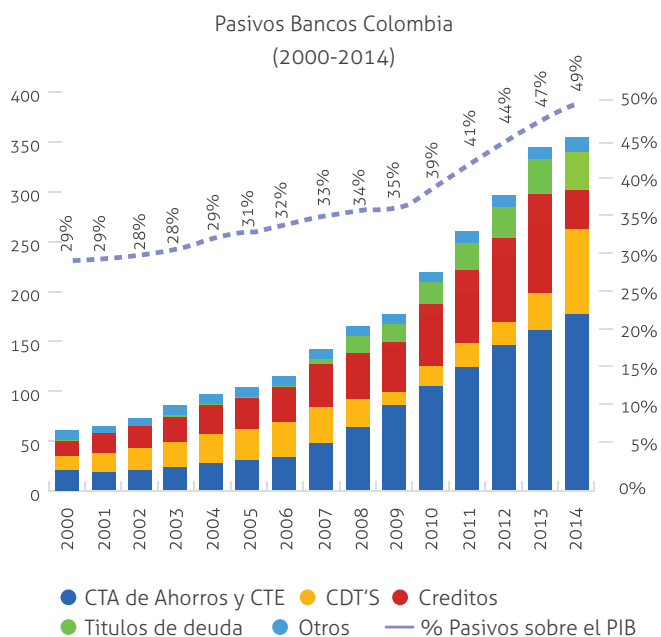
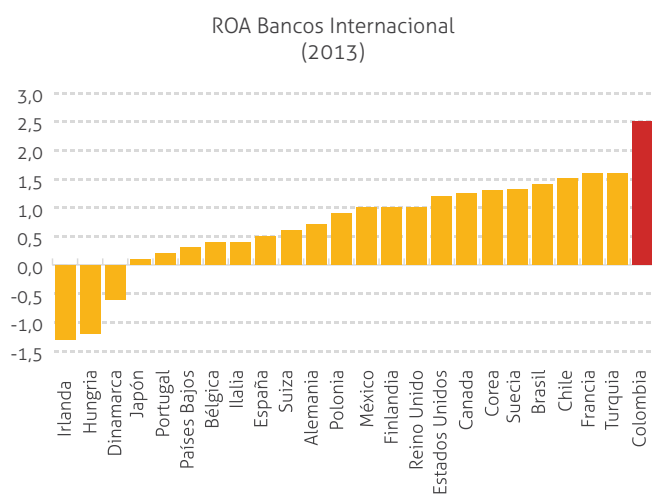
³ Levine Ross

⁴ Colombia: FinancialSystemStabilityAssessment – FMI, Enero de 2013.

⁵ OECD EconomicSurveys Colombia. EconomicAssesment – OECD, Enero de 2013.

● **Gráfico 13**

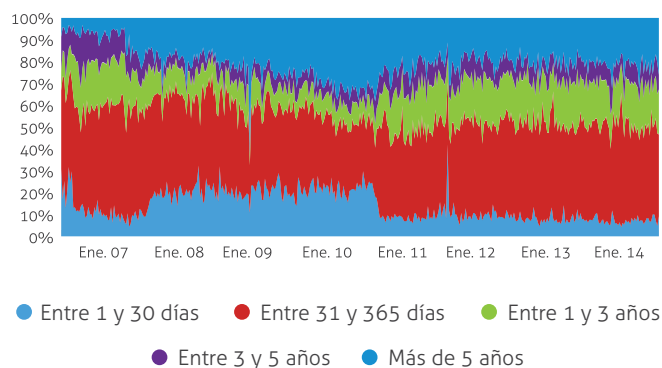
Indicadores Sistema Bancario Colombiano: Comparación de Rentabilidad, Fuentes de Fondo, Comportamiento y Calidad de la Cartera Comercial



Fuente: OECD - SFC

Sin embargo, Colombia requiere que la relación actual de competencia entre el sistema bancario tradicional y el mercado de capitales evolucione hacia una de complementariedad durante los próximos años. El desarrollo de ambiciosos proyectos de inversiones en infraestructura para mejorar la competitividad del aparato productivo y la necesidad de profundizar los niveles de bancarización en el país aumentará la demanda por nuevos recursos de los bancos y los niveles de riesgo que deben asumir éstas entidades en el desarrollo de la actividad de intermediación.

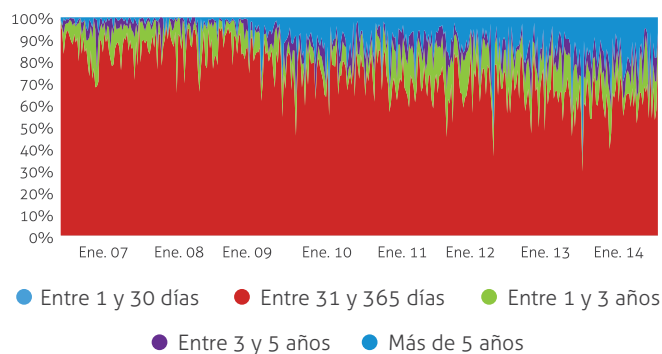
Distrib. Colocación por Plazo C. Comercial Ord



En particular, la profundización y diversificación de la base de clientes de la banca representa uno de los grandes retos para el país. La OECD muestra en su evaluación sobre Colombia de 2013, que a pesar del crecimiento en la colocación de créditos al sector privado, el saldo de préstamos como porcentaje del PIB en Colombia aún se encuentra muy por debajo del promedio que presentan los países que hacen parte de esta organización – 155.6% del PIB –, aunque está cerca del promedio para Latinoamérica – 44.09% del PIB⁶

Por otro lado, el crecimiento en los créditos colocados no ha implicado una diversificación de la base de clientes, dado que como lo muestra el FMI, para 2013 el 90% de los créditos de cartera comercial se concentraba en el 7% de los deudores.

Distrib. Colocación por Plazo C. Comercial Pref.



Un mercado de deuda privada desarrollado no solo permitiría incrementar la capacidad de financiamiento del sistema en general, sino que actuaría como un mecanismo eficiente para redistribuir riesgos específicos entre una base mayor de agentes.

Fuente: OECD - SFC

6 OECD EconomicSurveys Colombia. EconomicAssesment – OECD, Enero de 2013.

“El sistema financiero a través de la emisión de CDT de Tesorería ha cubierto la demanda por títulos de deuda privada de los inversionistas institucionales, lo que reduce el apetito de estos agentes por títulos de otros emisores. La oferta de CDT se ha ampliado en cuanto a emisores, plazos y tasas de referencia, lo que ha llevado a que en el mercado primario de CDT de Tesorería se encuentre un perfil de riesgo más diversificado y atractivo para los inversionistas que en el resto de segmentos de títulos de deuda privada”.

La emisión de CDT de tesorería por parte de las entidades financieras supera de manera significativa a la colocación de títulos que hacen estas mismas entidades a través de subastas públicas en el mercado de valores.

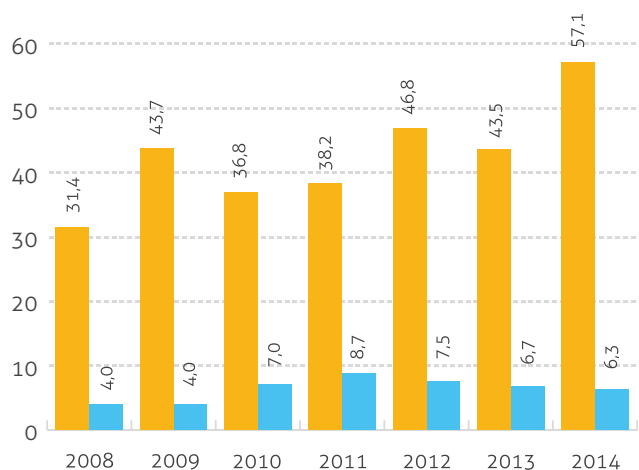
Entre el 2008 y 2014 las entidades financieras captaron en CDT registrados en los sistemas de la Bolsa de Valores de Colombia BVC entre 4 y 10 veces el monto emitido en bonos y titularizaciones.

Además el número de entidades financieras que emiten CDT es ampliamente superior al de entidades que realizan colocaciones de bonos, lo que demuestra que aquellos emisores que no logran cumplir los requisitos de montos de emisión o calificación crediticia para realizar de subastas públicas de títulos valores, como es el caso de las cooperativas de crédito, las compañías de financiamiento comercial y las compañías de leasing y factoring entre otras, han encontrado en el mercado de CDT un mecanismo eficiente para captar recursos de los inversionistas institucionales y otros agentes.

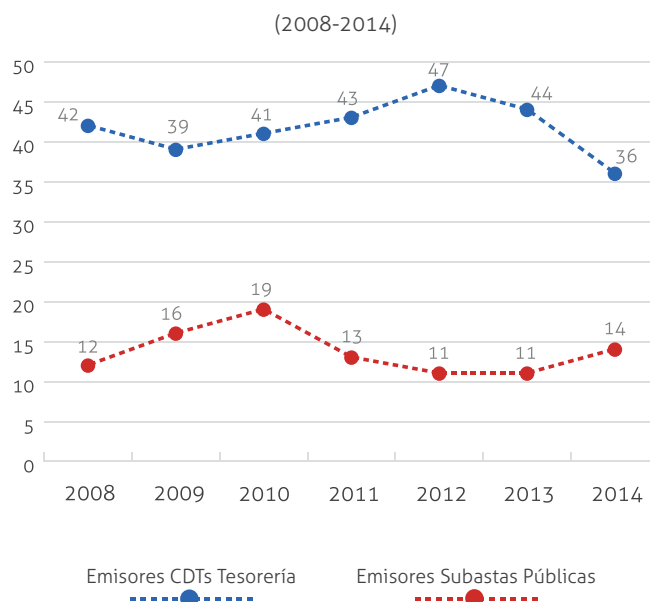
● **Gráfico 14**

Volúmenes de Emisión y Número de Emisores CDT de Tesorerías y Títulos Valores a través de Subastas Públicas por Entidades Financieras

(Montos en Billones COP)
(2008-2014)



● CDT Emitidos por Tesorerías ● Títulos Emitidos en Subastas Públicas

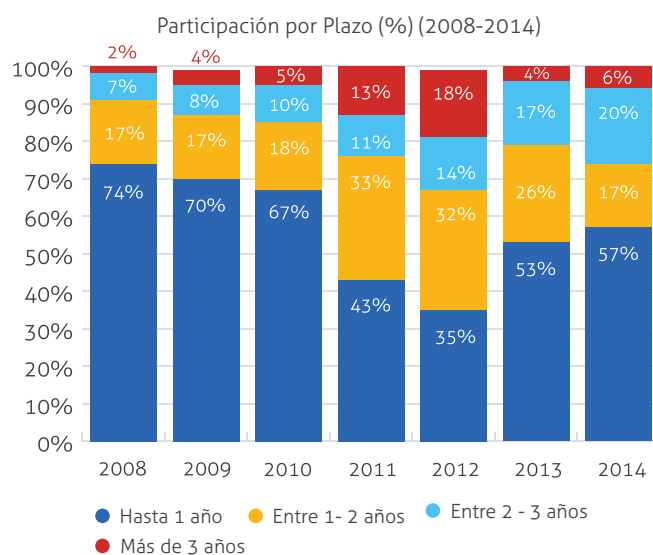
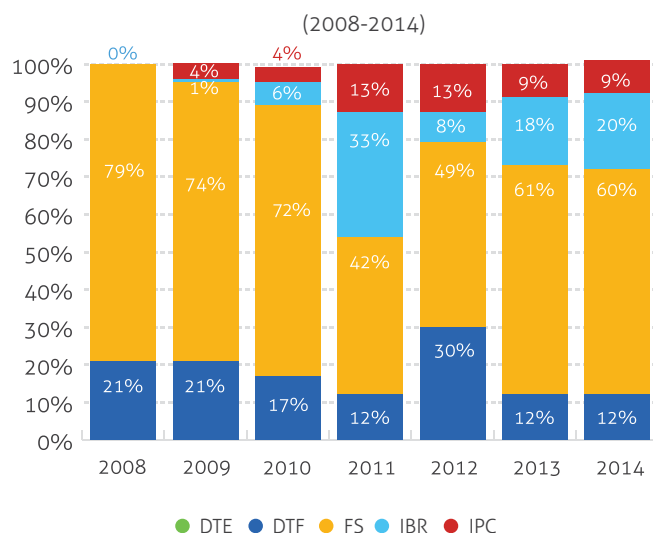


Fuente: BVC

La emisión de CDT de tesorería ha canalizado los flujos crecientes de inversión por parte de los inversionistas institucionales en la medida que ha logrado extender los plazos de emisión y ampliar el rango de tasas de referencia que ofrece a los clientes de estos títulos. Entre el 2008 y 2014, la emisión de certificados de depósito atados al IBR y al IPC ha ganado participación, reemplazando parcialmente a las emisiones a tasa fija que concentraban cerca del 80% de la emisión al inicio del periodo. En cuanto a plazos de emisión, la duración de los CDT también se incrementó durante el periodo, lo cual demuestra que este instrumento dejó de ser utilizado para administrar la liquidez de corto plazo de las entidades y que cada vez se emplea más como mecanismo de exposición a deuda privada de mediano plazo.

● **Gráfico 15**

Distribución de Emisiones de CDT de Tesorerías por Tasa de Referencia y Plazo.
Participación por Tasa de Referencia(%)

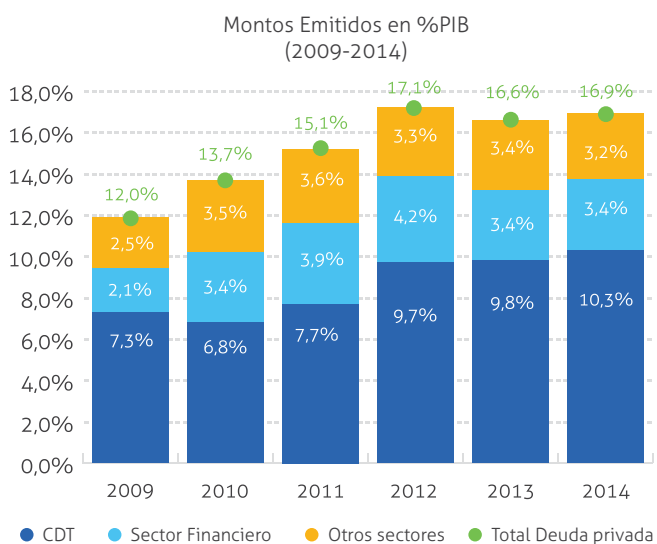
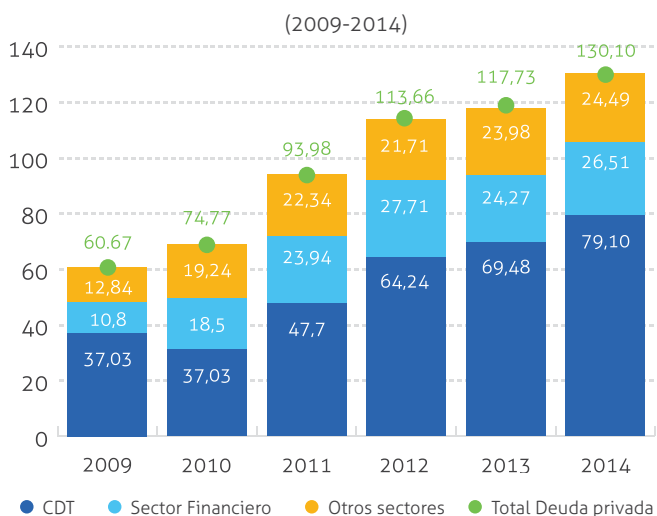


Fuente: BVC

La creciente emisión de CDT por parte del sistema bancario a través del mercado de valores llevó a que estos títulos se constituyan como el principal tipo de título en el mercado de deuda privada colombiano. Durante el periodo 2009–2014 el saldo de CDT que son custodiados en el depósito de valores creció a una tasa de 16.3% anual compuesto, con un saldo a cierre de 2014 superior a los COP 79 billones, lo que representa un 10.2% del PIB colombiano y el 60% del saldo total de títulos de deuda privada en el mercado colombiano. Al agregar el saldo de CDT al monto vigente de bonos y otros instrumentos emitidos tanto por empresas del sector financiero como de otros sectores, tal y como se presentó en la sección 1.1 de este documento, el saldo de deuda privada sobre el PIB colombiano pasó del 7.8% al 16.8% para cierre de 2014.

● **Gráfico 16**

Saldo Emitido en Deuda Privada incluyendo los CDT de Tesorerías Bancarias
Montos Emitidos por Título (Billones COP)



Fuente: Deceval – SFC

“Los emisores no recurrentes en el mercado, con calificaciones crediticias inferiores a AA+ y de bajos montos de colocación enfrentan importantes dificultades para colocar títulos valores en Colombia, lo cual lleva a que el préstamo bancario sea una opción de financiamiento altamente competitiva. Dentro de las principales dificultades se encuentran los requisitos que deben cumplir para la aprobación de una nueva emisión y el sesgo negativo hacia estos títulos que tienen gran parte de los inversionistas institucionales”.

A partir de los primeros programas de emisión privados desarrollados por el Distrito de Bogotá e ISA en 2003, las grandes empresas encontraron a través de este instrumento un método eficiente para la emisión de títulos en el mercado primario. Este mecanismo permite, a través de un proceso fácil y rápido de aprobación, realizar una nueva emisión con cargo al cupo global aprobado, y además, tener la facilidad de adaptar la oferta de los títulos al monto, plazo, tipo de papel y otras condiciones que sean más oportunas según sus necesidades y el apetito del mercado. Con lo anterior, los emisores logran aumentar el interés por parte de los inversionistas hacia los nuevos títulos y obtienen unas mejores condiciones para su financiamiento.

● **Tabla 8**
Número de Emisiones Aprobadas por Año Con o Sin Programa de Colocación

Año	Sin programa	Con programa	Total
2006	1	5	6
2007	2	12	14
2008	3	8	11
2009	8	17	25
2010	5	9	14
2011	0	9	9
2012	4	4	8
2013	1	5	6
2014	6	10	16

Fuente: SFC

Sin embargo, para la aprobación de programas de emisión se requiere cumplir con una serie de requisitos definidos por la norma, los cuales representan significativas dificultades para emisores de menor tamaño. Entre las principales restricciones se encuentran:

Historial de Emisión:

El emisor debe haber tenido cuando menos tres emisiones de valores inscritas en el RNVE durante los dos años inmediatamente anteriores a la fecha de la solicitud, de las cuales al menos una debe estar vigente a esa fecha y no haber sido objeto de sanciones por parte de la SFC durante el año inmediatamente anterior.

Estructura Corporativa:

Durante la vigencia de la emisión la entidad emisora no podrá cambiar su objeto social, escindirse, fusionarse, transformarse o disminuir su capital con reembolso efectivo de aportes, a menos que lo autorice la asamblea de tenedores con la mayoría necesaria para aprobar la modificación de las condiciones del empréstito, o se repaguen los bonos previamente emitidos.

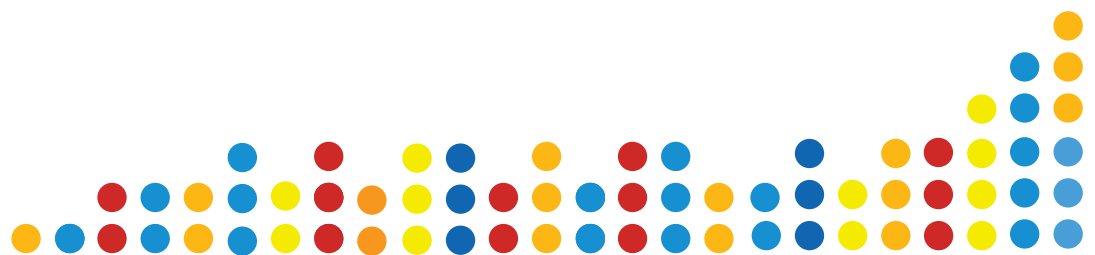
Las empresas que no cumplan los anteriores requisitos y que deseen realizar una emisión de títulos en el mercado público de valores deben realizar el proceso de aprobación ante el regulador el cual puede tomar en promedio seis meses. Además, este proceso no incorpora mayores diferencias entre los emisores nuevos o aquellos que ya tienen emisiones en el mercado pero que no cumplen con los requisitos para aplicar a un programa de emisión, por lo que los incentivos de convertirse en emisor por primera vez se ven reducidos.

Por lo anterior, resultan pocos los emisores locales no financieros que pueden aplicar para un programa de emisión y así tener recurrencia en el mercado primario, como fue definida en la sección 1.1.2 de este documento – realizar al menos una emisión cada dos años –. Con la menor recurrencia, el costo del financiamiento tiende a incrementarse y la formación de precios para los títulos del emisor en el mercado secundario se deteriora, afectando la liquidez y atractivo de estos títulos para los inversionistas.

Por otro lado, una vez realizado el proceso de aprobación ante el regulador, el emisor enfrenta la dificultad de asegurar una buena demanda para su colocación en medio de un número relativamente bajo de entidades que podrían comprar estos títulos. Como se explica con más detalle en la sección 2.1 de este documento, la demanda por deuda privada se encuentra altamente concentrada en un reducido número de inversionistas institucionales con grandes montos administrados.

Dado el tamaño de los portafolios gestionados por estos agentes, las emisiones de bajos montos y con características de crédito diferentes al estándar del mercado (calificación crediticia inferior a AA+) no resultan tan atractivos dado el costo operativo que implica el análisis de la nueva emisión y la baja representatividad que tendrá el nuevo título en el total del portafolio. Con esto, la demanda potencial se reduce de manera significativa y los beneficios en cuanto a reducción del costo del financiamiento frente a la opción que ofrece sistema bancario tradicional podrían no ser tan significativos para compensar la demora en el tiempo que implica una emisión en el mercado público de valores.

Como resultado del tiempo que toma la aprobación de una emisión sin contar con un programa vigente y la incertidumbre respecto a lograr una demanda atractiva por los títulos cuando la colocación es por bajos montos, el préstamo bancario resulta ser una opción de financiamiento competitiva para suplir las necesidades de financiamiento de mediano plazo de las medianas empresas en Colombia.







Capítulo 2

La demanda en el mercado de deuda privada en Colombia



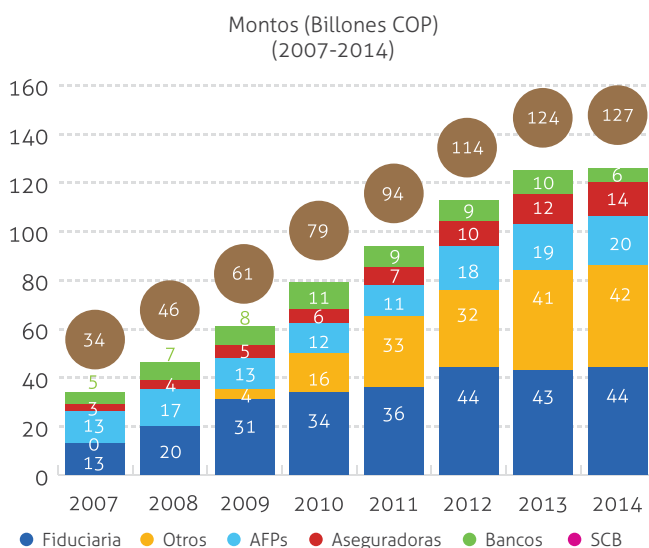
2 1 Inversionistas en el mercado de deuda privada

“Los inversionistas institucionales y los intermediarios financieros han venido perdiendo participación como los principales tenedores de los títulos en el mercado de deuda privada. El espacio dejado por estas entidades ha sido ocupado por las empresas del sector real y las personas naturales, las cuales se calcula poseen una tercera parte del total de los activos de deuda privada a cierre de 2014”

Desde el 2007 el monto total invertido en deuda privada por instituciones financieras, empresas del sector real y personas naturales en Colombia creció a una tasa de 20% anual y alcanzó un monto total de COP 127 billones para el final de 2014.

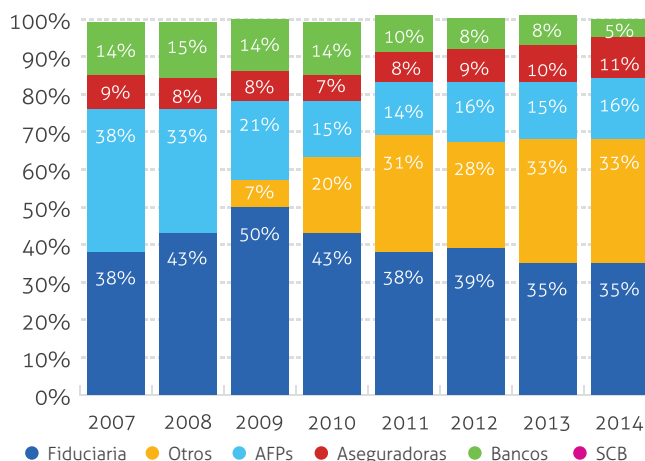
● Gráfico 17

Inversiones totales en deuda privada por tipo de entidad



Fuente: SFC – Cálculos BVC

Participación por tipo de entidad (%)
(2007-2014)



Fuente: SFC – Cálculos BVC

Dentro de las entidades financieras, las fiduciarias⁸ son las principales tenedoras de títulos de deuda privada, administrando en promedio el 35% de estas inversiones durante el periodo 2007 - 2014. Por su parte, las AFP se mantienen como el segundo inversionista del sector financiero con mayor importancia en este mercado aunque su participación pasó del 38% del total de títulos disponibles en el 2007 al 16% en el 2014. En tercer lugar se ubican las entidades aseguradoras las cuales tuvieron una participación entre el 9% y 11% durante todo el periodo.

Por su parte los intermediarios financieros – Bancos y SCB – han perdido participación como inversionistas en el mercado de deuda privada. En los bancos el valor nominal de las inversiones disminuyó desde el 2010 y su participación en el total de la deuda privada se redujo a tan solo el 5% en 2014. Las Comisionistas de Bolsa son las únicas entidades financieras que presentaron un descenso nominal en el monto invertido en deuda privada durante todo el periodo de análisis, al pasar de administrar COP 90 mil millones en 2007 a COP 80 mil millones en 2014⁹.

El espacio que dejaron las entidades financieras como inversionistas en el mercado de deuda privada lo tomaron las entidades del sector real y las personas naturales. Se calcula que entre los años 2009 y 2014, la participación de este tipo de agentes como inversionistas en el total de títulos de deuda privada aumentó del 7% en 2009 al 33% en 2014, llegando a un total de COP 42 billones, lo que representa un crecimiento anual del 60% en los recursos dirigidos

⁸ Incluye la información de las líneas de negocio de carteras colectivas, fondos de pensiones y posición propia. Las líneas de administración de pagos, inmobiliaria y garantías no publican la distribución de sus inversiones, sin embargo presentan una alta concentración en títulos de tesorería – TES.

a este tipo de inversiones por parte de estos agentes.

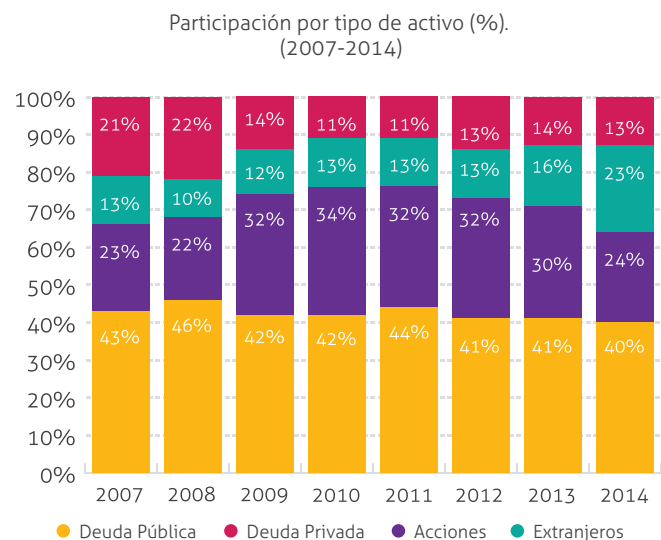
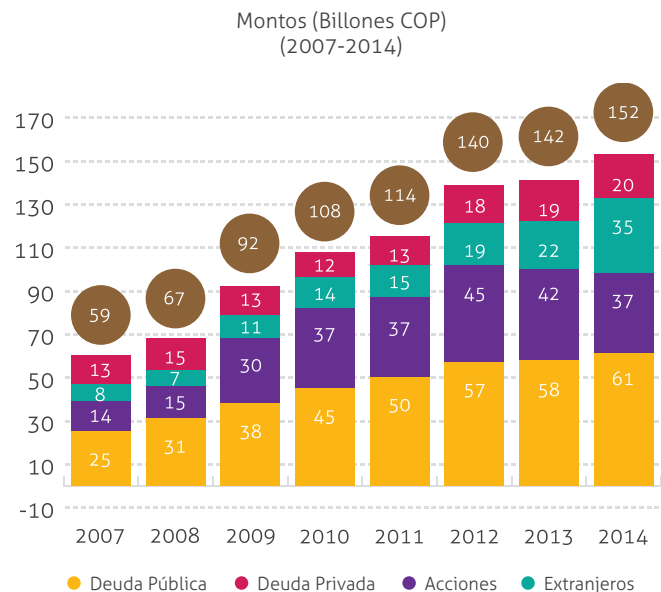
● **Gráfico 18**
Inversiones totales de AFP por tipo de activo

2 1.1 La deuda privada en las administradoras de fondos de pensiones – AFP

“La deuda privada ha venido perdiendo representación en los fondos administrados por las AFP y a cierre de 2014 es el activo con menor participación. En los fondos de pensiones obligatorias, el esquema de multi-fondos no ha permitido reactivar la demanda por estos títulos dado el bajo nivel de desarrollo que presentan los portafolios que se crearon. En los fondos donde la rentabilidad es un factor crítico para la escogencia del administrador – p.e. las pensiones voluntarias-, la deuda privada tiende a tener mayores participaciones en comparación con el resto de portafolios administrados”.

Las inversiones en deuda privada hechas por las AFP alcanzaron los COP 20 billones en el 2014, después de presentar un crecimiento compuesto de 6,3% anual desde el 2007. Este crecimiento es inferior al presentado por el total del portafolio administrado, el cual aumentó a una tasa 14,4% anual durante el mismo periodo. Esta evolución ha llevado a que se presente una disminución de ocho puntos porcentuales en la participación de la deuda privada en el total del portafolio pasando del 21% en el 2007 al 13% al cierre de 2014.

El anterior comportamiento responde a un periodo inicial en el que las AFP redujeron el valor nominal de los montos invertidos en deuda privada, pasando de COP 13 billones en 2007 a COP 12 billones en 2010 y en el que la participación en el total del portafolio alcanzó el punto más bajo: 11%. A partir del 2011 se evidenció un crecimiento en los recursos dirigidos por estos agentes hacia la deuda privada, lo que le permitió una recuperación en la participación en el total del portafolio de dos puntos porcentuales durante los siguientes cuatro años. No obstante, a cierre de 2014 la deuda privada es el activo con menor participación dentro del portafolio administrado por las AFP en Colombia, con un 13% del total.



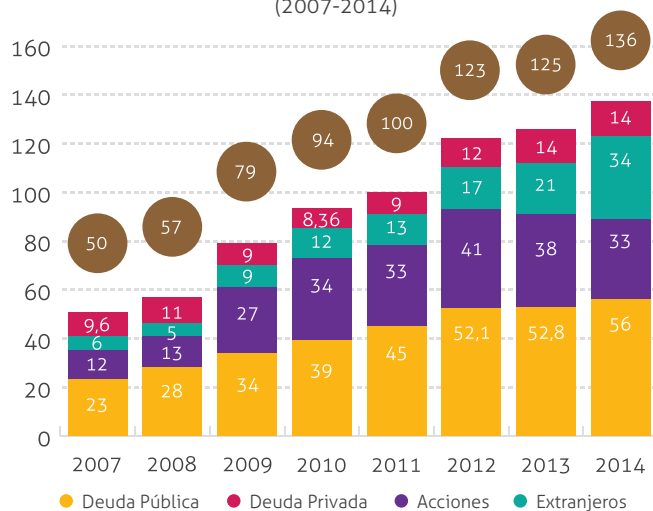
Fuente: SFC

⁹ Otras entidades financieras de menor tamaño como las cooperativas de crédito, las compañías de leasing y factoring también tienen inversiones en deuda privada pero su participación en el total resultan muy bajas.

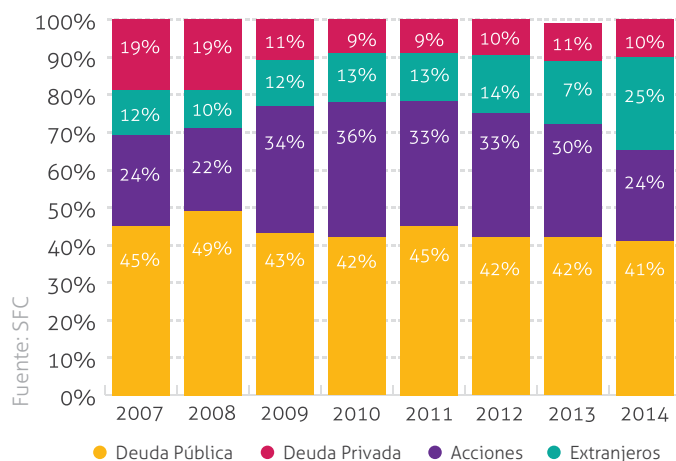
Dentro de los distintos fondos administrados por las AFP, los vehículos de pensiones obligatorias son los que mayor nivel de títulos de deuda privada mantienen, pero en donde éstos alcanzan la menor representatividad respecto al total del portafolio administrado. Entre 2007 y 2014, el monto invertido en deuda privada por los portafolios de pensiones obligatorias aumentó en promedio un 5.5% anual, mientras que el total de los recursos administrados por estos fondos aumentaron al 15.3%. Por lo anterior, la participación de los títulos de deuda privada en el total del portafolio disminuyó nueve puntos porcentuales durante este periodo alcanzando 10% en el 2014. La mayor parte de la reducción en la participación de la deuda privada se presentó entre 2008 y 2010, cuando ésta cayó en diez puntos porcentuales y las inversiones se redujeron en más de COP 1,25 billones en términos nominales.

● Gráfico 19

Inversiones de fondos de pensiones obligatorios por tipo de activo
Montos (Billones de pesos)
(2007-2014)



Participación por tipo de activo (%)
(2007-2014)



Fuente: SFC

Con la implementación del esquema de multi-fondos¹⁰ a partir de septiembre de 2010, la participación de la deuda privada en el portafolio de pensiones obligatorias se ha recuperado. No obstante, esta recuperación se generó debido a una mayor participación de éstos títulos en los fondos de retiro programado y conservador, mientras que la deuda privada local es prácticamente inexistente en el portafolio de alto riesgo.

Esta diferencia se puede explicar por el hecho de que los fondos con menor riesgo, como el de retiro programado y el conservador, invierten activamente en deuda de corto plazo - CDT de entidades financieras - debido al bajo nivel de exposición al riesgo de mercado que incorporan estos títulos y que además facilitan administrar la liquidez del portafolio. Por el contrario, en los fondos con mayor perfil de riesgo se ha preferido incrementar la exposición al riesgo por medio de la inversión en acciones y los títulos extranjeros, con un menor interés por los títulos de deuda privada locales. En el caso del portafolio moderado, el cual posee el mayor monto de recursos invertidos en deuda privada, la participación de estos títulos en el total del portafolio no ha presentado mayores variaciones y se mantiene alrededor del 8%. Como resultado de estos comportamientos al interior de los portafolios de pensiones obligatorias, la deuda privada es el tipo de activo que menor participación tiene en el total de los fondos para cierre del 2014.

Para revertir la reducción en la participación de la deuda privada en los portafolios de pensiones obligatorias se requiere no solo contar con una amplia oferta de títulos y una mayor diversidad en los perfiles de riesgo de los emisores, sino también generar mecanismos para incentivar el desarrollo del esquema de multi-fondos, el cual hasta el momento es limitado y mantiene una alta participación en el fondo moderado, el cual fue el que recibió de forma automática los activos del anterior portafolio unificado que no cumplían los requisitos para ser parte del fondo de retiro programado.

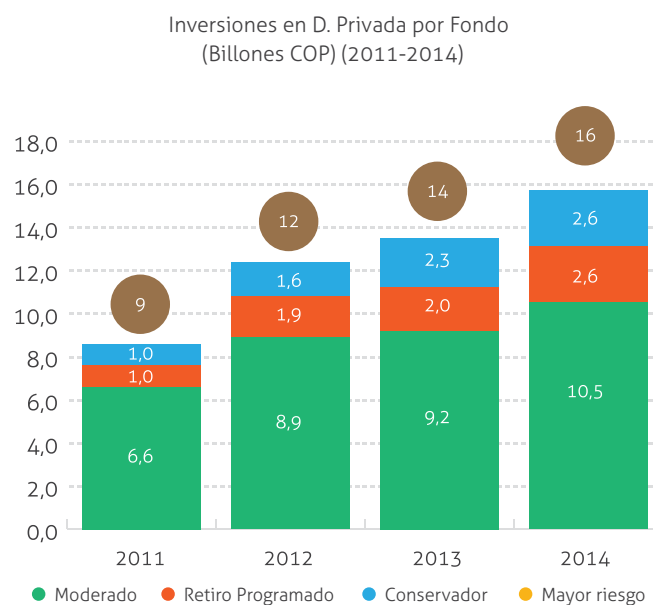
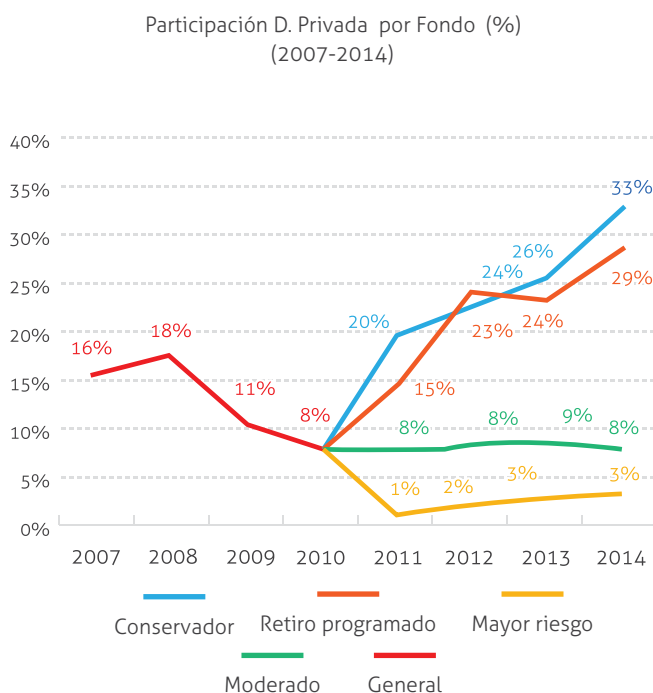
Desde la implementación del nuevo modelo la participación del fondo moderado se ha mantenido en promedio en el 86% del total del portafolio de los FPO, lo que para 2014 representó COP 122 billones en activos administrados. Por su parte, el resto de portafolios presentan un crecimiento mínimo y bajas participaciones frente al total de los montos administrados con COP 5,7 billones (4%) de los activos para el portafolio conservador y COP 1,45 billones

(1.1%) de los activos para el portafolio de mayor de riesgo

La situación de concentración del esquema de multi-fondos en Colombia en el portafolio moderado y la baja participación de la deuda privada en los portafolios contrasta con la realidad de este modelo pensional en otros mercados. En Chile, por ejemplo, el portafolio intermedio representa solo el 37.6% del total de activos administrados y la deuda privada local participa en el 25% del total de ese portafolio, mientras que los portafolios con mayor riesgo representan el 35% del total de los activos administrados por las AFP chilenas y de éstos se invierten entre el 8 y el 15% en activos de deuda privada local.

● Gráfico 20

Inversiones en deuda privada de fondos de pensiones obligatorios por tipo de portafolio



Fuente: SFC

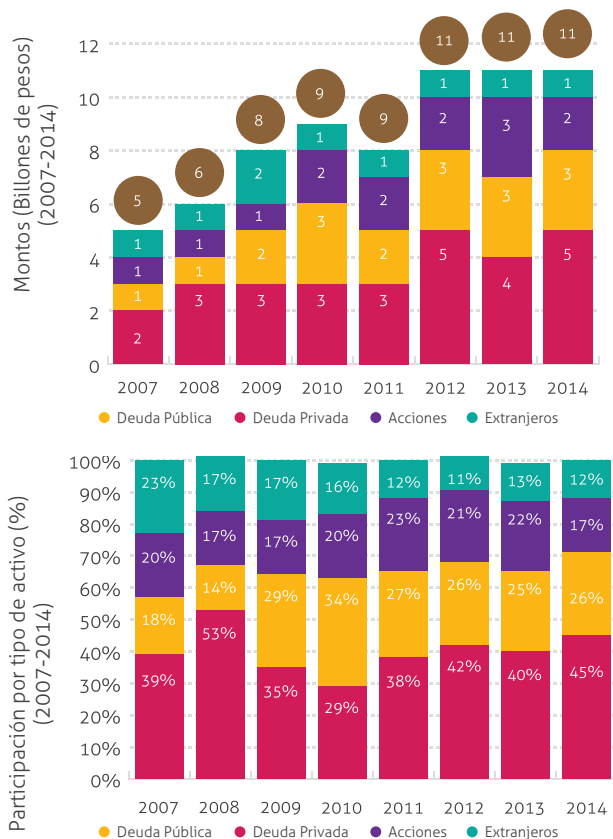
¹⁰ El esquema multi-fondos para los fondos de pensiones obligatorios presenta cuatro tipos de portafolio con distinto perfiles de riesgo: retiro programado, conservador, moderado y mayor riesgo. Los agentes escogen el fondo de su preferencia entre conservador, moderado y mayor riesgo. Una vez el cotizante cumple las semanas requeridas automáticamente sus aportes son trasladados al fondo de retiro programado.

Por el contrario, la deuda privada mantiene una alta participación en los fondos de pensiones voluntarias -FPV- y a cierre de 2014 es el principal activo en estos portafolios con un 45% sobre el total. Lo anterior responde a la necesidad de estos fondos de ofrecer retornos diferenciales frente a otros mecanismos de ahorro disponibles, y además, a la competencia entre los distintos administradores, lo que lleva a que la deuda privada sea un activo atractivo debido a los mayores niveles de retorno que ofrece frente a los títulos de deuda del gobierno, principal activo en los fondos de pensiones obligatorias.

Como resultado, las inversiones de los fondos de pensiones voluntarias en deuda privada han aumentado 14% anual durante el periodo 2007-2014, llegando a COP 5 billones al cierre del último año. Este crecimiento ha estado en línea con el crecimiento del portafolio de los FPV, por lo que la participación se mantuvo relativamente constante al comparar el 2014 con el 2007. Sin embargo, al analizar la evolución de esta participación se observa que tuvo una disminución de 10 pp del 2007 al 2010, desde cuando se recuperó y aumentó 16 pp, cerrando el 2014 con una participación del 45% de las inversiones.

● Gráfico 21

Inversiones de fondos de pensiones voluntarios por tipo de activo

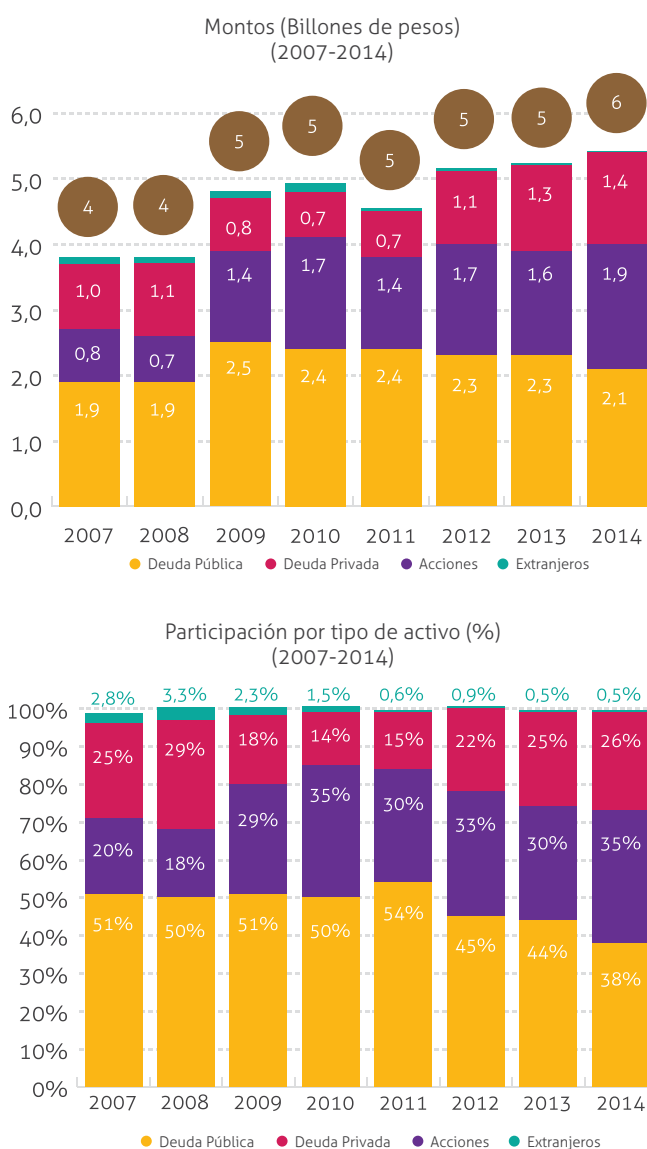


Fuente: SFC

Por último en los fondos de cesantías la deuda privada mantuvo su participación a lo largo del periodo bajo estudio, sin embargo, el crecimiento de las inversiones en acciones redundó en que la deuda privada cayera al tercer lugar de importancia dentro de estos portafolios. A cierre de 2014 los fondos de cesantías tenían un saldo de COP 1,4 billones en títulos de deuda privada local con un crecimiento moderado de 5% promedio anual, lo que llevó a que para ese año los títulos de deuda privada dentro del portafolio de las cesantías llegaran a representar el 26% del total del portafolio. Al igual que en el resto de los fondos administrados por las AFP, esta participación disminuyó entre los años 2007 y 2010, para después recuperarse en los siguientes tres años.

● Gráfico 22

Inversiones de fondos de cesantías por tipo de activo



Fuente: SFC

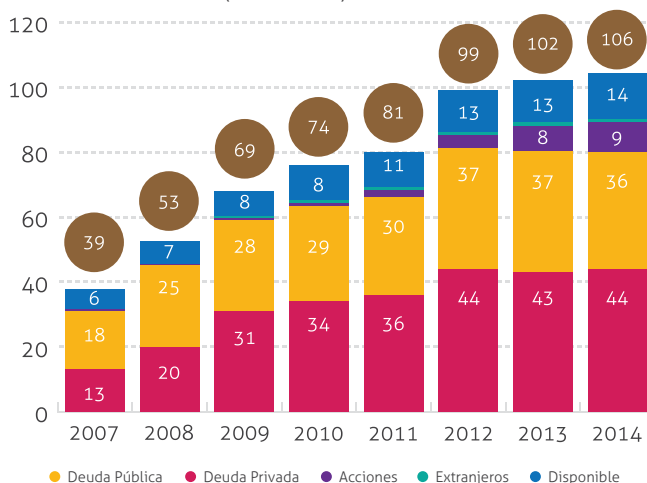
2 1.2. La deuda privada en las sociedades fiduciarias

“El sector fiduciario es el principal inversionista del mercado de deuda privada local, sin embargo, en cada una de sus líneas de negocios se presentan elementos que sesgan la inversión de estas entidades hacia títulos de corto plazo y con alta calificación crediticia. Elementos como el esquema de remuneración por la gestión de los activos, el bajo desarrollo de las carteras colectivas y hasta la exposición a sanciones por parte de las autoridades impiden que estos agentes sean demandantes de títulos en los mercados de mayor riesgo”.

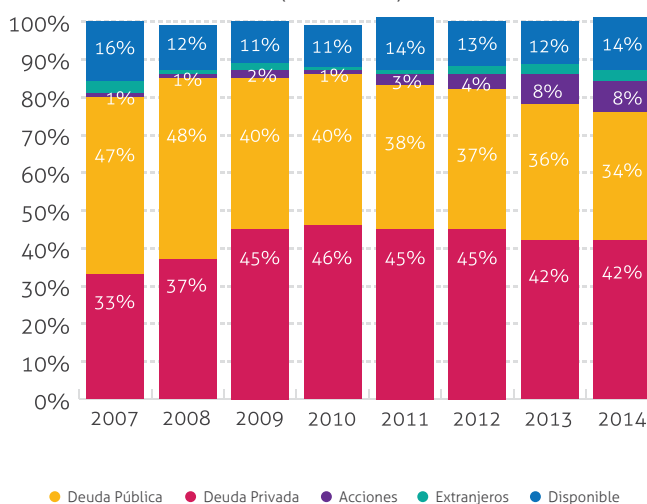
En las entidades fiduciarias existen tres líneas de negocio de las cuales se conoce la distribución de sus inversiones: la administración de pasivos pensionales, las carteras colectivas y la posición propia. Teniendo en cuenta únicamente estas líneas de negocio, las inversiones en deuda privada presentaron un crecimiento del 19% anual entre 2007 y 2014, alcanzando los COP 44 billones a cierre de este periodo, lo que permitió que este activo se convirtiera en el más importante dentro de los portafolios administrados por estas entidades. Las inversiones de estas líneas de negocio representaron el 94% del total de las inversiones en deuda privada realizadas por las sociedades fiduciarias a 2014, las cuales ascendían a COP 46,1 billones¹¹. Dada su representatividad, para el resto de este numeral se realizará el análisis sobre el comportamiento de las inversiones en deuda privada solamente para estas líneas de negocios.

● Gráfico 23

Inversiones de sociedades fiduciarias por tipo de activo
Montos (Billones de pesos)
(2007-2014)



Participación por tipo de activo (%)
(2007-2014)



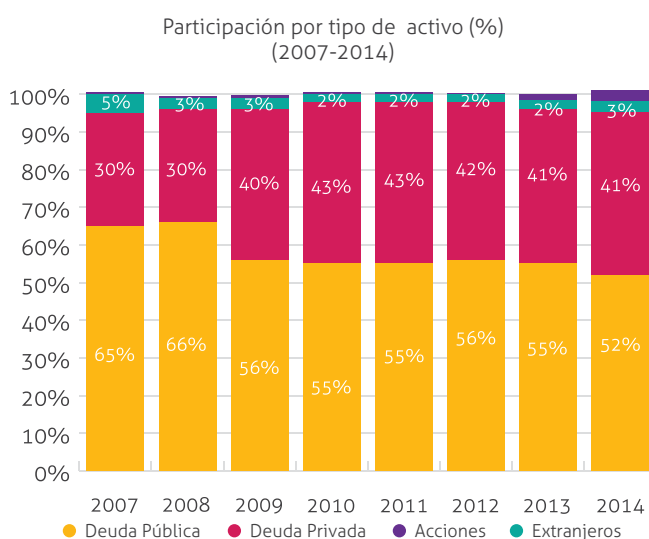
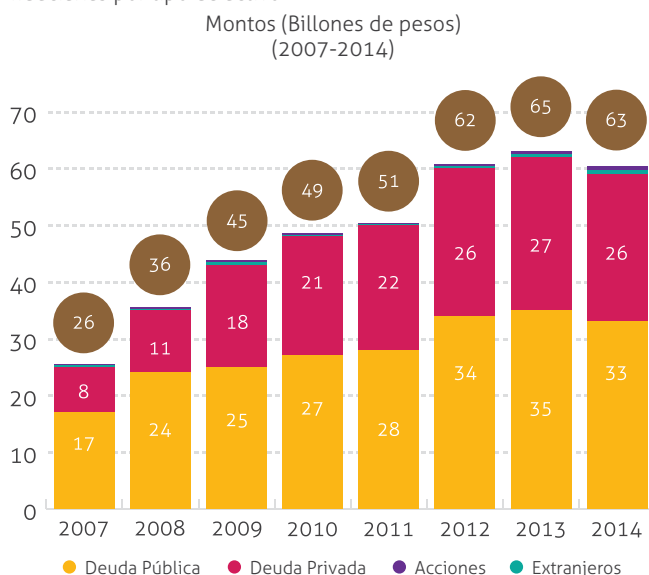
Fuente: SFC

¹¹ El 6% restante está distribuido entre las líneas de negocio de garantías, administración de pagos e inmobiliario.

Dentro de los portafolios de pasivos pensionales administrados por las fiduciarias la deuda privada presentó un crecimiento de 18,3% anual entre 2007 y 2014, lo que subió su participación del 30% al 41% para el cierre de este periodo. El resto del portafolio se encuentra concentrado en títulos de deuda pública (COP 33 billones o 52% del fondo a 2014) dado que la inversión en acciones está limitada a un monto máximo de 5% del portafolio y que el único activo autorizado son las participaciones en fondos bursátiles o ETFs que repliquen el comportamiento general del mercado colombiano.

● Gráfico 24

Inversiones de fondos de pasivos pensionales de sociedades fiduciarias por tipo de activo



Fuente: SFC

A pesar que los fondos de pasivos pensionales tienen amplios recursos dirigidos hacia la inversión en deuda privada y que la política de inversión les permitiría adquirir títulos de distintas calidades crediticias y varios plazos, la demanda de estos portafolios se encuentra concentrada en activos de altas calificaciones y de corto plazo. La razón para este bajo apetito por riesgo tiene que ver con el mecanismo de remuneración y con el riesgo jurídico que enfrentan las fiduciarias y los mismos administradores en la gestión de estos portafolios.

En primer lugar, la remuneración por la gestión de los pasivos pensionales se encuentra atada al valor de los activos administrados y no a la rentabilidad del portafolio. Sin embargo, los administradores deben cumplir con un retorno mínimo o de lo contrario responder patrimonialmente por el faltante de rentabilidad. Así, los administradores no tienen incentivos de buscar mayores retornos a través de la inversión en deuda privada de mayor riesgo dado que no se benefician por el mayor rendimiento que generen en el portafolio, pero sí deben responder si en algún periodo la rentabilidad resulta menor a la exigida por la norma.

Por otro lado, a diferencia de los fondos de pensiones privados estos portafolios se encuentran sometidos a la inspección y vigilancia de distintas entidades de control gubernamentales – Contraloría, Procuraduría y Superintendencia Financiera –. La inversión en títulos de deuda privada implica la exposición a mayores niveles de riesgo crediticio o de liquidez, los cuales se espera sean compensados por el diferencial de retorno que ofrecen. Sin embargo, al momento de materializarse un evento de cualquiera de estos riesgos en el portafolio, la sociedad fiduciaria o el mismo administrador están expuestos a sanciones legales por parte de las entidades de control sin importar los beneficios que la inversión en este tipo de activos hayan traído al portafolio si se revisa su comportamiento para un mayor periodo de observación.

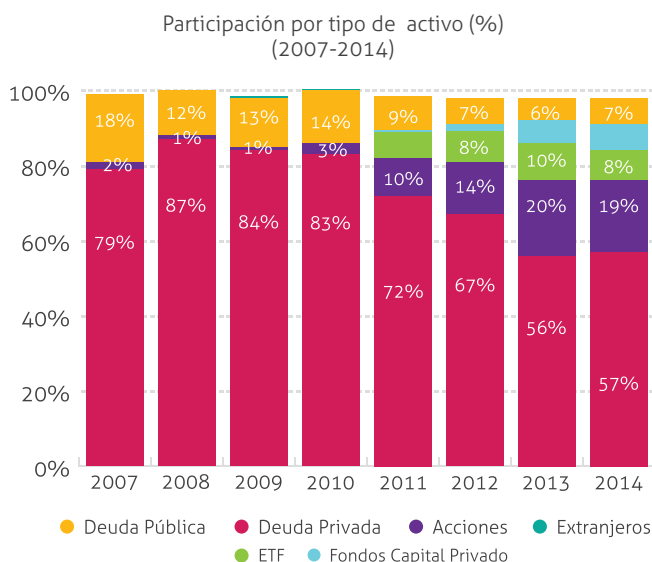
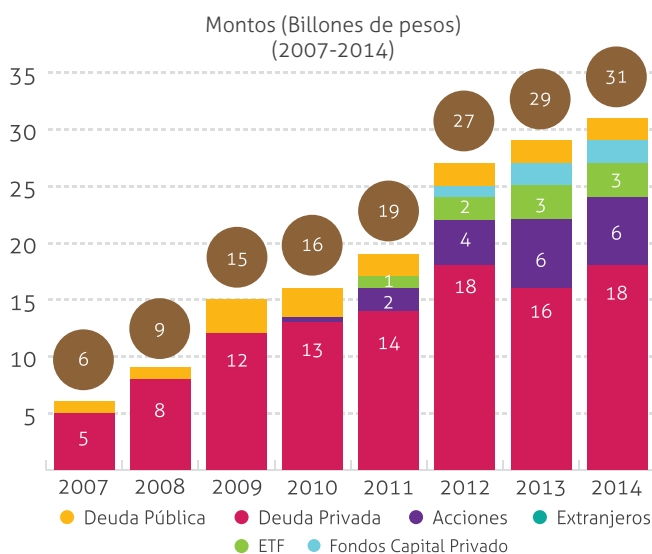
Lo anterior genera un sesgo en los gestores de los portafolios quienes prefieren invertir en títulos de corto plazo y de alta calidad crediticia para evitar dichos riesgos, desincentivando las inversiones en activos de un perfil con mayor retorno y mayor riesgo, como es el caso de la deuda privada no bancaria.

Respecto a los portafolios de las carteras colectivas administrados por las fiduciarias, éstos se encuentran

altamente concentrados en títulos de deuda privada, aunque la participación de este activo en el total de los fondos administrados disminuyó del 79% en 2007 al 57% en 2014. La menor participación se ha generado por el fuerte crecimiento que las acciones (tasa de crecimiento anual de 80%) y los títulos extranjeros (tasa de crecimiento anual de 27%) han presentado durante este periodo. El incremento en la participación de las acciones en el portafolio de carteras colectivas se debe principalmente a la dinámica que han exhibido el fondo bursátil o ETF que replica el índice COLCAP y los fondos de capital privado, los cuales representan el 82% de todas la inversiones en acciones de las carteras colectivas administradas por las fiduciarias.

● Gráfico 25

Inversiones de carteras colectivas de sociedades fiduciarias por tipo de activo



La concentración de las carteras colectivas en títulos de renta fija responde al poco desarrollo que ha presentado la oferta de otros tipos de fondos por parte de las sociedades fiduciarias. A marzo de 2014 las carteras de renta fija representaban el 77% de los activos administrados, de los cuales 68% correspondían a carteras de corto plazo o a la vista¹². Dado los altos requerimientos de liquidez que tienen las carteras a la vista, estos portafolios se encuentran concentrados en títulos de corto plazo, en su mayoría certificados de depósito – CDT- emitidos por entidades bancarias.

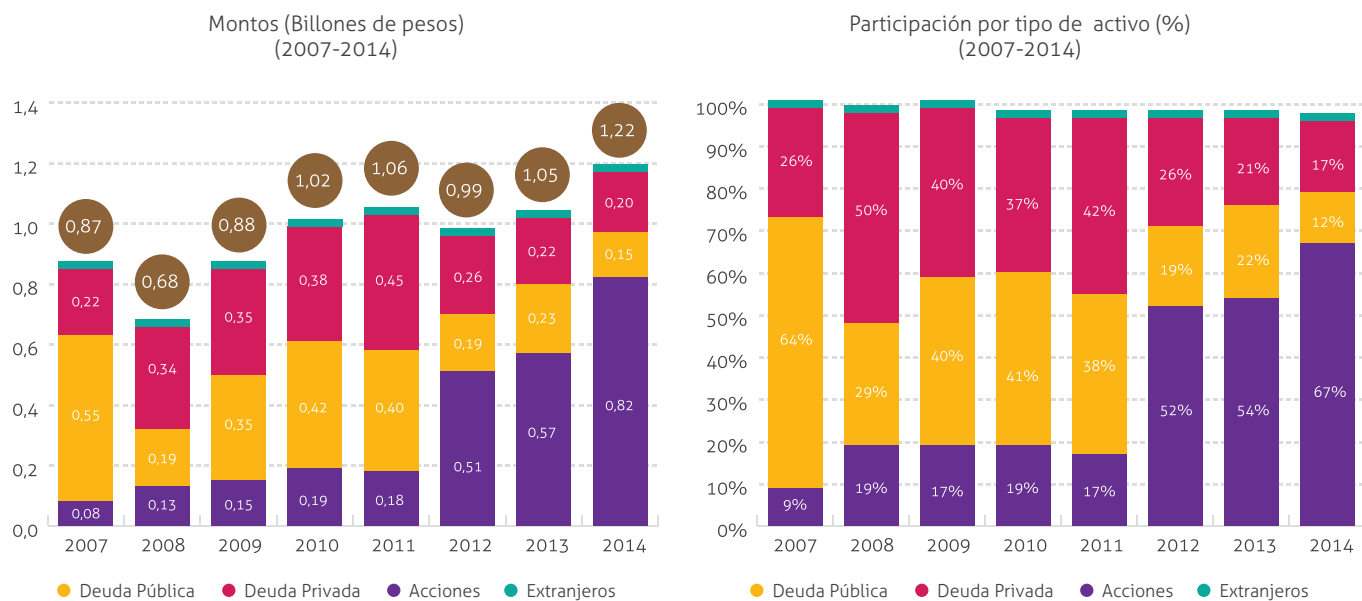
Por tanto, a pesar del gran volumen de fondos que administran las sociedades fiduciarias en las carteras colectivas, la demanda actual por títulos de deuda privada con mayor plazo al vencimiento y menor calificación de riesgo crediticio es mínima y se espera que permanezca así hasta que no se logre desarrollar una oferta de fondos que brinde a los clientes nuevos perfiles de exposición que incluyan mayor retorno pero con un mayor riesgo asociado.

Finalmente en el portafolio de las inversiones propias de las fiduciarias, la deuda privada aunque presentó variaciones durante el periodo 2007 – 2014, cerró con un monto similar al del inicio del periodo de COP 220 mil millones. Sin embargo, la participación de este tipo de títulos en el total de los portafolio sí presentó una reducción al pasar de 26% en 2007 a 17% en 2014. Por su parte la inversión en deuda pública se redujo en cerca de COP 400 mil millones durante el mismo periodo, lo que llevó a que la participación de este activo disminuyera de 64% a 12%. La inversión en acciones fue la única que ganó representación en el portafolio al pasar de 9% a 67% al incrementarse la inversión en estos activos en más de COP 741 mil millones.

¹² Fuente: Presentación "Fondos de Inversión Colectiva" – Fiduciaria Bogotá, septiembre de 2014.

● **Gráfico 26**

Inversiones en posición propia de sociedades fiduciarias por tipo de activo



Fuente: SFC

2 1.3. La deuda privada en las compañías de seguros

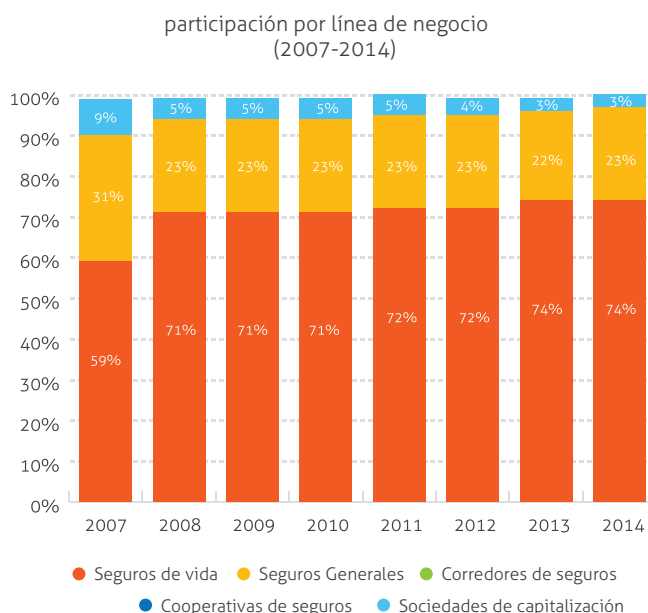
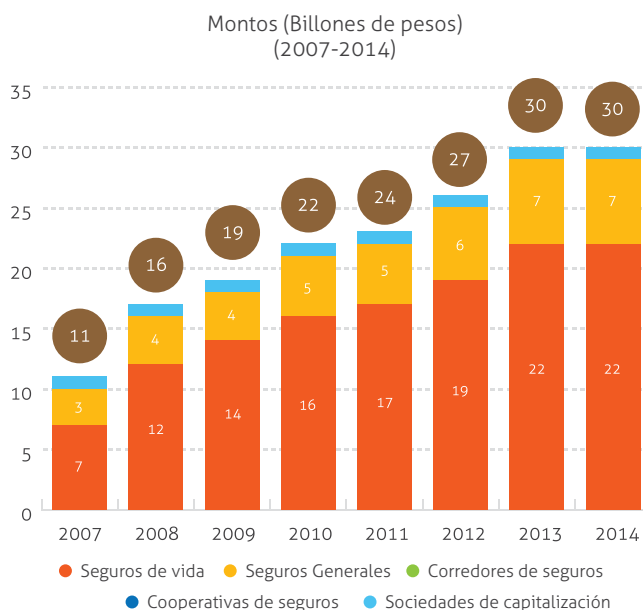
“Las compañías de seguros son las entidades financieras donde la deuda privada ha ganado mayor participación. Este comportamiento se atribuye a la necesidad de incrementar el retorno de los activos para así mejorar su competitividad en la colocación de las pólizas de seguro y además, a un marco regulatorio que no limita la búsqueda de mayores retornos en los portafolios. La industria aseguradora tiene el potencial para convertirse en un demandante importante de títulos de deuda privada dado que su actual nivel de desarrollo es bajo cuando se compara con otros países emergentes.”

Las compañías de seguros han presentado un crecimiento importante en su portafolio de inversiones durante el periodo 2007 – 2014. El comportamiento en el tamaño del portafolio de las aseguradoras responde a la mayor dinámica en la colocación de pólizas de seguro, las cuales han presentado un crecimiento del 12.5% anual durante este mismo periodo. La mayor evolución se ha presentado en el ramo de seguros de vida, en la cual las primas colocadas crecieron a una tasa anual de 16%, mientras que el ramo de seguros generales alcanzó una tasa de 10% durante el mismo periodo.

Consecuentemente, el portafolio de inversiones de las compañías presentó un crecimiento de 15.4% anual durante el periodo 2007-2014. La mayor parte de este portafolio se concentra en las compañías de seguros de vida debido a que a las contingencias a las que responden estas pólizas tienden a ser de mayor duración lo que permite la inversión en títulos valores. En términos de participación por tipo de entidad, el principal cambio lo han evidenciado las compañías de seguros generales las cuales han venido perdiendo ponderación en el total del portafolio de inversiones dado que los activos administrados crecieron a una tasa de 4% anual.

● Gráfico 27

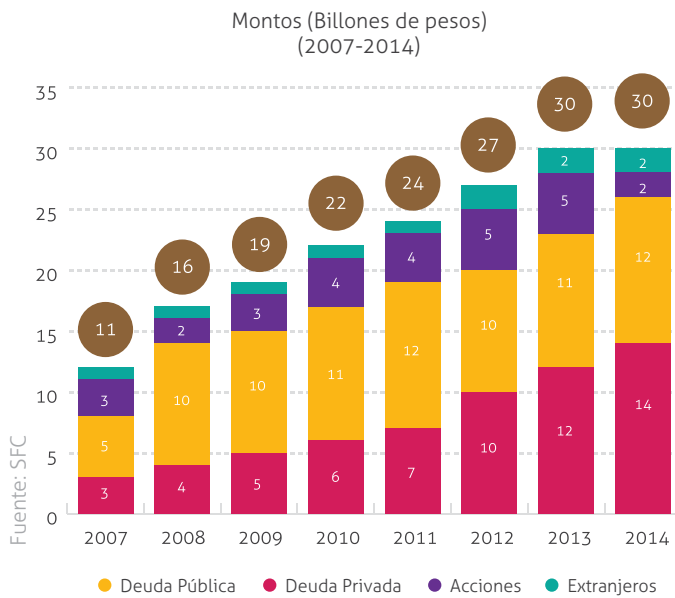
Portafolio de inversiones de compañías aseguradoras por línea de negocio



Fuente: SFC

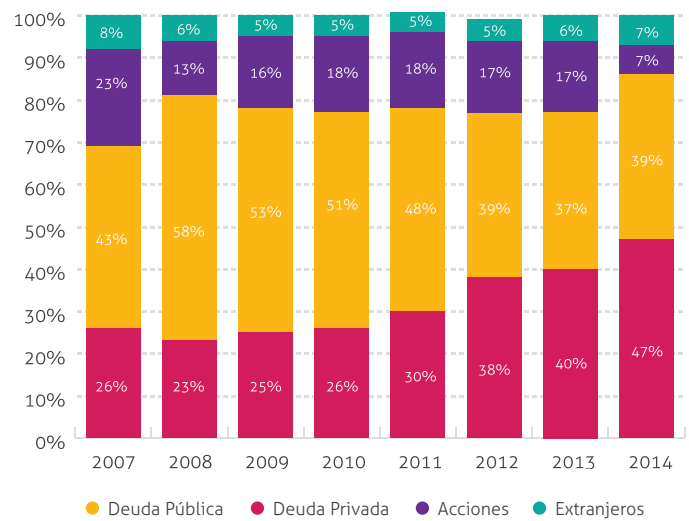
Al revisar la composición del portafolio de las aseguradoras se encuentra que la deuda privada es el activo que más participación ha ganado al pasar de representar el 29% del total de inversiones en 2007 al 47% en el 2014, y además, que desde el año 2013 son los títulos más demandados por las entidades aseguradoras.

● **Gráfico 28**
Inversiones de compañías aseguradoras
por tipo de activo



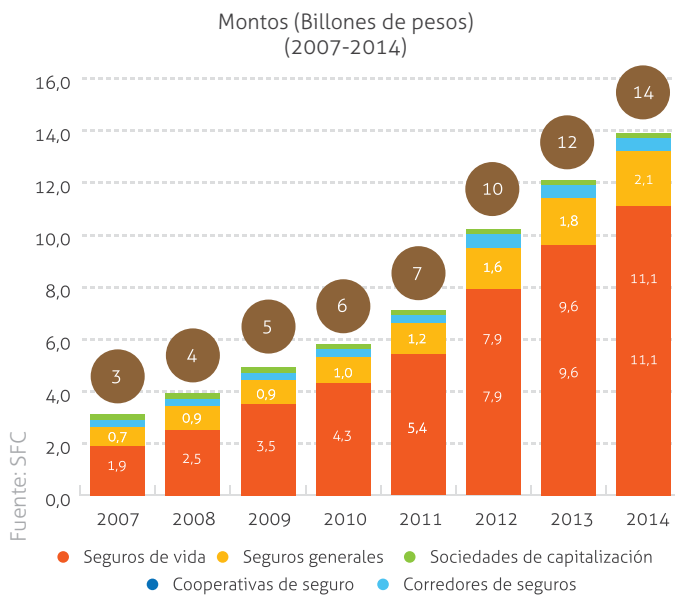
El incremento en los montos invertidos en títulos de deuda privada en las aseguradoras fue el resultado de la demanda realizada por las compañías de seguros de vida, las cuales crecieron sus inversiones en estos activos a una tasa del 19% anual en el periodo 2007 – 2014. Con lo anterior, para 2014 estas entidades llegaron a concentrar más del 80% del total de títulos de deuda privada de todas las clases de aseguradoras, y la participación de estos activos en el portafolio llegó al 51% del total de los montos administrados.

Participación por tipo de activo (%)
(2007-2014)

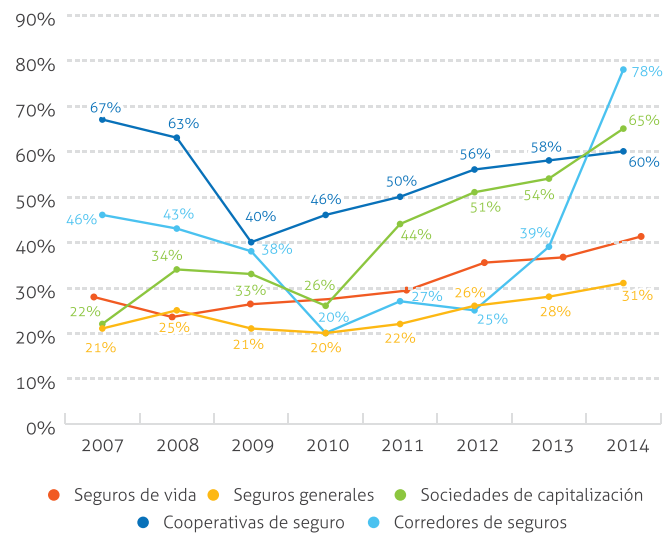


El aumento de las inversiones en deuda privada por parte de las aseguradoras de vida responde a la necesidad de incrementar los retornos de los portafolios para ganar competitividad en la colocación de pólizas. Entre mayor rentabilidad genere el portafolio, las aseguradoras pueden ofrecer mejores precios a los tomadores de dichos seguros. Dado el diferencial de retorno que ofrece la deuda privada frente a otros activos como los TES, estas entidades se han convertido en importantes demandantes de estos títulos debido a su mejor relación riesgo – retorno.

● **Gráfico 29**
Inversiones en deuda privada de compañías
aseguradoras por línea de negocio



Participación DP en cada línea de negocio
(2007-2014)



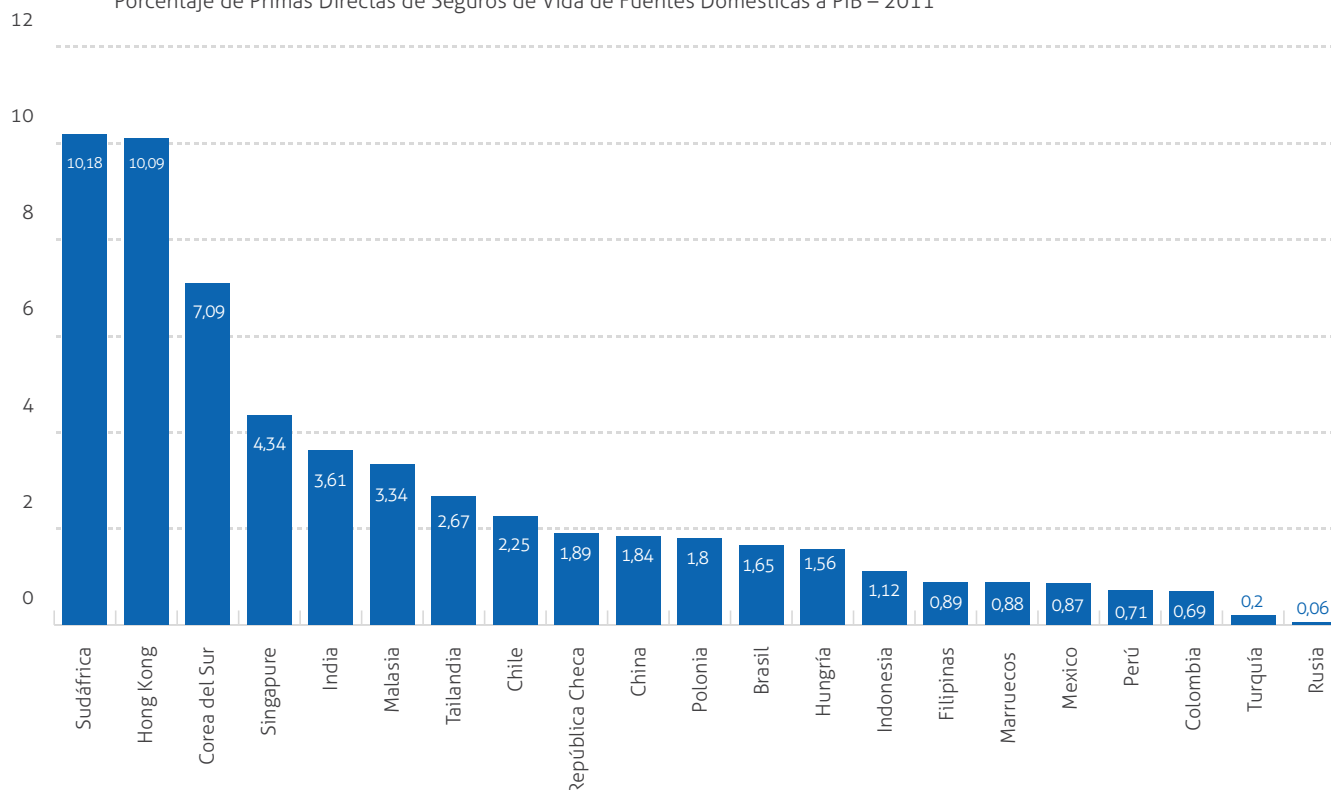
La profundización de la industria de seguros de vida implicaría un incremento en la demanda de títulos de deuda privada que podría extenderse a segmentos de emisores de mayor riesgo crediticio. La industria aseguradora aunque debe cumplir unos límites de inversión globales por tipo de activo en sus portafolios de inversiones, no está sujeta a un requisito de rentabilidad mínima como es el caso de los fondos de pensiones, lo que incentiva a que estos agentes busquen mayores niveles de retorno en los títulos de deuda privada, dado que se benefician directamente de los incrementos en la rentabilidad de los portafolios que generen.

Por otro lado, al comparar la penetración de la industria de seguros de vida en Colombia frente a otros países emergentes se encuentra que el tamaño de ésta frente a la economía resulta ser de los más bajos dentro del grupo de referencia. Por lo tanto, esta industria tiene un potencial de desarrollo en el país que implicaría una alta demanda por títulos de mayor retorno que puede ser absorbida a través de emisiones de títulos de deuda privada local, en particular en segmentos diferentes al de calificación crediticia AAA.

● **Gráfico 30**

Penetración de los Seguros de Vida en la Economía:

Porcentaje de Primas Directas de Seguros de Vida de Fuentes Domésticas a PIB – 2011



Fuente: The Financial Development Report 2012 – World Economic Forum





Capítulo 3

Estructura del mercado secundario



Calidad en el mercado secundario implica liquidez, es decir, que exista la posibilidad de rotar o fondear una posición previamente adquirida en el mercado primario con un bajo costo de transacción, y también una adecuada formación de precios, lo que significa que los agentes puedan conocer el precio justo al que podría negociarse un título en cualquier momento en el mercado. Mayor calidad en el mercado secundario reduce la prima por riesgo que demandan los inversionistas y, por tanto, el costo de financiamiento para los emisores, lo que debería atraer un mayor número de empresas al mercado, generándose así un círculo virtuoso entre los mercados primario y secundario de deuda privada.

En los mercados internacionales la calidad en el mercado secundario es promovida por mesas de negociación especializadas por sectores que funcionan al interior de los principales bancos y brokers. Estos agentes utilizan distintos mecanismos de negociación para asegurar que los agentes conozcan sus posturas para la compra y venta de títulos. Por lo tanto, para alcanzar un mercado secundario de calidad se requiere de la unión de agentes especialistas y la infraestructura adecuada, y así mismo, de un marco normativo que busque simultáneamente la protección de los inversionistas y la promoción de mercado.

Bajo este marco de referencia, en esta sección se evalúa la estructura del mercado secundario de deuda privada colombiano. En la primera parte se desarrolla un análisis sobre el comportamiento de los portafolios en deuda privada de los agentes que realizan la intermediación en este mercado— Bancos y Sociedades Comisionistas de Bolsa —. En segundo lugar se realiza una revisión de la regulación vigente y su impacto negativo sobre la actividad de intermediación, en particular, se analiza el efecto que tiene el considerar a todos los títulos de deuda privada, como un mismo tipo de activo en la definición de porcentajes de castigo y requerimientos de capital para la gestión del riesgo de liquidez. Finalmente, se desarrolla un diagnóstico sobre la liquidez y la formación de los precios del mercado secundario.

3 1. Los intermediarios en el mercado de deuda privada

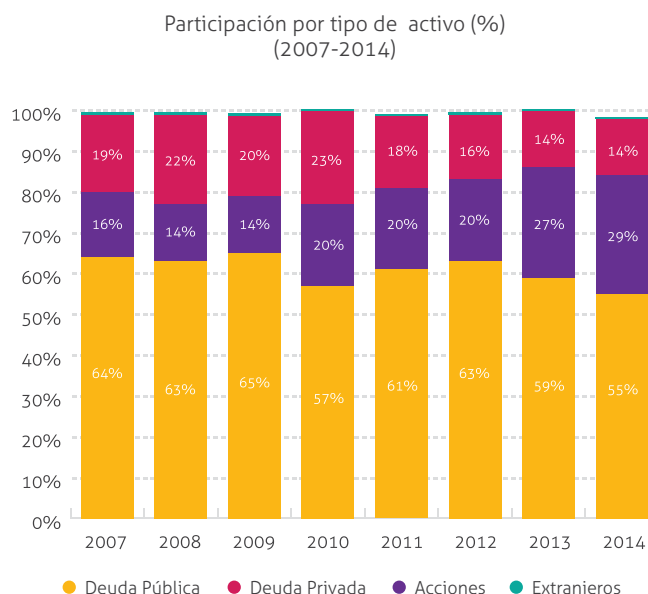
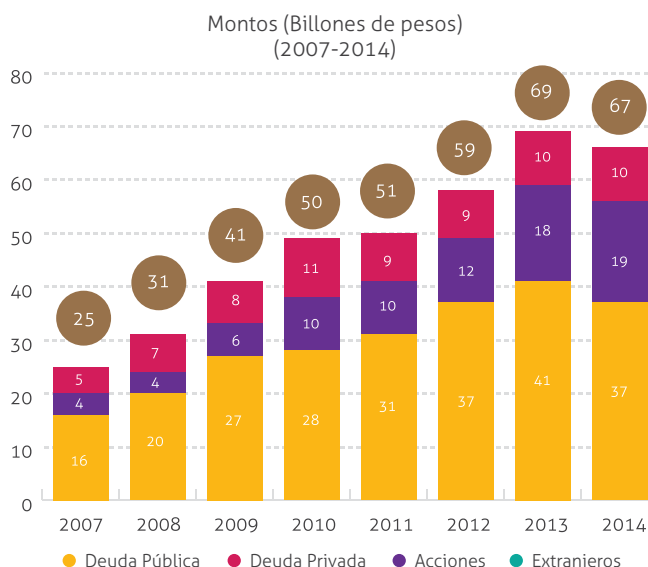
3.1.1. Las entidades bancarias en el mercado de deuda privada.

“Durante los últimos años los bancos se han retirado del mercado de deuda privada. Lo anterior se evidencia no solo en la pérdida de participación de estos activos en el total del portafolio inversiones, sino además, en que gran parte de éste ha sido enviado como inversión hasta el vencimiento. Con la reducción del portafolio bancario en deuda privada susceptible de negociación, estos pierden la capacidad de actuar como agentes generadores de liquidez en este mercado”.

Las inversiones en títulos de deuda privada de las entidades bancarias, las cuales crecieron a una tasa anual del 30% desde el 2007 y que alcanzaron los COP 11 billones en 2010, comenzaron a reducirse en los siguientes años y para 2014 disminuyeron hasta los COP 10 billones.

Como resultado, la participación de la deuda privada en el portafolio de los bancos que llegó al 23% en 2010, se redujo posteriormente hasta el 14% para cierre de 2014. Por su parte, la deuda pública continuó como el activo más importante en el portafolio bancario al concentrar cerca del 55% de los montos invertidos, mientras que las acciones ocuparon el espacio dejado por la deuda privada y a cierre de 2014 se constituían como el segundo tipo de inversión con el 29% de los activos administrados ¹³.

● Gráfico 31
Inversiones de bancos por tipo de activo



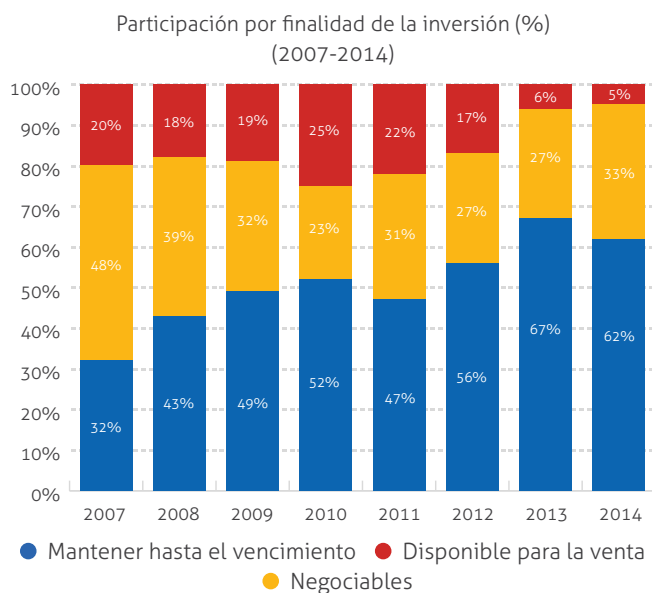
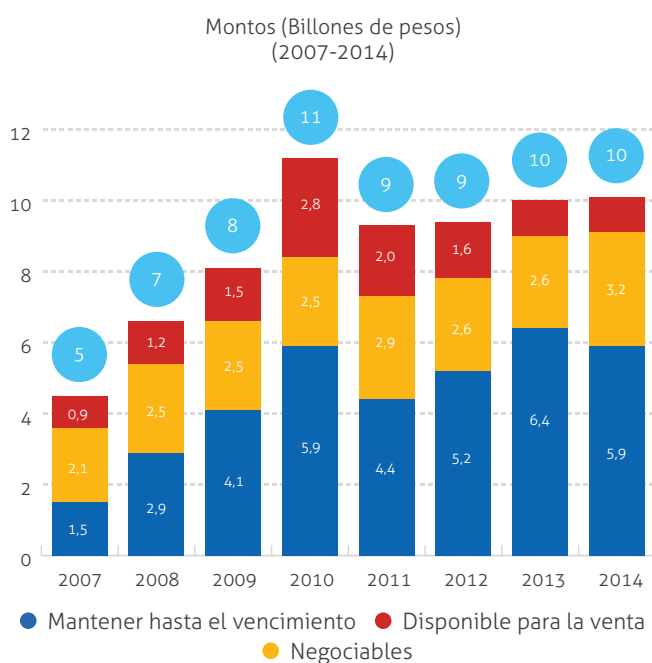
Fuente: SFC

¹³ Las entidades bancarias aunque no tienen permitido la negociación de acciones en el mercado secundario pueden realizar inversiones en este tipo de activos en el mercado primario o a través de operaciones especiales.

No solo el monto de inversiones en deuda privada se redujo, sino que también el destino que dan los bancos a éstas se ha modificado durante este periodo. En 2007, solo el 32% de los activos de deuda privada tenían como destino mantenerse hasta el vencimiento, mientras que para el cierre de 2014, este porcentaje subió hasta el 62% del total de estos activos. Al clasificarse como una inversión hasta el vencimiento, los bancos quedan inhabilitados de realizar operaciones de compra venta sobre estos títulos y además dejan de valorarse a precios de mercado, lo que reduce la volatilidad en el portafolio.

● **Gráfico 32**

Inversiones en deuda privada de bancos por finalidad de la inversión



Fuente: SFC

La reducción del portafolio bancario en títulos de deuda privada no clasificados como inversión hasta el vencimiento demuestra la pérdida de interés de estos agentes por participar activamente en el mercado de deuda privada local. En los mercados internacionales los bancos cumplen importantes funciones como proveedores de liquidez en el mercado secundario y generadores permanente de cotizaciones que sirven como insumo para la valoración de los títulos en los portafolios de los inversionistas institucionales. En Colombia, el retiro de los bancos de este mercado ha contribuido a que la negociación posterior a la colocación de las nuevas emisiones haya disminuido considerablemente y además se profundizan las distorsiones en los precios de valoración de los títulos de deuda privada como se analizará en la sección 3.3 de este documento.

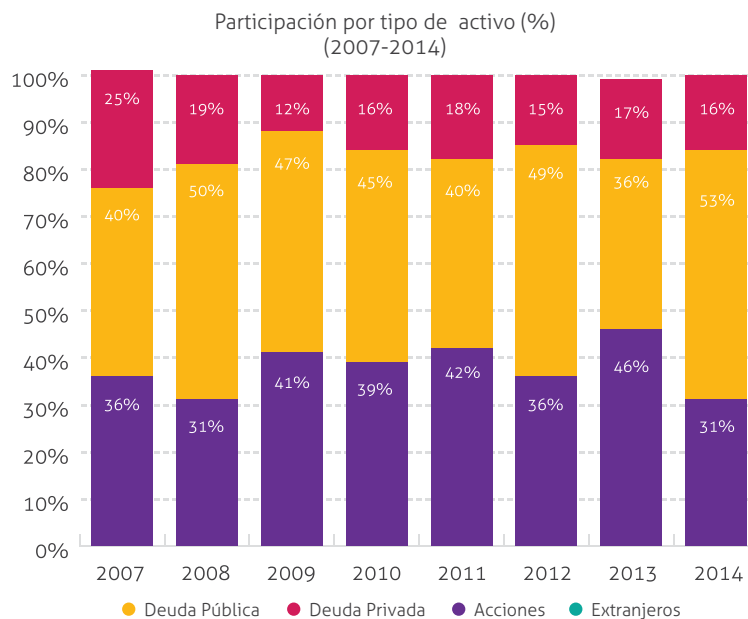
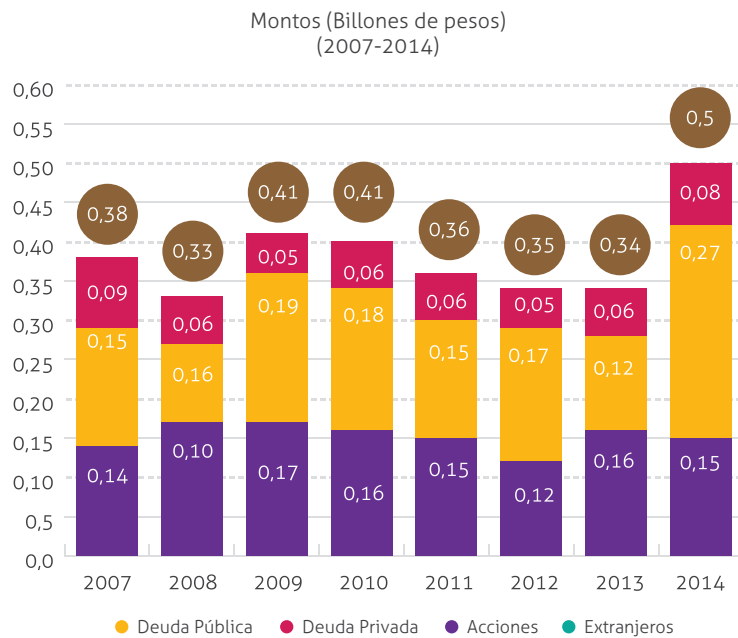
3.1.2. La deuda privada en las Sociedades Comisionistas de Bolsa.

"Las sociedades comisionistas de bolsa han reducido el tamaño de sus inversiones en deuda privada durante el periodo 2007 - 2014. El saldo invertido en este tipo de títulos resulta ser tan bajo, que este no permite a las comisionistas actuar como contrapartes de los clientes en el mercado"

El portafolio de inversiones en posición propia de las sociedades comisionistas de bolsa es relativamente pequeño frente al volumen de operaciones que realizan diariamente, lo que en general no permite que estas entidades puedan actuar como creadores de mercado en los distintos mercados y por tanto desarrollen principalmente operaciones por contrato de comisión. En particular, la participación de los títulos de deuda privada en el portafolio de las sociedades comisionistas de bolsa no solo es baja, ya que este portafolio está principalmente dominado por los títulos de deuda pública (53%) y las acciones (31%), sino que además se redujo al pasar del 25% en 2007 al 16% a cierre del 2014.

● **Gráfico 33**

Inversiones de sociedades comisionistas de bolsa por tipo de activo



Fuente: SFC

3 2 La regulación y el sesgo hacia la intermedicación en deuda privada

“La regulación vigente impone a los bancos un alto costo por la tenencia de títulos de deuda privada en sus portafolios de negociación lo que desincentiva la labor de intermediación en este mercado. La exclusión de la deuda privada del mecanismo de expansión y contracción monetaria del Banco de la República lleva a que todos estos títulos sean castigados con una única tasa de descuento en el cálculo de riesgo de liquidez. La tasa de castigo actual resulta muy elevada para la mayor parte de los títulos de la deuda privada, por lo que se debería analizar una diferenciación de acuerdo a criterios como tamaño de las emisiones, liquidez y calificación crediticia”.

En parte, la menor dinámica de crecimiento de la deuda privada en las entidades bancarias desde el año 2007 hasta el 2013 puede ser explicada por la existencia de un sesgo regulatorio negativo, el cual genera desincentivos para la tenencia de esta especie de títulos dentro del portafolio de inversiones bancario.

Según las reglas relativas al sistema de administración del riesgo de liquidez¹⁴ instauradas por la Superintendencia Financiera de Colombia, las corporaciones bancarias deben calcular y reportar semanalmente a esta entidad el Indicador de Riesgo de Liquidez - IRL - en dos horizontes de tiempo: siete y treinta días. El IRL es la razón entre los activos líquidos ajustados por riesgo de mercado y el requerimiento de liquidez neto.

$$IRL_r = \frac{ALM}{RLN}$$

La normatividad establece que el indicador IRL no puede ser inferior al 100%, por lo que las entidades deben mantener un nivel mínimo de activos líquidos que les permita cumplir oportuna e íntegramente con sus obligaciones de pago para ambos horizontes de tiempo.

Para el cálculo del monto de activos líquidos los establecimientos bancarios tienen que sumar las inversiones en títulos de deuda tanto disponibles para la venta como los clasificados hasta el vencimiento,¹⁵ el efectivo y las inversiones en carteras colectivas a la vista. Además se exige que el 70% del total de activos líquidos correspondan a activos líquidos de alta calidad – ALAC – por los cuales se entienden el efectivo y aquellos activos que reciba el Banco de la República para sus operaciones de expansión y contracción monetaria.

El Banco de la República no recibe como colateral en sus operaciones monetarias los títulos de deuda privada, por lo cual todo este segmento es excluido de los activos de alta calidad y entra en la categoría de Otros Activos Líquidos – AOL -. Los títulos de la categoría de Otros Activos Líquidos - OAL - solo pueden participar hasta en un 30% del total de activos líquidos para el ALM o lo que es equivalente hasta en 3/7 de los activos de alta calidad ALAC, por lo cual estos porcentajes son también las máximas participaciones que puede tener la deuda privada en el portafolio que se exige para el cubrimiento del riesgo de liquidez.

Adicionalmente, para la contabilización dentro de los activos ALM los títulos de deuda privada deben ser ajustados a mercado, lo que excluye los valores utilizados para operaciones que impidan su libre cesión o transferencia como operaciones repo, simultáneas o TTV. La tasa de ajuste para la deuda privada corresponde al 20% del valor de mercado, sin tener en cuenta ningún tipo de diferenciación de acuerdo con la calidad crediticia del emisor o liquidez de los títulos.

Sin embargo, la tasa de descuento estándar del 20% por riesgo de mercado resulta ser muy restrictiva, en especial para títulos de emisores del sector bancario, los cuales recurrentemente realizan colocaciones en el mercado de deuda y cuentan además con altas calificaciones crediticias.

En el gráfico 34 se muestra la variación histórica de la tasa de títulos del sector bancario con calificación AAA con distintos rangos de vencimiento ya diferentes ventanas de tiempo. En este gráfico se observa que en una ventana de tiempo de una semana el nivel del

¹⁴ Se define como el riesgo de liquidez la contingencia de no poder cumplir de manera plena y oportuna con las obligaciones de pago en las fechas correspondientes, debido a la insuficiencia de recursos líquidos o a la necesidad de asumir costos inusuales de fondeo.

¹⁵ Siempre que se trate de las inversiones forzadas u obligatorias suscritas en el mercado primario y que esté permitido efectuar con ellas operaciones de mercado monetario.

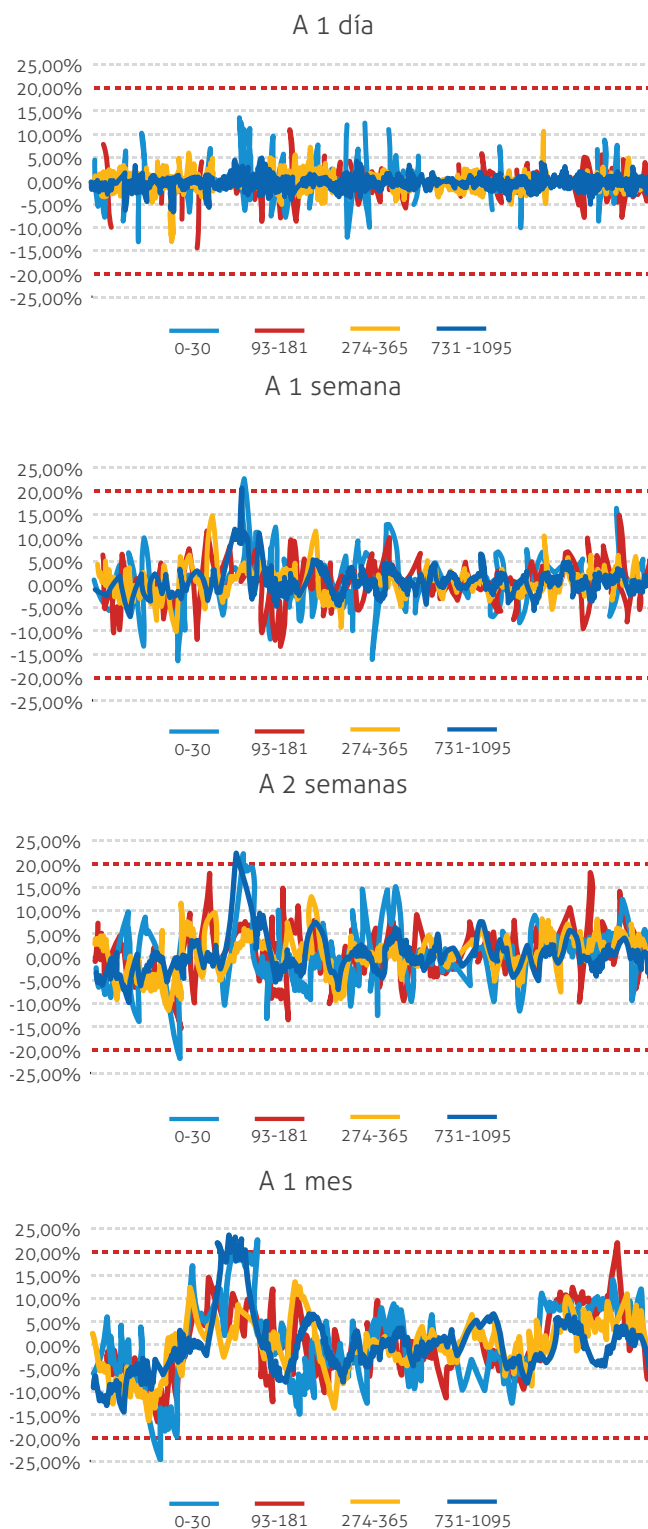
20% solo ha sido alcanzado una vez por los títulos con vencimiento promedio entre 0 y 30 días, mientras que para las ventanas a dos semanas y a un mes, este margen ha sido superado en un par de ocasiones por los títulos con rangos de vencimiento de 0 – 30 días y de 93 – 181 días.

Para los títulos de mayor duración – vencimiento mayor a un año – solo en mayo de 2013 la banda del 20% fue superada en la ventana de tiempo a un mes. Este periodo fue particularmente volátil para todos los títulos en el mercado, debido a que el anuncio de la Reserva Federal de los Estados Unidos de terminar su programa de compra de activos financieros en su tercera versión – Quantitative Easing III o QE3 – generó una fuerte variación en las tasas en los títulos TES-30% en un periodo de dos meses para los títulos con vencimiento en julio de 2024– impactando todos los demás segmentos del mercado de renta fija.

Por otro lado, resulta incongruente que los títulos de deuda privada de menor duración sean los que con mayor frecuencia superan el margen del 20%, dado que éstos, en general, deberían tener una menor exposición a la variación en los precios de mercado. La razón por la cual los títulos de corta duración superan de forma más recurrente este umbral de variación para las distintas ventanas de tiempo es que se presentan distorsiones en la formación de los precios de la curva cero cupón en el corto plazo, lo cual vuelve muy volátiles los títulos de deuda privada que toman como referencia este segmento de la curva. Este punto será analizado con mayor profundidad en la sección 3.3.2 de este documento.

● Gráfico 34

Variación Tasas Títulos Bancos AAA a Distintas Ventanas de Tiempo (2013-2014)



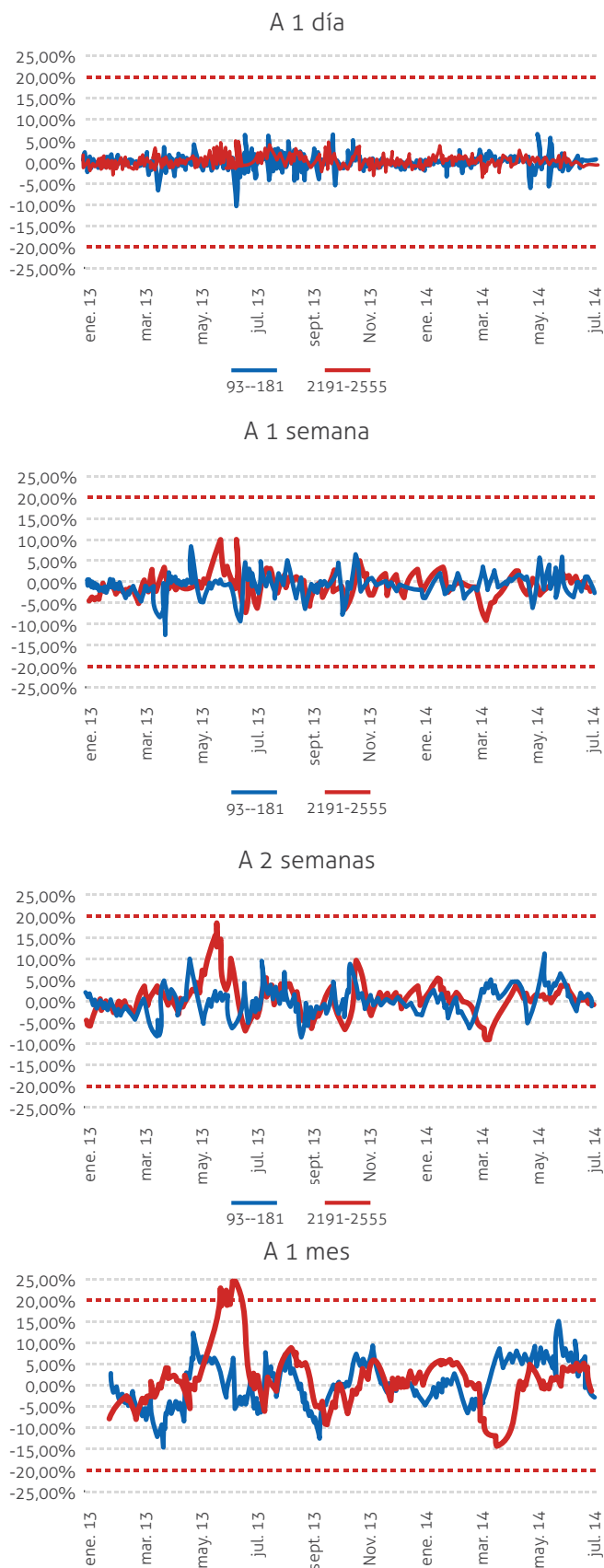
Fuente – Cálculos: BVC

Para los títulos emitidos por el sector real el porcentaje de castigo del 20% parece también ser elevado si se tiene en cuenta solamente la variación en las tasas de valoración que se calculan diariamente. El gráfico 35 muestra la variación porcentual en las tasas de valoración de los títulos del sector real para el corto y largo plazo - rangos de vencimientos entre 93 y 181 días y entre 2191 y 2555 días - para las mismas ventanas de tiempo – un día, una semana, dos semanas y un mes -, encontrándose que solo los títulos de larga duración superaron el límite del 20% y en medio del mismo escenario de fuerte incremento en las tasas de interés de mayo de 2013.

Sin embargo, en el caso de los títulos del sector real la baja volatilidad que se evidencia en las tasas de valoración parece responder a que los márgenes tienden a permanecer sin ajuste por largos periodos. El gráfico 36 muestra cómo, mientras que los márgenes del sector bancario tienden a ser recalculados continuamente, los márgenes para los títulos del sector real permanecen constantes debido a la menor emisión de títulos en el mercado primario (Sección 1.1) así como a la menor negociación en el mercado secundario (sección 3.3.2 Punto A), por lo que no se generan precios de mercado que sirvan como insumo para ajustar los márgenes de referencia en el mercado.

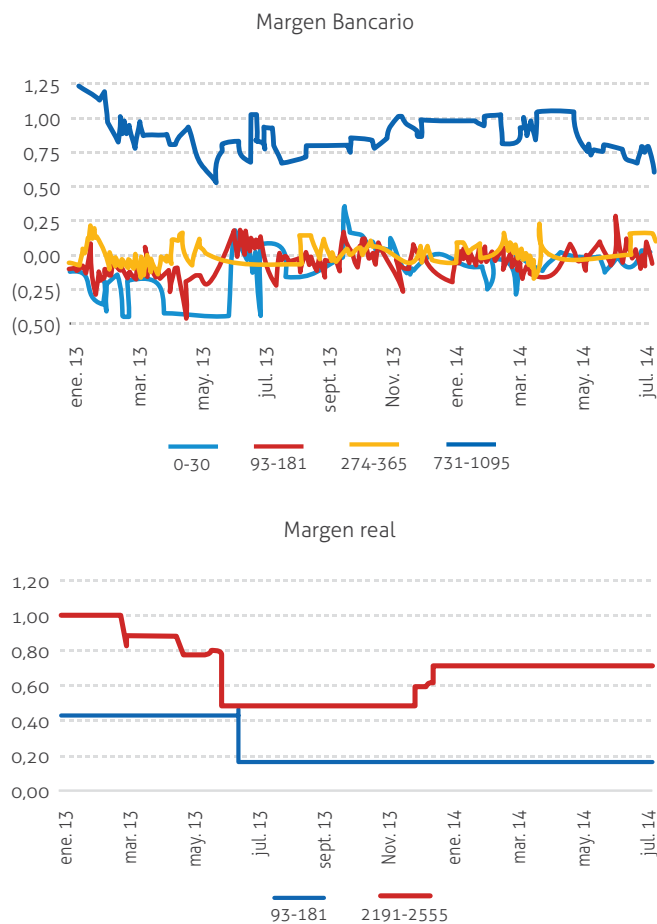
● Gráfico 35

Volatilidad Tasas Títulos Sector Real AAA a Distintas Ventanas de Tiempo (2013-2014)



● **Gráfico 36**

Evolución Márgenes sobre Curva Cero Cupón Títulos AAA por Sector de los Emisores y Rango a Vencimiento de los Títulos (2013-2014)



Fuente – Cálculos: BVC

Como se demuestra a partir del anterior análisis, la exclusión total de la deuda privada de los activos de alta liquidez – ALAC – y la imposición de una única tasa de descuento para todos los títulos de este segmento resulta ser una medida excesiva y desestimula su tenencia en los portafolios bancarios. Se debería analizar una diferenciación de acuerdo a criterios como tamaño y recurrencia de las emisiones, liquidez y calificación crediticia, lo que permitiría disminuir este sesgo y promovería la actividad de intermediación en este mercado por parte de las entidades bancarias.

3 Liquidez y la formación de los precios en el mercado de deuda privada

En esta sección se realiza un diagnóstico sobre la liquidez y la formación de los precios en el mercado secundario de deuda privada. El diagnóstico sobre la liquidez incluye un análisis de la rotación de las emisiones primarias posterior a su colocación y como esta evolucionó con el comportamiento de los volúmenes emitidos en el mercado primario. Además se estudia la dinámica de los mercados de compraventas definitivas de títulos y de fondeo durante el periodo 2007 – 2014, y como la reducción en los volúmenes de negociación en ambos mercados han afectado el atractivo que tiene la deuda privada para los inversionistas. Por último, se realiza un análisis de redes para la negociación de la deuda privada con el objetivo de caracterizar los tipos de agentes que participan, las interacciones que se desarrollan entre ellos y la evolución en la estabilidad de la red según criterios de concentración del mercado.

3.3.1. Diagnóstico de la liquidez del mercado secundario

A

Las emisiones primarias de deuda privada y el comportamiento de su liquidez en el secundario.

“La liquidez de los títulos de deuda privada en los meses siguientes a su colocación se redujo a pesar que los montos emitidos se mantuvieron en niveles elevados. Los colocadores primarios de la deuda privada en Colombia no prestan ningún soporte al comportamiento del mercado secundario, lo cual unido al retiro de los intermediarios de este mercado, ha llevado a que los títulos lleguen cada vez en menos tiempo a los portafolios finales donde dejan de negociarse. Los papeles emitidos por el sector financiero poseen una mejor liquidez posterior a la colocación que los del sector real, debido a que el financiero es un segmento más recurrente en el mercado primario, lo que genera precios de referencia para los títulos previamente emitidos e incentiva su negociación”.

Las emisiones de deuda privada tienen un ciclo de rotación en el mercado secundario caracterizado por una alta negociación posterior a la emisión, la cual va disminuyendo en los siguientes meses en la medida que estos títulos van llegando a los portafolios finales – Campana de Liquidez Secundaria-. Por lo anterior, los volúmenes de negociación del mercado secundario se encuentran altamente ligados a la dinámica que presente el mercado primario, no solo por la rotación normal de las nuevas emisiones, sino además porque la nueva colocación genera referencias de precio para los títulos previamente emitidos, lo que puede crear oportunidades de especulación sobre éstos y por tanto reactivar su negociación.

En el caso colombiano llama la atención el comportamiento que ha tenido la campana de liquidez de las emisiones primarias durante el periodo 2006 – 2013, periodo que se caracteriza por un fuerte incremento en los niveles de emisión anual en los años 2009 y 2010, y una posterior estabilización del volumen anual emitido alrededor de los COP 9 billones para los años siguientes.

Entre el 2006 y el 2010 la campana de liquidez secundaria de las emisiones presentó un comportamiento previsible con el incremento en el número y tamaño de las emisiones: mayor volumen negociado pero una menor rotación dado el alza de los saldos y alargamiento de la campana de liquidez hacia los meses más distantes a la emisión.

Como se muestra en el gráfico 37 y la tabla 9, los mayores volúmenes de negociación en el mercado secundario se presentaron en los años 2009 y 2010 cuando también se evidenciaron las mayores emisiones primarias. Sin embargo, la rotación mensual – Volumen Negociado/Saldo Emisión – de las nuevas emisiones fue menor debido al incremento en el tamaño de las colocaciones. En particular, solo en una ocasión en 2006 y otra en 2007, las emisiones alcanzaron a presentar una rotación cercana o superior al 100% del volumen emitido en algunos de los meses posteriores a la colocación. Del 2008 en adelante, la rotación mensual de las emisiones volvió a superar el nivel del 30% del saldo en circulación.

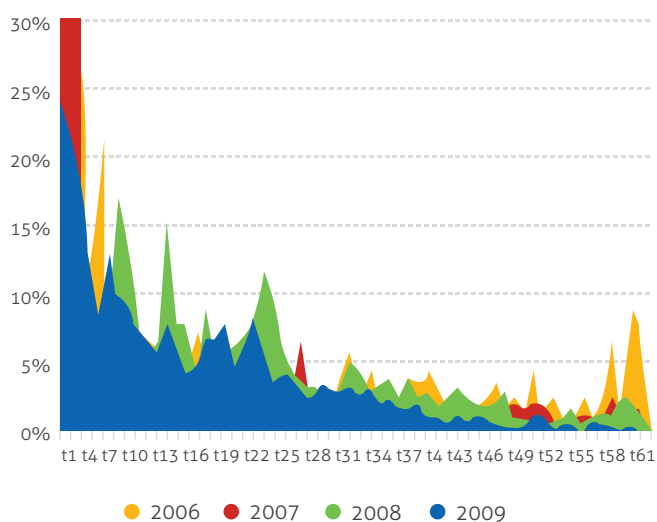
Sin embargo, entre 2006 y 2009 la campana de liquidez de las emisiones primarias si se alargó hacia periodos más alejados respecto a la colocación inicial. Como lo muestra la gráfica 38, si se toma como referencia el decimo segundo mes posterior a la colocación, el 30%

de las emisiones realizadas en el 2006 no alcanzaban una rotación mensual al superior al 5% de su saldo en circulación, mientras que para el 2009, un 20% de las colocaciones alcanzaron a tener una rotación superior al 20% del saldo en circulación para el mismo periodo de referencia.

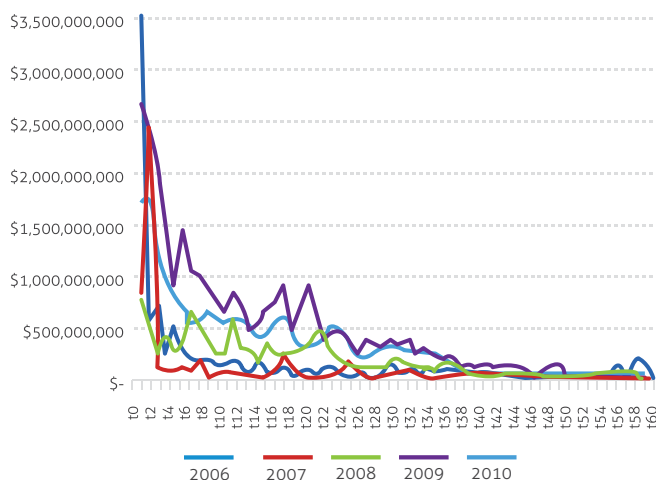
● **Gráfico 37**

Rotación y volumen de emisiones deuda privada
(2006-2013)

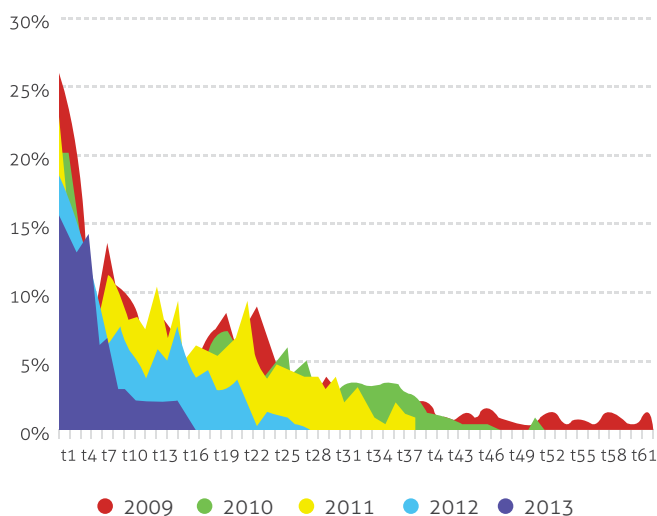
Rotación Emisiones Deuda privada
(2006-2009)



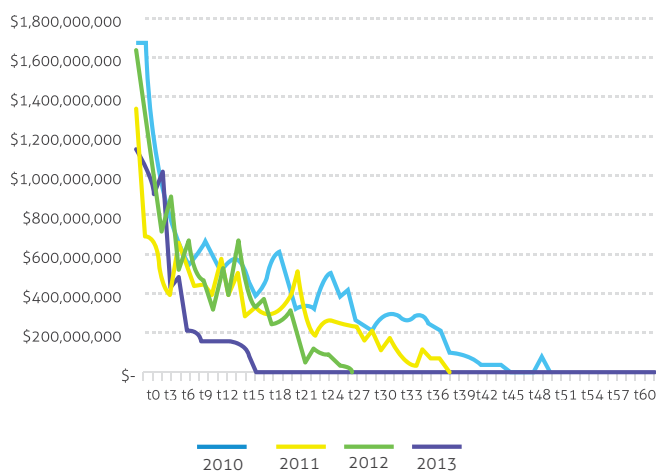
Volúmen Emisiones Deuda Privada
(2006-2009)
Cifras en Millones de Pesos



Rotación Emisiones Deuda privada
(2010-2013)



Volúmen Emisiones Deuda Privada
(2010-2013)
Cifras en Millones de Pesos



Fuente – Cálculos: BVC

● **Tabla 9**
Rotación del Flotante en los T meses siguientes
posterior a la Colocación
Emisiones desde 2006 a 2013

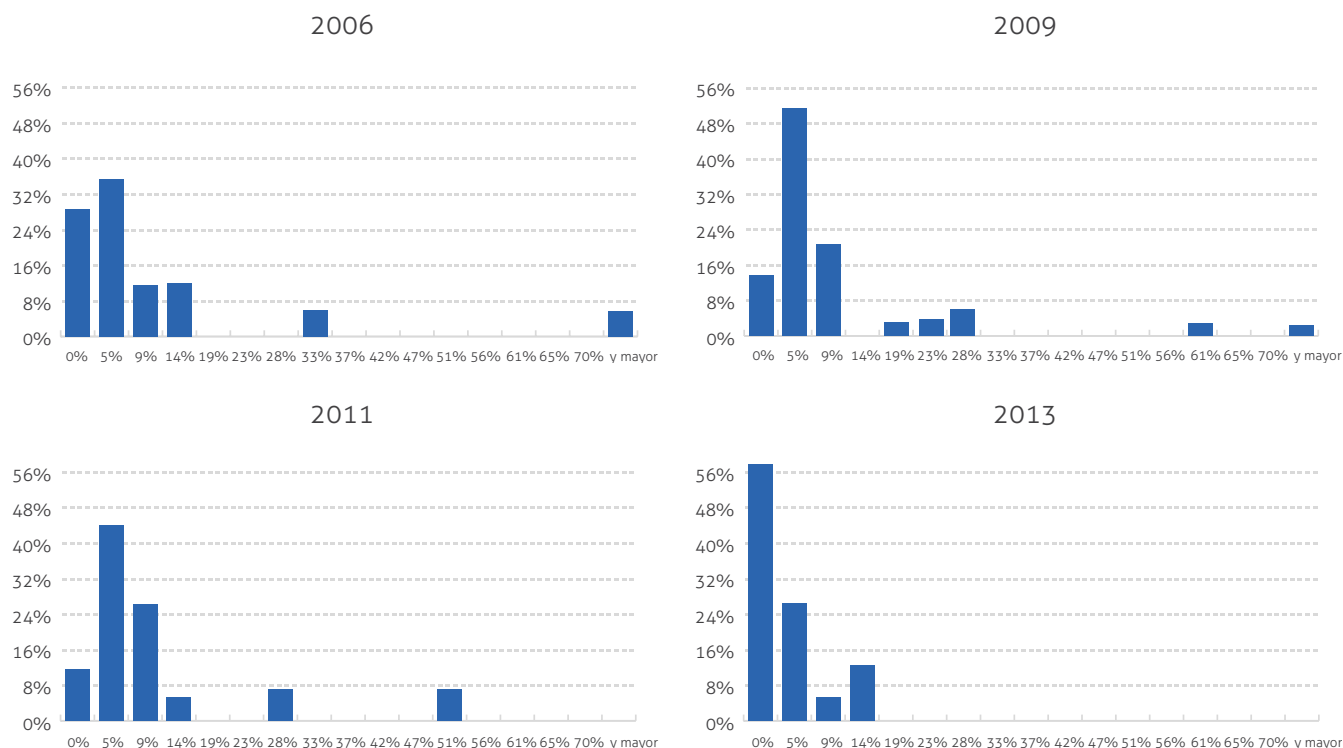
	t1	t2	t3	t4	t5	t6	t7	t8	t9	t10	t11	t12
2006	154%	24%	32%	10%	23%	11%	9%	8%	8%	6%	7%	9%
2007	32%	96%	5%	4%	3%	4%	3%	6%	2%	3%	3%	3%
2008	24%	17%	7%	11%	7%	10%	18%	15%	10%	6%	7%	16%
2009	26%	24%	21%	14%	9%	14%	11%	10%	8%	7%	6%	8%
2010	20%	21%	14%	11%	9%	8%	7%	7%	8%	7%	6%	7%
2011	24%	13%	12%	8%	7%	12%	11%	8%	8%	7%	11%	7%
2012	20%	17%	14%	9%	10%	6%	8%	6%	5%	4%	6%	5%
2013	16%	15%	13%	14%	6%	7%	3%	3%	2%	2%	2%	2%

Fuente – Cálculos: BVC

Por el contrario, para el periodo 2011 – 2013 se evidencia un deterioro en la campana de liquidez de las emisiones primarias a pesar que el volumen de emisión se mantuvo en niveles elevados –alrededor de los COP 9 billones anuales -. En general, los volúmenes de negociación en el secundario se redujeron, y además, la rotación ha caído rápidamente en los meses siguientes a la colocación. Como se observa en la tabla 9, en agregado para las emisiones de 2013 la rotación media mensual del saldo no supera el 3% a partir del sexto mes posterior a la colocación.

Como se evidencia en la gráfica 38, para el 2013 el 50% de las emisiones rotaron menos del 5% en el decimo segundo mes posterior a la emisión y además, ninguna emisión logró rotar más del 14% del saldo en ese mes de referencia. Esto confirma el deterioro que se ha evidenciado en la liquidez secundaria de las emisiones y muestra que los títulos han tendido a llegar más rápido a los portafolios finales donde dejan de negociarse.

● **Gráfico 38**
Histogramas de distribución de títulos de deuda privada de acuerdo a su rotación
en el duodécimo mes después de la emisión



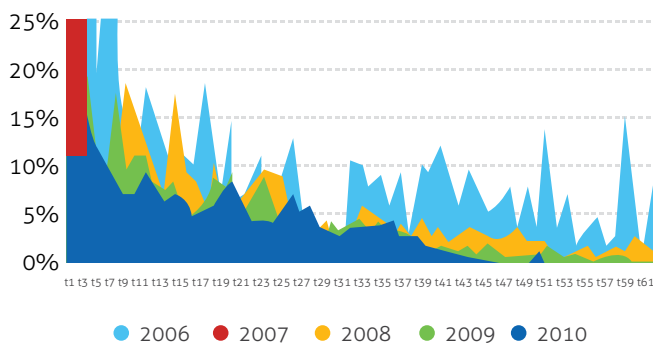
Fuente – Cálculos: BVC

Por último, al analizar el comportamiento por tipo de emisor se encuentra que, si bien el sector financiero se ha consolidado como el principal actor del mercado de deuda privada con una participación del 75% sobre el total de emisiones desde el 2006, la campana de liquidez secundaria de sus emisiones también mostró el mismo deterioro que la del sector real durante los últimos años, aunque la caída en la liquidez se realiza a una menor velocidad menor.

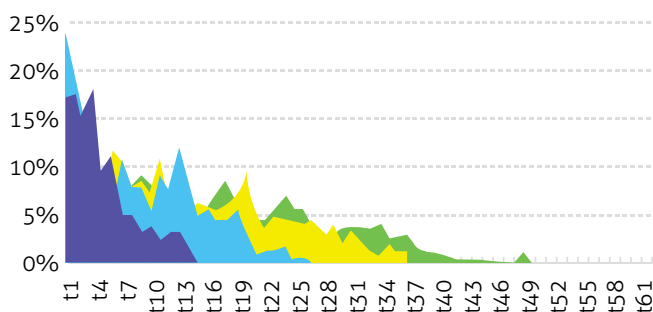
Tal y como se analizó en la sección 1.1 de este documento, el sector financiero en general es más recurrente en sus programas de colocación de bonos. La mayor recurrencia en las emisiones genera referencias de precios para los títulos de los mismos emisores que han sido emitidos previamente, lo cual incentiva la especulación en estos títulos y promueve su liquidez. Por el contrario, muy pocos emisores del sector real pueden ser considerados como recurrentes en la colocación de títulos en el mercado de deuda privada, por lo cual la liquidez de todo este segmento tiende a ser inferior.

● **Gráfico 39**
Rotación emisiones deuda privada por Sector
2006-2010

Sector financiero

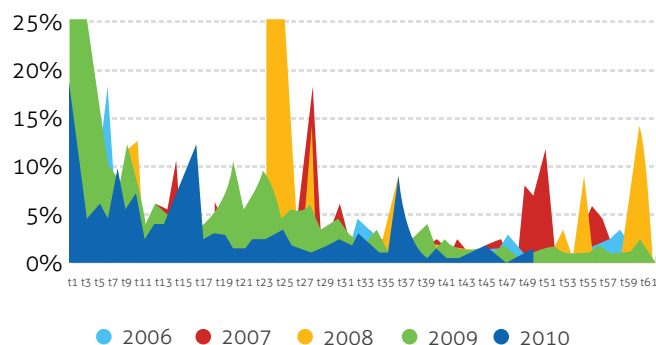


● 2006 ● 2007 ● 2008 ● 2009 ● 2010

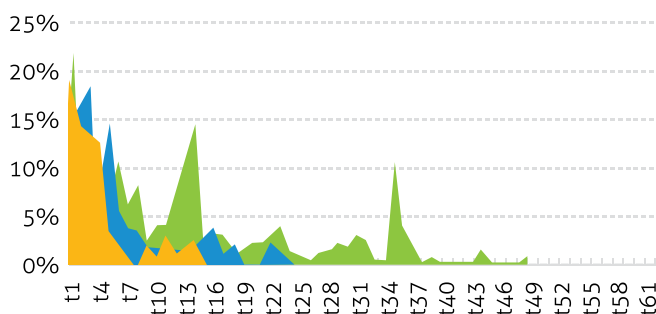


● 2010 ● 2011 ● 2012 ● 2013

Sector real



● 2006 ● 2007 ● 2008 ● 2009 ● 2010



● 2010 ● 2011 ● 2012 ● 2013

La velocidad con la cual pierden liquidez las emisiones en el mercado colombiano se explicaría en que, a diferencia de los mercados desarrollados, los colocadores primarios de la deuda privada en Colombia no prestan ningún soporte al comportamiento del mercado secundario. La estructura del sindicato de colocación primaria se deshace a los pocos días de la negociación secundaria y usualmente no existe ninguna responsabilidad por parte de estos agentes en términos de la generación de precios en el mercado secundario. De la misma forma, el retiro de los agentes intermediarios de este mercado – Bancos y Sociedades Comisionistas de Bolsa – habrían contribuido a que se profundizara este comportamiento.

B

Evolución de los mercados de compraventas y fondeo en la deuda privada 2007 – 2014

“La liquidez del mercado secundario de deuda privada se deterioró a pesar del crecimiento en el saldo de títulos disponibles y el tamaño de las emisiones, además la negociación se ha venido concentrando en los títulos CDT emitidos por el sistema bancario. La mayor reducción se presentó en el mercado de repos y simultáneas, y en la actualidad los clientes encuentran serias dificultades para fondear sus posiciones en deuda privada. Al no poder fondear fácilmente los títulos de deuda privada la oferta de valor de éstos para los inversionistas se ve seriamente afectada, lo que podría tener consecuencias en la demanda por los títulos de este mercado”

El volumen de negociación en los mercados de compraventas y de fondeo es una medida adecuada para evaluar la liquidez de los mercados de capitales y en el caso de la deuda privada, resulta importante su análisis debido a que restricciones o dificultades en la negociación o fondeo de estos títulos afectan el interés de los inversionistas hacia estos activos, lo que aumenta las tasas de retorno que se exigen a los emisores y disminuyendo la competitividad del mercado de bonos frente al sistema bancario como mecanismo de financiamiento.

La negociación en el mercado secundario de compraventas de deuda privada ha seguido de cerca la dinámica de la colocación de los títulos en el mercado primario, como era de esperarse dada la campana de liquidez secundaria que presentan este tipo de títulos y que fue analizada en la sección anterior. Como se muestra en el gráfico 40, los mayores volúmenes de negociación secundaria tanto para los Certificados de Depósito a Término – CDT – emitidos por las entidades bancarias como para el resto de títulos – bonos, papeles comerciales, titularizaciones – corresponden a aquellos años que presentaron los mayores montos de emisión -2012 y 2013 para CDT, y 2009 y 2011 para el resto de títulos emitidos-.

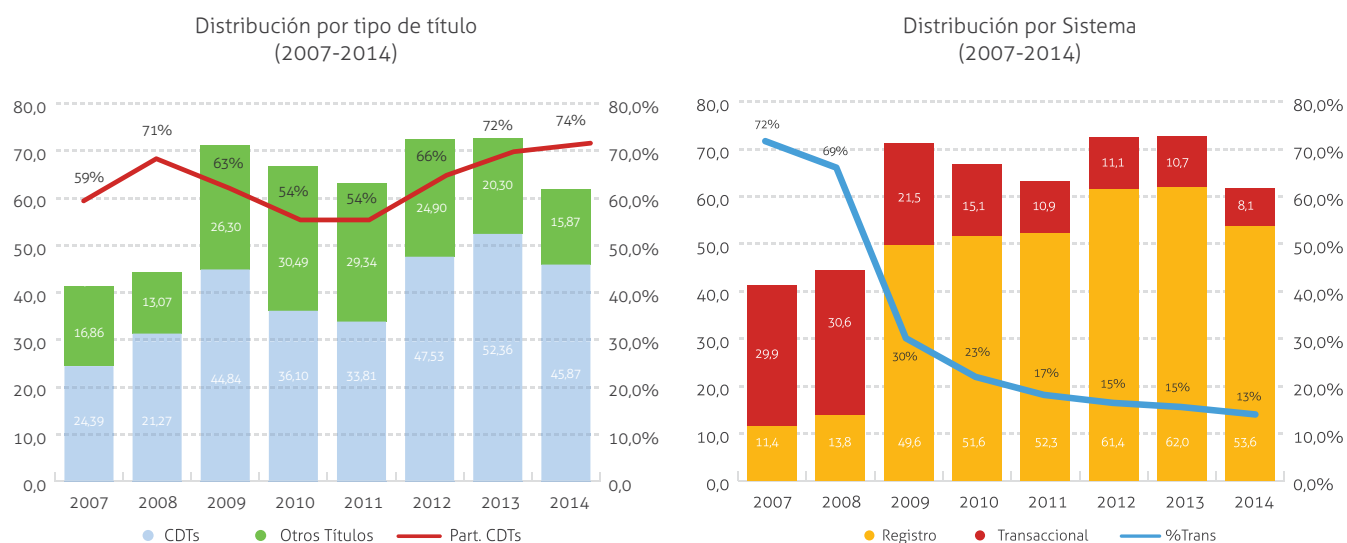
Sin embargo, el mercado de compraventas en el secundario parece estar concentrado en la negociación de CDT en unos niveles superiores a los que se esperaría si se tiene en cuenta la participación de éstos títulos el total del saldos disponibles en el mercado. Así, mientras la participación promedio de los CDT en el saldo de títulos en el mercado durante el periodo 2009 – 2014 fue del 56%, la participación de éstos títulos en los volúmenes de negociación en el secundario llega al 74% para el mismo periodo.

En los títulos de deuda privada diferentes a los CDT se observa un deterioro en los niveles de liquidez en el mercado secundario de compraventas. Después de alcanzar máximos niveles de negociación en 2010 y 2011 durante los siguientes tres años la negociación de estos títulos en el mercado secundario disminuyó a una tasa anual del 20%, a pesar que el saldo de estos títulos disponibles para ser negociados creció en cerca de un 7.81% anual.

Adicionalmente, la negociación de compraventas de títulos de deuda privada presenta una acelerada migración desde el sistema transaccional hacia el sistema de registro a partir del año 2008, momento en el cual la regulación habilitó este mecanismo de negociación para todos los participantes del mercado de valores colombiano. Este comportamiento era previsible dado que el mercado de registro es el escenario óptimo donde los agentes especialistas o dealers, quienes tienen presencia permanente y concentran el flujo de órdenes y contactos, tienen una posición favorable para solucionar los problemas de información que se originan en los mercados sobre títulos poco líquidos, como es el caso de la deuda privada, y por lo cual las negociaciones sobre estos títulos tienden a concentrarse en dicho sistema.

● **Gráfico 40**

Evolución negociación deuda privada mercado de compraventas Montos (billones COP)



Fuente: BVC

● **Tabla 10**

Evolución negociación deuda privada mercado de compraventa Montos (billonesCOP)

Distribución por tipo de título

Tipo de Título	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	TACC
CDT	24,39	31,27	44,84	36,10	33,81	47,53	52,36	45,87	9%
Otros Títulos	16,86	13,07	26,30	30,49	29,34	24,90	20,30	15,87	-1%
Total	41,25	44,34	71,14	66,60	63,15	72,43	72,66	61,74	6%

Distribución por Sistema

Mercado	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	TACC
Transaccional	29,90	30,57	21,54	15,05	10,86	11,05	10,65	8,10	-17%
Registro	11,35	13,78	49,60	51,55	52,30	61,38	62,01	53,65	25%
Total	41,25	44,35	71,14	66,60	63,16	72,43	72,66	61,74	6%

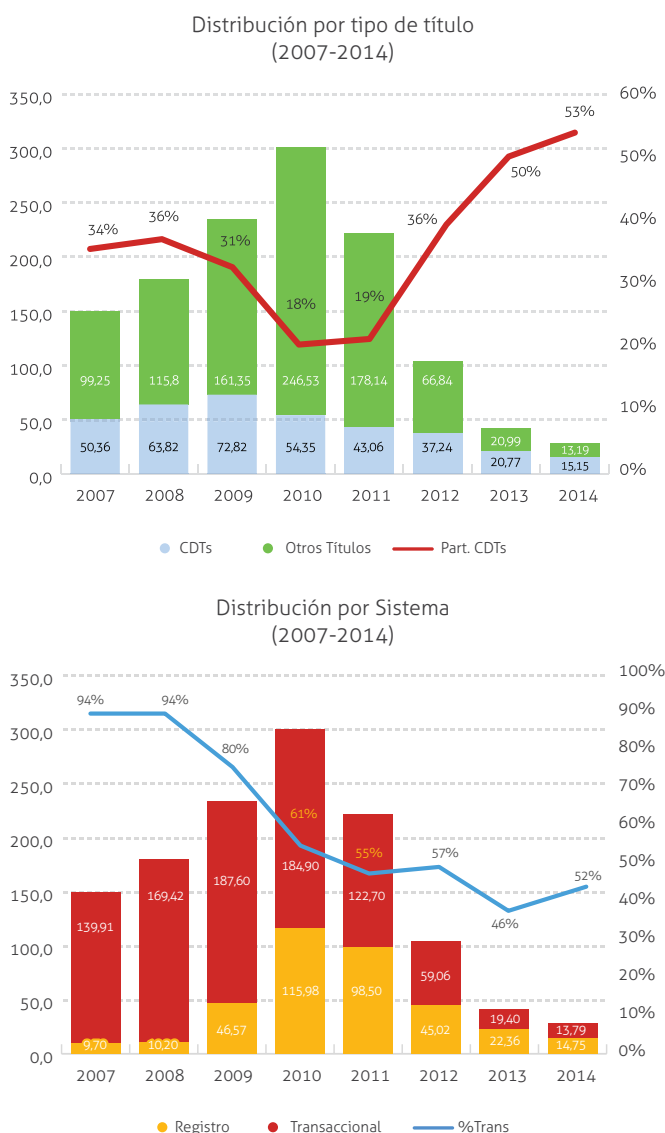
Fuente: BVC

Por su parte el mercado de fondeo, el cual también creció paralelamente con los volúmenes de emisión primaria durante el periodo 2007 – 2010, refleja a partir del 2011 el mayor deterioro en los niveles de negociación. Como se muestra en la gráfica 41, después de alcanzar un monto anual de negociación superior a los COP 300 billones en 2010, el fondeo de títulos de deuda privada se redujo a una tasa anual del 45%, donde las mayores caídas se han presentado en el fondeo de títulos diferentes a CDT bancarios. Como resultado, la participación de los bonos, las titularizaciones y papeles comerciales en los volúmenes del mercado de fondeo que llegó al 81% en el 2011, bajó hasta el 47% a cierre de 2014.

Otra característica del mercado de fondeo es que el sistema transaccional mantiene un nivel importante de participación en el total de la negociación, contrario a lo ocurrido en el mercado de compraventas. Así, la participación del mercado transaccional en el total del volumen de negociación en el mercado de fondeo de la deuda privada continua alrededor del 52% durante los últimos tres años, en contraste con el mercado de compraventas en el cual la participación promedio del transaccional durante el mismo periodo es inferior al 15%.

● Gráfico 41

Evolución negociación deuda privada mercado de fondeo Montos (billones COP)



Fuente: BVC

● Tabla 11

Evolución negociación deuda privada mercado de fondeo Montos (billones COP)

Distribución por tipo de título

Tipo de Título	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	TACC
CDTs	50,36	63,82	72,82	54,35	43,06	37,24	20,77	15,15	-16%
Otros Títulos	99,25	115,80	161,40	246,53	178,10	66,84	20,99	13,39	-25%
Total	149,61	179,62	234,17	300,88	221,20	104,08	41,76	28,54	-21%

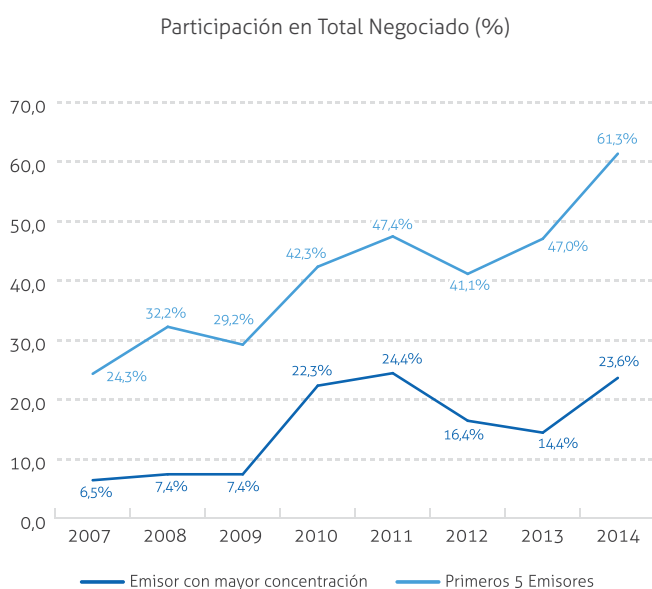
Distribución por Sistema

Tipo de Título	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	TACC
Transaccional	139,91	169,42	187,60	184,90	122,70	59,06	19,40	13,79	-28%
Registro	9,70	10,20	46,57	115,98	98,50	45,02	22,36	14,75	6%
Total	149,61	179,62	234,17	300,88	221,20	104,08	41,76	28,54	-21%

Fuente: BVC

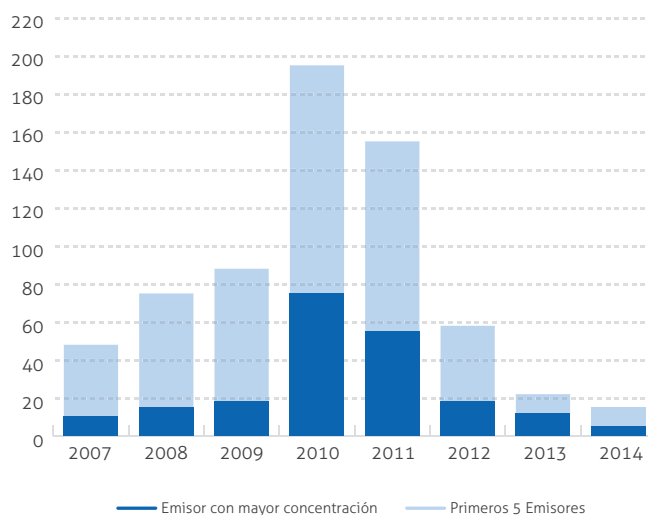
Por último, la gráfica 42 muestra que a la caída en los volúmenes de fondeo también se sumó una mayor concentración en ciertos títulos particulares. En 2011 un solo emisor concentraba cerca del 24% del mercado de fondeo (COP 67 billones) y los primeros cinco emisores concentraban el 47.4% del total del volumen negociado. Para 2014 aunque la concentración en el mayor emisor se mantuvo constante, la concentración en los cinco mayores emisores se incrementó de manera importante alcanzando el 61% del total del volumen de fondeo en el mercado de deuda privada.

● **Gráfico 42**
Concentración por emisores Mercados de Repos,
Simultaneas y TTV's



Fuente: BVC

Monto Negociado (Billones COP)



La caída y concentración de los volúmenes del mercado de fondeo de deuda privada, unido a la decisión de algunos intermediarios de no ofrecer este tipo de operaciones a sus clientes, han llevado a que en la actualidad los inversionistas de este mercado encuentren serias dificultades para fondear sus posiciones en deuda privada.

Con lo anterior, operaciones tan comunes en otros mercados como el carry-trade¹⁶, o simplemente el financiamiento de corto plazo con colateral en títulos, se imposibilitan para los inversionistas de deuda privada, lo que afecta la oferta de valor que tienen estos títulos y los hace menos atractivos.

¹⁶ En este tipo de operaciones el inversionista realiza la compra de un título en el mercado de deuda privada que ofrece pagar una tasa cupón c , y posteriormente fondea esta posición en el mercado a una tasa de interés i donde se tiene que $c > i$, y por lo cual el inversionista recibe un diferencial de rentabilidad sin necesidad de inmovilizar todos los recursos en la compra del activo de deuda privada.

C

Análisis de redes de negociación del mercado secundario de deuda privada

“La red de negociación del mercado de deuda privada se caracteriza por una baja interacción entre los intermediarios financieros y una alta dependencia en las redes de distribución con clientes propios – Operaciones Cruzadas –. Las SCB son los principales participantes de este mercado al realizar las operaciones de compraventa en su mayoría a través del mercado OTC y las operaciones de fondeo en el sistema transaccional. La interacción de los bancos en el mercado de deuda privada es muy baja, y además la distribución de títulos que realizaban hacia sus clientes del sector real se viene disminuyendo, donde en particular el fondeo hacia clientes con subyacente en deuda privada por parte de estas entidades es prácticamente inexistente”.

Una de las características fundamentales para analizar la liquidez del mercado de deuda privada local es evaluar la estructura de su red de negociación. Esta red describe la forma en que los participantes interactúan en la compra y venta de los títulos de deuda privada a través de tres criterios: 1) el tamaño de red a través del número de participantes y el volumen total negociado, 2) la interconexión o interacción de los agentes diariamente en el mercado denominado como grado promedio de nodo, y finalmente, 3) la dependencia al mercado representada con la participación de las operaciones cruzadas en el caso de las Sociedades Comisionistas de Bolsa SCB y la distribución con clientes no financieros en el mercado OTC para los establecimientos bancarios.

Las redes de negociación para el mercado de deuda privada en este ejercicio se clasificaron por tipo de participante entre Sociedades Comisionistas de Bolsa –SCB– y Bancos, dado que la forma en que cada uno de estos agentes puede interactuar con sus clientes o terceros es diferente - los bancos solo pueden hacer distribución hacia terceros en el mercado de OTC, mientras que las SCB pueden distribuir en cualquiera de los dos sistemas-. Para estos dos tipos de agentes – SCB y Bancos – se construyeron las redes según el

tipo de operación realizada – compraventas definitivas o mercado de fondeo – y el sistema en el cual se lleva a cabo la negociación – mercado transaccional o mercado OTC de registro –. En el anexo no. 1 además se muestra la diferencia existente entre la red de negociación para el mercado de títulos bancarios y la red de negociación para el mercado de títulos del sector real, bajo las mismas condiciones de tipo de agente, tipo de operación y sistema en el cual se realiza la negociación.

Adicional a las tablas con los resultados para cada uno de los indicadores – tamaño, interacciones y dependencia al mercado – también se muestra gráficamente en un plano cartesiano la caracterización de la red, donde en el eje horizontal se observa el grado promedio de nodo¹⁷ de las entidades participantes, mientras que en el eje vertical se expone la participación de la negociación interna como indicador de dependencia al mercado en el caso de las sociedades comisionistas de bolsa¹⁸, y que para el caso de los bancos muestra la distribución hacia clientes no financieros. Además, en este plano cartesiano cada agente se identifica por una esfera cuyo volumen representa el volumen negociado por cada participante relativo al tamaño total del mercado¹⁹.

¹⁷ Mide con cuántos agentes en promedio negocia títulos de deuda privada un agente en un día típico del periodo.

¹⁸ Mide la dependencia al mercado entendiéndose que entre más cerca este una entidad a cero más dependiente será.

¹⁹ Suma del monto de las operaciones en las que participa un determinado agente (compra y venta)

1. Redes de negociación de las sociedades comisionistas de bolsa - SCB

“Las sociedades comisionistas de bolsa SCB son el tipo de participante más activo en la red del mercado de renta fija privada colombiana con el 64% del volumen de las compraventas y el 76% del volumen del mercado de fondeo. La red para las SCB se caracteriza por una baja interacción entre sus participantes, aunque con diferencias según el tipo de operación y el sistema de negociación, siendo las redes con mejor calidad la de las operaciones de compraventas en el sistema de registro y la de las operaciones de fondeo en el sistema transaccional”.

1.1. Red de negociación compraventas en deuda privada – SCB

Durante el periodo 2009 – 2014 el mercado de compraventas definitivas de las SCB se caracterizó por una disminución constante en la cantidad de entidades participantes tanto en el sistema transaccional como en el de registro, en línea con la reducción del número de SCB en el mercado de valores colombiano. Sin embargo, en términos de volúmenes de negociación estos sistemas sí han presentado dinámicas diferentes, dado que, mientras el mercado OTCh evidenció un fuerte crecimiento en el volumen registrado con más de COP 68 billones para cierre del 2014, en el sistema transaccional el volumen negociado ha disminuido constantemente y alcanzó tan solo COP 11 billones en el último año.

En línea con el comportamiento de los volúmenes de negociación, la interconexión entre las SCB presenta distintos comportamientos en los dos tipos de sistemas – Transaccional vs. Mercado OTC–. Mientras que en el sistema de registro la interacción entre las SCB se incrementó – pasando de dos interconexiones promedio diarias en 2009 a cerca de cuatro en 2014 – en el sistema transaccional la interacción entre los agentes bajó a menos de 1 promedio diario para el último año.

En cuanto a la dependencia al mercado, las SCB son menos subordinadas de éste cuando realizan sus operaciones de compraventas en el sistema transaccional, mientras que la dependencia es mayor cuando las realizan en el sistema de registro.

Lo anterior se evidencia en que la participación de las operaciones cruzadas en el total del volumen negociado en el sistema transaccional ha superado el 67% en ciertos años durante el periodo 2009 – 2014, mientras que la participación de estas operaciones en el total registrado a través del mercado OTC no supera el 32% durante el mismo periodo. Entre mayor sea la dependencia al mercado se considera que se tiene una red de negociación más robusta, dado que los precios de negociación se realizan a partir de la validación de varios intermediarios, en contraste con la situación donde la dependencia del mercado es baja, ya que en este escenario las negociaciones se realizan directamente entre el intermediario y sus clientes, lo que puede afectar la formación y distribución de los precios en el mercado.

● **Tabla 12**
Indicadores para la Red de SCB en Deuda Privada
Compraventas por Sistema de Negociación

BANCOS Y CF SIMULTANEAS TRANSACCIONAL							
Criterio	Indicador	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Tamaño Red	Participantes	5	5	10	6	7	8
	Volumen Transado (Millones)	1.380.953	621.329	718.594	1.052.311	712.641	2.435.378
Interconexión	Grado Promedio de nodo	0,2769	0,1616	0,0988	0,2445	0,1159	0,1691
Dependencia al Mercado	Cruzadas						

BANCOS Y CF SIMULTANEAS REGISTRO							
Criterio	Indicador	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Tamaño Red	Participantes	7	9	5	8	7	6
	Volumen Transado (Millones)	4.027.249	7.842.174	6.923.987	6.432.363	3.283.091	2.260.185
Interconexión	Grado Promedio de nodo	0,1783	0,2018	0,2648	0,3279	0,2008	0,1837
Dependencia al Mercado	Cruzadas	13%	22%	0%	0%	0%	0%

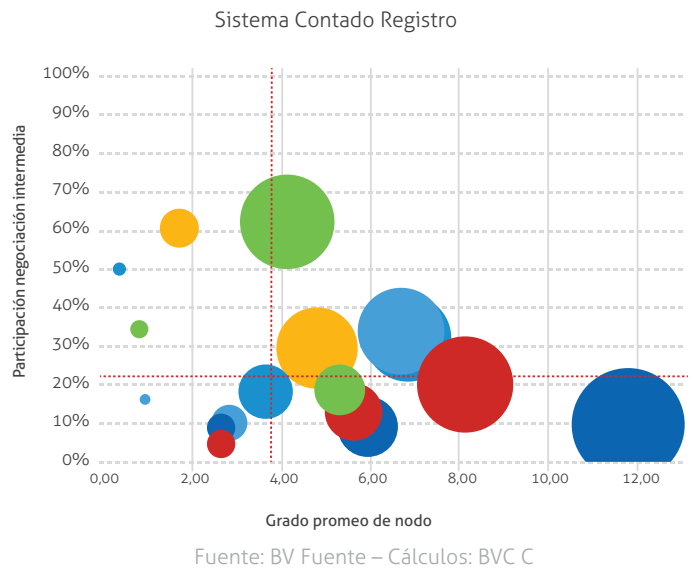
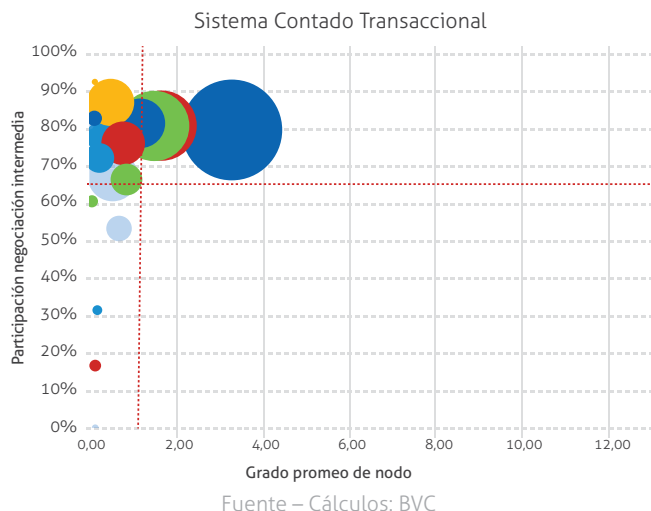
Fuente: BV Fuente – Cálculos: BVC

La descripción gráfica de las redes de negociación de las SCB en compraventas de deuda privada en el sistema transaccional y en el mercado OTC muestra con claridad que son redes con características bastante distintas, donde además la red del mercado OTC presenta una mejor estructura- gráfica 43 -.

En el sistema transaccional las SCB se encuentran muy poco interconectadas, tienen una baja dependencia al mercado, y además, el volumen se encuentra altamente concentrado en pocas entidades. Lo anterior se evidencia en que para el 2014 las seis SCB con mayores volúmenes de negociación realizaron más del 68% de sus transacciones a través de operaciones cruzadas, que solo una entidad generó el 28% del volumen total del mercado, así como la SCB con el mejor grado promedio de nodo presenta solo tres interconexiones diarias y que las siguientes entidades con mayores interacciones no superan las dos interconexiones diarias en promedio.

Por el contrario, en el sistema de registro se encuentra que las entidades tienen una mayor dependencia al mercado con solo dos entidades con una participación de las operaciones cruzadas superior al 60%, e igualmente, se evidencia un mejor nivel de interconexión dado que cuatro entidades presentaron un grado promedio de nodo promedio diario mayor a seis. Además, el volumen negociado en este sistema presenta una mejor distribución con dos entidades con una ponderación conjunta del 29% del total del mercado y las dos entidades siguientes con una participación individual superior al 10%.

● **Gráfico 43**
Redes de Negociación Deuda Privada Mercado de Compraventas para las SCB - 2014



1.2. Red de negociación simultáneas en deuda privada – SCB

De la misma forma que se evidenció en el mercado de compraventas, en el mercado de fondeo la desaparición de algunas SCB pesó sobre el número de participantes en la red de negociación durante el periodo 2009 - 2014. Sin embargo, el número de SCB participantes en el mercado de fondeo es menor que en el mercado de compraventas lo que evidencia la existencia de SCB que por decisión de negocio no ofrecen este tipo de operaciones a sus clientes.

En general las interacciones entre las SCB en el mercado de fondeo son inferiores a las que se presentan entre estos agentes en el mercado de compraventas definitivas, sin embargo, en el mercado de fondeo las interconexiones más grandes se evidencian en el sistema transaccional y no en el sistema de registro como en las compraventas.

Otra diferencia con el mercado de compraventas definitivas es que la dependencia al mercado, en el fondeo, es más homogénea entre ambos sistemas – transaccional y registro – con un rango de operaciones cruzadas entre el 30 y el 60% durante el periodo.

● **Tabla 13**
Indicadores para la Red de SCB en Deuda Privada
Fondeo por Sistema de Negociación

SCB SIMULTANEAS TRANSACCIONAL							
Criterio	Indicador	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Tamaño Red	Participantes	24	23	23	20	18	16
	Volumen Transado (Millones)	344.502.350	256.406.574	161.608.067	71.122.852	32.640.491	21.457.054
Interconexión	Grado Promedio de nodo	2,7827	2,8776	2,1112	2,1201	1,1045	1,0832
Dependencia al Mercado	Cruzadas	54%	53%	48%	39%	42%	29%

SCB SIMULTANEAS REGISTRO							
Criterio	Indicador	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Tamaño Red	Participantes	26	21	22	20	17	16
	Volumen Transado (Millones)	81.223.801	153.311.255	128.123.124	58.455.794	33.610.644	22.161.533
Interconexión	Grado Promedio de nodo	0,2829	1,0175	1,0754	0,9775	0,4865	0,4070
Dependencia al Mercado	Cruzadas	59%	44%	31%	25%	43%	32%

Fuente: BV Fuente – Cálculos: BVC C

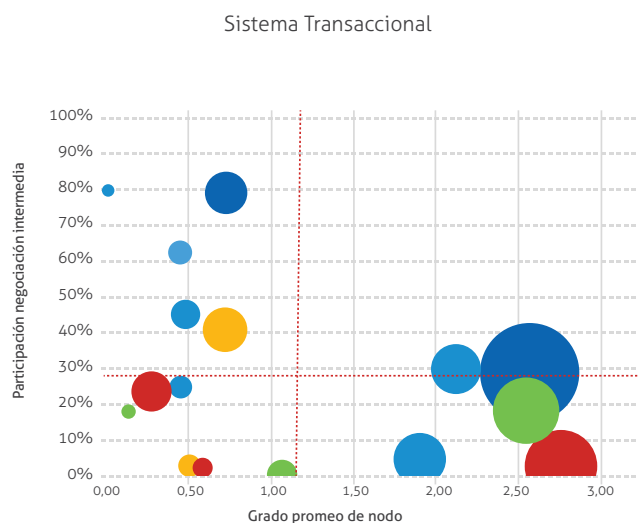
La descripción gráfica de las redes de negociación de las SCB en el mercado de fondeo de deuda privada para el sistema transaccional y el mercado OTC muestra con claridad que son redes mucho más homogéneas que en el caso del mercado de compraventas definitivas, pero que a diferencia de este último, en el mercado de fondeo la mejor estructura de red de negociación se encuentra en el sistema transaccional y no en el sistema de registro. - gráfica 44 -.

Para el año 2014, la red de negociación transaccional es dominada por cuatro entidades con baja dependencia al mercado, donde tres de ellas generan más del 70% de sus negociaciones a partir de operaciones cruzadas y que además tienen un grado de interconexión alto, por lo cual se les podría catalogar como entidades que actúan como distribuidoras de liquidez en este mercado. La entidad con la participación más destacada en el 2014 alcanzó cerca del 22% del volumen total del mercado, seguida por tres entidades con participaciones cercanas al 12%. Sin embargo en esta red existe un mayor número de entidades que se ubican cerca en términos de grado de interconexión a la entidad con mayor grado promedio de nodo, por lo cual se puede considerar que es una red con una mejor estructura de negociación.

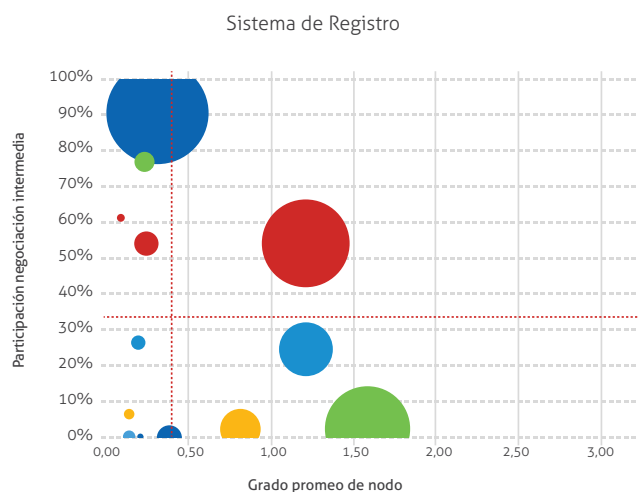
Por su parte, la red de negociación de sistema de registro del mercado de fondeo se caracteriza por tener una sola entidad con una alta participación en el volumen negociado -alrededor del 39% del total de las transacciones- y muy poco dependiente de otros agentes del mercado con cerca del 70% de sus negociaciones realizadas a partir de operaciones cruzadas, por lo que ésta no se podía caracterizar como distribuidora sino más bien como una entidad autónoma en el mercado, dado su concentración de flujos y clientes a nivel interno. Por otro lado, se pueden identificar otras dos entidades con el 25% y 14% del volumen de negociación respectivamente, las cuales se encuentran mejor interconectadas pero que son altamente dependientes del resto de SCB para realizar sus operaciones, donde estas últimas se caracterizan por ser participantes con bajos volúmenes de negociación y no muy recurrentes en el mercado.

● Gráfico 44

Redes de Negociación Deuda Privada Mercado de Fondeo para las SCB - 2014



Fuente – Cálculos: BVC



Fuente – Cálculos: BVC

2. Redes de negociación de bancos y compañías financieras

“Los Bancos realizan el 8% del volumen de compraventas y el 8% del volumen en fondeo de la deuda privada. Su red de negociación se caracteriza por la muy baja interacción entre sus participantes, incluso por debajo de la interconexión que presentan las SCB, la alta concentración en el mercado de registro y la baja participación en el sistema transaccional así como la continua reducción en la distribución hacia sus clientes”

2.1. Red de negociación compraventas en deuda privada – Bancos y Corporaciones Financieras

En cuanto a la red de negociación de compraventas de deuda privada de las entidades bancarias, ésta se ha caracterizado por una disminución del número de participantes entre 2009 y 2011 y un ligero aumento entre 2011 y 2014 en el sistema transaccional, mientras que en el mercado de registro el número de participantes se mantuvo con mínimas variaciones. En cuanto al volumen de negociación por parte de estos agentes, tanto en el transaccional como en el mercado OTC de registro se evidenció una tendencia creciente hasta 2013, con un mayor dinamismo de los bancos en el sistema de registro. Para el año 2014 aunque se presentó una reducción en el volumen de ambos sistemas, el mercado OTC de registro llegó a representar cerca de 13 veces lo negociado en el sistema transaccional.

Tres características importantes definen la participación de los bancos en la negociación de compraventas de deuda privada. La interacción de los bancos es significativamente inferior a la de las SCB, presentando una negociación en promedio cada catorce días hábiles en el transaccional y una negociación en promedio cada dos días hábiles en el sistema de registro para cierre de 2014. En adición, la operación de los bancos es altamente concentrada en el mercado de registro realizando a través de éste cerca del 90% de sus operaciones. Por último, la distribución hacia clientes no financieros es baja llegando a representar solo el 9% en 2014 de toda la negociación realizada por estas entidades²⁰.

● Tabla 14

Indicadores para la Red de Bancos y CF en Deuda Privada Compraventas Definitivas por Sistema de Negociación

BANCOS Y CF CONTADO TRANSACCIONAL							
Criterio	Indicador	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Tamaño Red	Participantes	11	10	9	12	16	14
	Volumen Transado (Millones)	459.541	346.050	199.553	246.466	1.530.828	729.811
Interconexión	Grado Promedio de nodo	0,0800	0,0698	0,0443	0,0331	0,1255	0,0691
Dependencia al Mercado	Cruzadas						

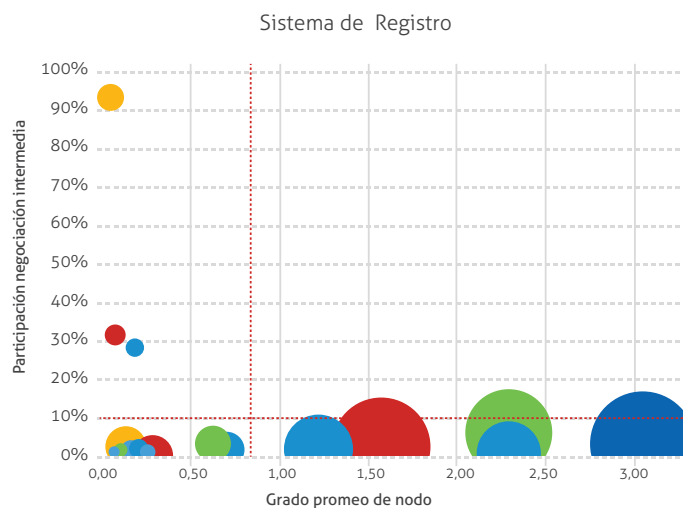
BANCOS Y CF CONTADO REGISTRO							
Criterio	Indicador	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Tamaño Red	Participantes	16	15	17	17	18	18
	Volumen Transado (Millones)	5.524.530	5.595.668	5.232.566	6.928.094	10.056.648	9.270.046
Interconexión	Grado Promedio de nodo	0,5409	0,6218	0,4486	0,5571	0,5651	0,6268
Dependencia al Mercado	Cruzadas	16%	1%	7%	6%	9%	9%

Fuente – Cálculos: BVC

²⁰ Las operaciones cruzadas, las cuales solo pueden ser realizadas por entidades bancarias y corporaciones financieras en el sistema de registro, se utilizaron como indicador de la distribución a clientes no financieros.

● **Gráfico 45**

Redes de Negociación Deuda Privada Mercado de Compraventas para Bancos y Corporaciones F. – 2014



La descripción gráfica de la red de negociación de los bancos y corporaciones financieras en el sistema de registro – gráfica 45 – muestra que en esta red las características más sobresalientes son la baja distribución a clientes, que para la gran mayoría de agentes representa menos del 20% de sus operaciones y los bajos niveles de interconexión, con tan solo tres entidades conectándose en promedio diario con dos entidades.

2.2. Red de negociación mercado de fondeo en deuda privada – Bancos y Corporaciones Financieras

En la red de negociación del mercado de fondeo para bancos y corporaciones financieras se pudo establecer que, al igual que en el mercado de compraventas, el registro fue el sistema de más participación en la mayor parte del periodo, con volúmenes significativamente más altos, pero con un nivel de interconexión más bajo y con tendencia constante a lo largo del periodo – una interacción cada nueve días hábiles en el sistema transaccional y una interacción cada 5 días hábiles en el sistema de registro-. Sin embargo, el 2014 se consolida como el primer año en el que el volumen transaccional supera el monto operado en registro. Finalmente, se pudo establecer que la distribución hacia clientes no financieros se redujo, e incluso es inexistente a partir del año 2011.

● **Tabla 15**

Indicadores para la Red de Bancos y CF en Deuda Privada Fondeo por Sistema de Negociación

BANCOS Y CF SIMULTANEAS TRANSACCIONAL							
Criterio	Indicador	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Tamaño Red	Participantes	5	5	10	6	7	8
	Volumen Transado (Millones)	1.380.953	621.329	718.594	1.052.311	712.641	2.435.378
Interconexión	Grado Promedio de nodo	0,2769	0,1616	0,0988	0,2445	0,1159	0,1691
Dependencia al Mercado	Cruzadas						

BANCOS Y CF SIMULTANEAS REGISTRO							
Criterio	Indicador	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Tamaño Red	Participantes	7	9	5	8	7	6
	Volumen Transado (Millones)	4.027.249	7.842.174	6.923.987	6.432.363	3.283.091	2.260.185
Interconexión	Grado Promedio de nodo	0,1783	0,2018	0,2648	0,3279	0,2008	0,1837
Dependencia al Mercado	Cruzadas	13%	22%	0%	0%	0%	0%

Fuente – Cálculos: BVC

3. *Redes de negociación de deuda privada por sector de títulos*

“Las emisiones de deuda privada del sector financiero presentan una mejor estructura de su red de negociación, que las emisiones no financieras. En ambos sectores se observa una mayor actividad en el mercado de registro tanto en las compraventas como en las operaciones de fondeo. Las emisiones no financieras son mucho menos dependientes del mercado y se negocian principalmente por medio de operaciones entre el intermediario y su red de clientes”.

En esta parte del documento se analiza cada uno de los mercados de deuda privada contemplados en el capítulo anterior, los cuales fueron clasificados por tipo de operación (contado y simultáneas) y por tipo de mercado (transaccional y registro), con una diferenciación por tipo de deuda financiera y no financiera.

Esta segmentación destaca la importancia que tiene para el análisis integral de la deuda privada local, la distinción entre distintos tipos de emisores, dado que como se estableció en la primera sección del documento la deuda privada está concentrada en emisores del sector financiero.

De esta forma se evaluaron los mercados en mención para el año 2014, encontrándose que, en efecto, las emisiones del sistema financiero tienen un tamaño de red mucho mayor, es decir un número más amplio de participantes y un mayor volumen negociado tanto en el contado como en las simultáneas en transaccional y registro.

Respecto a la interconexión se encontró que los grados promedios de nodo son muy bajos para el número de participantes en emisiones financieras y no financieras, aunque algo más altos en las primeras. Frente a la realización de operaciones cruzadas, se evidencia que en las emisiones no financieras la dependencia al mercado es menor – mayor volumen de operaciones cruzadas frente al total del volumen operado – particularmente en la negociación de compraventas y de fondeo el sistema transaccional.

En el anexo 1 se puede encontrar el detalle de los indicadores y descripción gráfica de las redes de negociación por sector de los emisores de títulos por tipo de operación – Compraventa o Fondeo – y por sistema de negociación – Transaccional y Registro –.

3.3.2. *Problemas en la formación de los precios en la deuda privada*

“La reducción en la liquidez del mercado secundario y la falta de agentes intermediarios que generen cotizaciones ha llevado a que los precios de valoración dependan de cálculos teóricos para la mayor parte de los títulos de deuda privada. Esto genera distorsiones en los precios de referencia entre los distintos segmentos del mercado que afecta la confianza de los inversionistas, y por tanto, su interés en demandar estos tipos de activos”

Dos importantes distorsiones en la formación de precios se encuentran en el mercado de deuda privada. Primero la falta de negociación continua de títulos en todos los plazos, imposibilita tener una referencia justa y periódica y de esta manera poder formar una curva de valoración diaria a precios de mercado. En consecuencia, entre otras cosas, las referencias para títulos con vencimiento en el corto plazo presenten unas volatilidades significativas, mientras que las referencias para títulos de más largo presentan una muy baja volatilidad, haciendo que los precios permanezcan anclados durante largos periodos de tiempo y no reflejen las condiciones cambiantes del mercado.

En segundo lugar, la tendencia de asignar la máxima calificación crediticia (AAA) a una emisión principalmente por sus condiciones particulares de la emisión (p.e. “Enhancements” – Refuerzo de los niveles de seguridad) y con un menor énfasis en la calificación crediticia del emisor, ha llevado a que el mercado asigne su propia valoración de riesgo para los distintos emisores. De esta forma, en el mercado local no es extraño encontrar títulos que diariamente se negocian a diferentes niveles de spread sobre la referencia libre de riesgo, a pesar de contar con la misma calificación de riesgo crediticio.

1. *Falta de referencia justa y periódica para valoración*

Para la evaluación de la volatilidad de las diferentes partes de la curva se utilizaron márgenes de valoración desde enero de 2013 hasta julio de 2014, para diferentes grupos de tasas (Fija, DTF, IPC e IBR) y para grupos de plazos de vencimiento (De 0 a 30 hasta más de 7.300 días).

Como puede observarse en el gráfico 46 los niveles de volatilidad son mucho más grandes para los rangos de vencimiento menores. Si bien el periodo mayo – junio 2013 no muestra esta tendencia, la amplia volatilidad

fuera de su tendencia histórica de los títulos de largo plazo puede ser explicada por un ajuste por parte del proveedor y no por condiciones propias del mercado.

La volatilidad del corto plazo es generada principalmente por la no existencia de títulos con la misma connotación de riesgo crediticio para el mercado, es decir, a títulos con misma calidad crediticia, mismo plazo a vencimiento y misma tasa de indexación el mercado les asigna tasas muy distintas.

Esta situación se traduce en unos márgenes de referencia que intentan promediar tasas en rangos muy amplios y que por ende termina produciendo unas amplias volatilidades en los márgenes de títulos de corto plazo.

El principal problema de la significativa variación diaria de las tasas de referencia es la dificultad a la que se enfrenta el administrador de portafolio para valorar diariamente su posición, en tanto el precio de su cartera de inversiones

será una función de la volatilidad por la no existencia de títulos y no una respuesta a los cambios en los precios de mercado.

Respecto al largo plazo, la baja volatilidad del segmento se genera por la falta de títulos, dado que el margen se calcula a partir de la cotización única de un título que no necesariamente marca precio en un horizonte continuo, o por la existencia de títulos que establecen precio pero que no negocian continuamente. Esto produce que un margen para una calificación crediticia, tasa o vencimiento particular (LP), no haya tenido cambios durante largos periodos de tiempo.

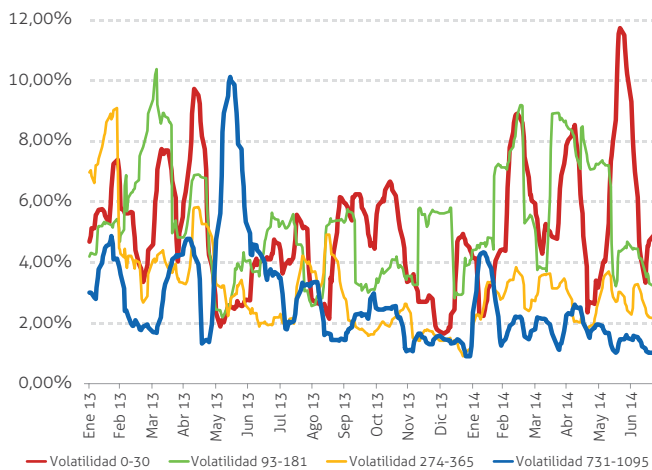
2. Diferentes valoraciones para misma calificación crediticia

Detrás de las calificaciones crediticias se encuentra una rigurosa evaluación del riesgo inherente principalmente a la emisión. De esta forma, dos títulos con una misma calificación deberían, en principio, tener márgenes de valoración muy similares.

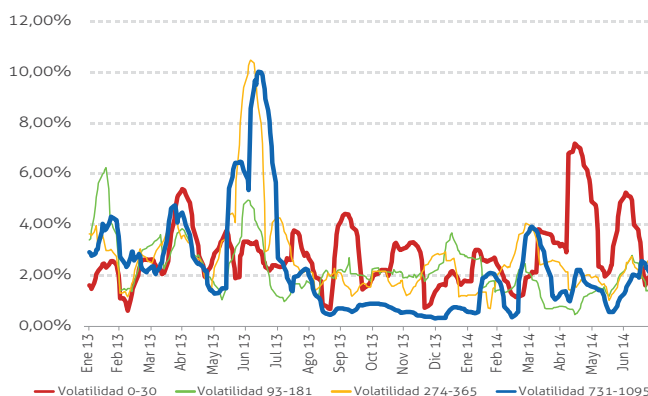
Sin embargo, en el mercado local regularmente se puede observar valoraciones diferentes realizadas por el mercado a títulos de la misma calidad crediticia, aún para los títulos de alta calidad.

● Gráfico 46

Volatilidad TIR por Rangos de Vencimiento
Títulos Tasa Fija (2013-2014)



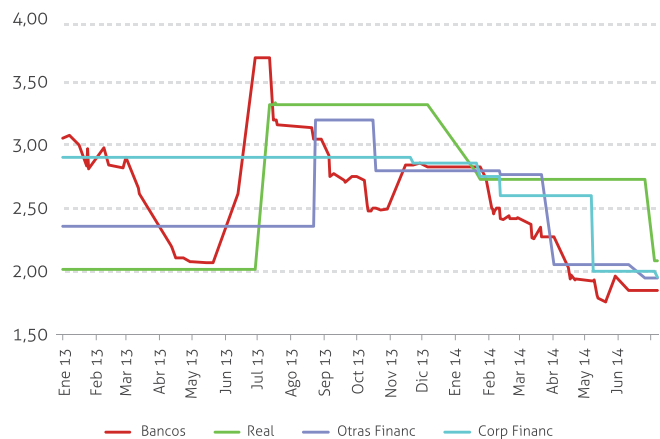
Títulos Indaexados DTF (2013-2014)



Fuente: Infovalmer – Cálculos: BVC

● Gráfico 47

Margen rango de vencimiento 274 – 365 días
tasa IPC



Fuente: Infovalmer – Cálculos: BVC

En el Gráfico 47 se presenta el margen sobre el índice de precios al consumidor IPC diferenciado por tipo de emisor, para el rango de vencimiento entre 274 y 365 días. Se puede ver cómo el sector bancario tiene la evolución más dinámica durante el periodo, mientras que los demás sectores tienen cambios más grandes y menos continuos. Este primer efecto permite identificar como el sector bancario con un mayor número de referencias refleja más fielmente las condiciones actuales del mercado. Segundo, en algunos lapsos de tiempo las diferencias en los márgenes de valoración pueden ser bastante amplias, ejemplo octubre 2013 con 75 básicos entre sector real y sector bancario.

Sin embargo, la diferenciación en las tasas de mercado entre los títulos AAA no se limita a los distintos sectores, sino que ésta también puede evidenciarse al interior de los sectores donde se esperaría que la evaluación fuera más homogénea. En el gráfico 48 se pueden ver las diferencias significativas en el margen de valoración de dos emisiones calificadas como AAA provenientes del sector financiero. Por lo tanto, la gráfica demuestra que el mercado sí evalúa de forma diferenciada el riesgo percibido en los emisores, sin importar que estos se encuentren en el mismo segmento de alta calidad – calificación crediticia AAA –.

● **Gráfico 48**

Spread de dos títulos sector Bancario AAA



Fuente – Cálculos: BVC





Conclusiones

El mercado de deuda privada en Colombia está rezagado no solo a nivel del mercado de deuda pública local, sino frente a los mercados de deuda privada de la región. El bajo nivel de desarrollo se evidencia en cada uno de sus componentes: la oferta, la demanda y la estructura de intermediación.

Con respecto a la oferta del mercado de deuda privada, la existencia de pocos emisores, concentrados principalmente en empresas del sector financiero (63% en 2014), la alta concentración en las calificaciones crediticias en el escalón AAA (88% en 2014) y el hecho de que desde 2006 no se registren emisiones con calificación por debajo del grado de inversión BBB-, demuestran el bajo nivel de desarrollo del mercado.

Estas limitaciones en la oferta han llevado a que los CDT concentren más del 60% del saldo total de títulos disponibles, desplazando a la deuda privada, la cual es el principal activo en mercados profundos. Los inversionistas prefieren este tipo de instrumentos entre otras razones por la multiplicidad de opciones en cuanto a perfil de los emisores, plazos de emisión y tasas de referencia, además de la facilidad operativa y rapidez con la que pueden realizar este tipo de negociaciones, logrando aumentar los retornos de sus portafolios incrementando la diversificación.

En términos de la demanda observamos que la deuda privada ha perdido participación en la mayoría de los portafolios. Sin embargo, es en los fondos de pensiones obligatorias donde se presenta la mayor disminución (del 21% al 13% entre 2007 y 2014), debido principalmente a que el mecanismo de remuneración de las administradoras desincentiva la inversión en este tipo de activos. Este mecanismo exige la generación de una rentabilidad mínima pero no premia el incremento del retorno, y además no permite asociar algunos costos del proceso de inversión con el desempeño del portafolio. Esto lleva a que las administradoras persigan la reducción en costos y no el incremento de la rentabilidad (diferencia entre retorno y costo), y a que emisiones consideradas de bajo tamaño, costosas por su proceso de análisis, o de alto riesgo crediticio, sean poco demandadas aún cuando ofrezcan un diferencial de retorno atractivo.

Respecto al sector fiduciario, principal inversionista de este mercado, elementos como el esquema de remuneración por la gestión de los activos pensionales y la exposición a sanciones en el manejo de recursos públicos, llevan a que estos agentes sean aversos al riesgo. Estas distorsiones sesgan las decisiones de inversión hacia títulos de corto plazo y con alta calificación crediticia. Además, los Fondos de Inversión Colectiva aún presentan un bajo nivel de desarrollo y se concentran en fondos a la vista (77% del total de fondos en Renta Fija) lo que frena la demanda de títulos en los segmentos de mayor riesgo.

Por el contrario, los administradores de pensiones voluntarias y las aseguradoras cuentan con esquemas de remuneración alineados con el desempeño del portafolio y con una mayor flexibilidad regulatoria, lo que permite un incremento en la participación de la deuda privada en sus portafolios de inversión. De esta forma, la participación de la deuda privada ha aumentado en el portafolio de pensiones voluntarias de 39% a 45% entre el 2007 y el 2014 y en el de las aseguradoras de 26% a 47% en el mismo periodo.

De otro lado, hay dos elementos que contribuyen de manera importante al deterioro de la liquidez y la formación de precios del mercado secundario. El primero, que afecta a los intermediarios, se refiere al sesgo en la regulación que impone un castigo del 20% en el cálculo del índice de riesgo de la liquidez por la tenencia de títulos de deuda privada en sus portafolios de negociación. De esta manera, se desconocen criterios como el riesgo crediticio y de mercado, el tamaño de las emisiones y la liquidez de los títulos, lo que limita los recursos que los agentes puedan destinar a este tipo de inversiones e incrementa los costos para realizar la intermediación en este mercado.

En segundo lugar, los límites al apalancamiento en las Sociedades Comisionistas de Bolsa y la dificultad de encontrar contrapartes para fondear las posiciones en títulos de deuda privada, han afectado la labor de las sociedades comisionistas de bolsa, limitando la liquidez que pueden proveer actuando en posición propia o por cuenta de terceros.

La unión de estos elementos ha promovido un retiro sistemático de los Bancos y Sociedades Comisionistas de Bolsa del mercado secundario de deuda privada. De hecho se evidencia la disminución de las participaciones en el portafolio de inversiones de la banca, bajando del 19% al 14% entre 2007 y 2014 y en el de comisionistas del 25% al 16%. En el mismo sentido se han incrementado los títulos de deuda privada que se clasifican como “activos para mantener hasta el vencimiento” en el portafolio bancario que pasa del 32 al 62% en igual periodo.

En consecuencia, la falta de intermediación ha llevado a que los títulos de deuda privada terminen cada vez más rápido en portafolios de inversionistas sin vocación de negociación, presenten problemas de iliquidez y se afecte la formación de precios en el mercado secundario. A su vez, se afecta la confianza de los inversionistas, disminuye su interés por este tipo de activos y se restringe, aún más, la llegada de nuevos emisores al mercado. Es decir, se crea un círculo vicioso de menos emisiones, menos intermediación, menos liquidez y menos demanda.

En consideración a las anteriores conclusiones se plantea la necesidad de trabajar con toda la industria financiera entre otros los siguientes aspectos:

- **Eliminar el sesgo normativo negativo frente a la tenencia de títulos de deuda privada en los portafolios de los intermediarios financieros.** En particular, revisar la política que imponer una única tasa de descuento para todos los títulos de deuda privada en el cálculo de riesgo de liquidez. Se propone incorporar una diferenciación de acuerdo a criterios como plazo, tamaño y liquidez de las emisiones, la recurrencia de los emisores en el mercado primario y la calificación crediticia de los títulos. Lo anterior permitiría promover la intermediación y potenciar la liquidez.

- **Permitir que las operaciones de fondeo sobre deuda privada que tengan garantías no se incluyan en los límites de apalancamiento de las SCB.** Las operaciones de fondeo para las cuales se constituyan garantías en sistemas de compensación y liquidación autorizados deberían excluirse del cálculo de los límites de

apalancamiento. Esto permitiría que los terceros operaran en este mercado sin estar restringidos por el patrimonio del intermediario, limitando los riesgos de mercado y contraparte de estas operaciones por medio de las garantías constituidas por éstos.

- **Modificar los esquemas de remuneración por la gestión de portafolios pensionales.** Se propone revisar el esquema de remuneración incorporando una retribución por la eficiencia en la gestión y la generación de retorno adicional, así como la cobertura de los costos del proceso de inversiones tales como análisis, ejecución y seguimiento.

- **Generar índices de referencia para el mercado de deuda privada.** La gestión profesional de portafolios y la remuneración por generación de retorno precisan del desarrollo de índices de referencia. Los índices generales y sus desagregaciones por sectores, rangos de vencimiento o calificaciones, darían una referencia independiente para la evaluación de la labor de los gestores de portafolio.

- **Continuar impulsando la oferta de títulos y la llegada de nuevos emisores al mercado de deuda privada.** En particular, revisar los costos de la cadena de valor para la colocación de nuevos títulos, incluyendo los de inscripción y mantenimiento en el supervisor.

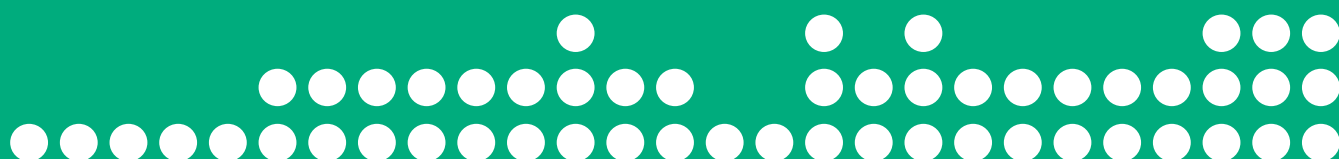
- **Desarrollar el ecosistema necesario para crear el mercado de riesgo.** Generar las condiciones de mercado, liquidez y pluralidad de demanda, para que emisores con calificaciones por debajo de AA tengan acceso real y eficiente a los recursos del mercado de capitales.





Capítulo 5

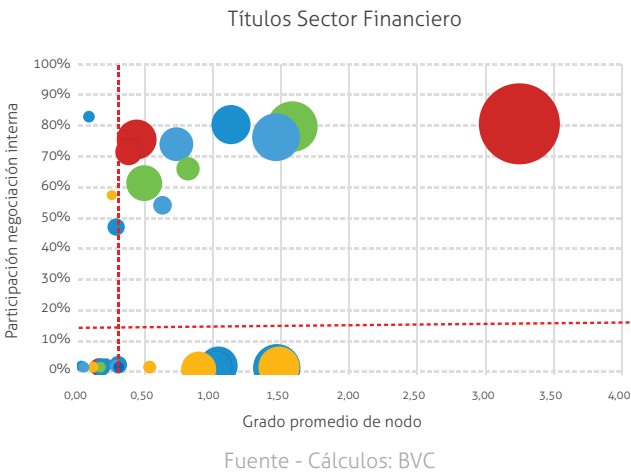
Anexos



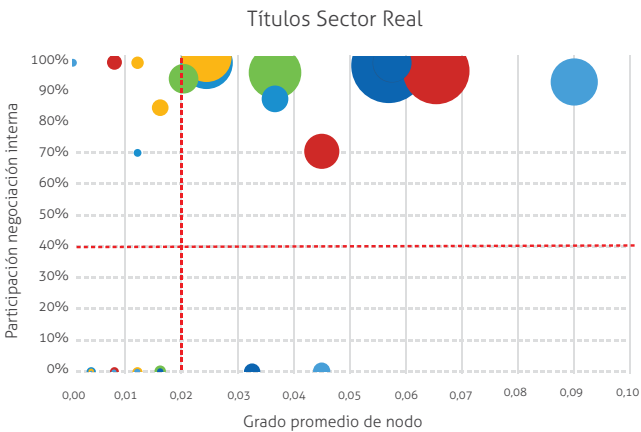
1. Red de negociación deuda privada contado transaccional 2014

En la red de negociación de contado transaccional se puede observar las significativas diferencias entre las emisiones financieras y las no financieras: para el año 2014, 76 participantes contra 36, 14 billones contra 1,8 billones en volumen negociado, mayor interconexión con un grado promedio de nodo mucho mayor y una no dependencia al mercado que resultó ser tres veces mayor en el no financiero.

● Gráfico 49
Redes de Negociación Deuda Privada Mercado de Compraventas Transaccional 2014



Criterio	Indicador	2014
Tamaño Red	Participantes	76
	Volumen Transado (Millones)	14.342.081
Interconexión	Grado Promedio de nodo	0,286
	Cruzadas	0,139



Criterio	Indicador	2014
Tamaño Red	Participantes	36
	Volumen Transado (Millones)	1.860.394
Interconexión	Grado Promedio de nodo	0,0203
	Cruzadas	0,4084

Particularmente la red de negociación de emisiones financieras muestra a una entidad conectándose en promedio diario con más de tres entidades muy alejado del promedio de 0,3 dentro de la red en general y a un grupo pequeño de entidades que sirven de distribuidoras por una mayor conexión y un mayor número de operaciones cruzadas.

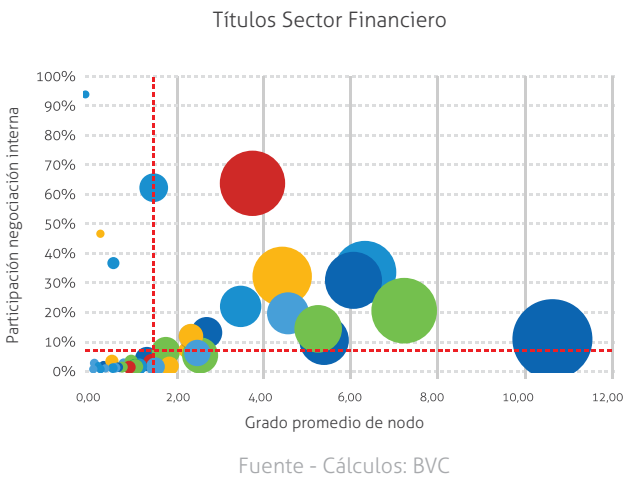
Por su parte en la red de emisiones no financieras, la característica más relevante es el alto número de operaciones cruzadas de la mayoría de sus participantes.

2. Red de negociación deuda privada contado registro 2014

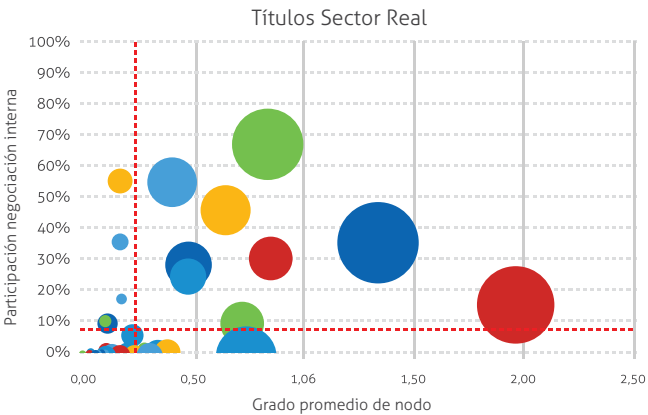
Con algún grado de similitud en cuanto a la distribución de sus participantes en la red (no en indicadores), las redes de contado registro financiero y no financiero permiten mostrar la participación de una entidad líder y la concentración de otras más pequeñas en la distribución dentro de la red.

Sin embargo la diferencia en montos y participantes continua muy a favor de las emisiones financieras.

● **Gráfico 50**
Redes de Negociación Deuda Privada Mercado de Compraventas Registro 2014



Criterio	Indicador	2014
Tamaño Red	Participantes	92
	Volumen Transado (Millones)	98.086.955
Interconexión	Grado Promedio de nodo	1,1652
Dependencia al Mercado	Cruzadas	0,0699



Criterio	Indicador	2014
Tamaño Red	Participantes	65
	Volumen Transado (Millones)	9.246.496
Interconexión	Grado Promedio de nodo	0,2132
Dependencia al Mercado	Cruzadas	0,0871

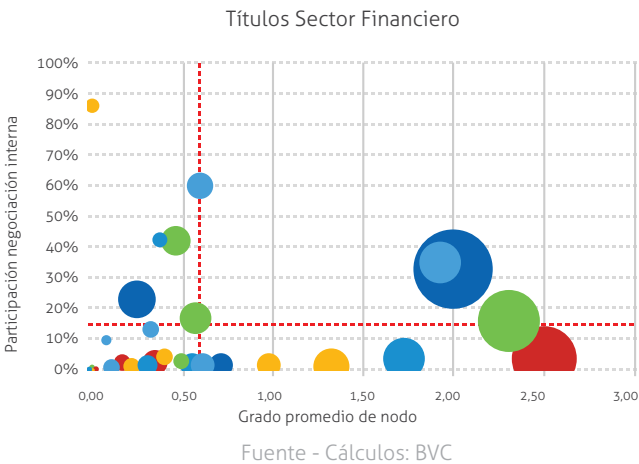
La red de negociación del mercado de contado en registro financiero presenta el mayor volumen de negociación de las redes por sector, analizadas. Como las demás redes presenta una entidad mucho mejor interconectada y con un alto volumen de negociación, pero con la diferencia de que esta entidad líder, muestra un menor número de operaciones cruzadas, es decir tiene una alta dependencia al mercado.

Esta característica la presentan de igual forma las emisiones no financieras aunque con cerca de un decimo del volumen y un nivel de interconexión promedio casi nulo.

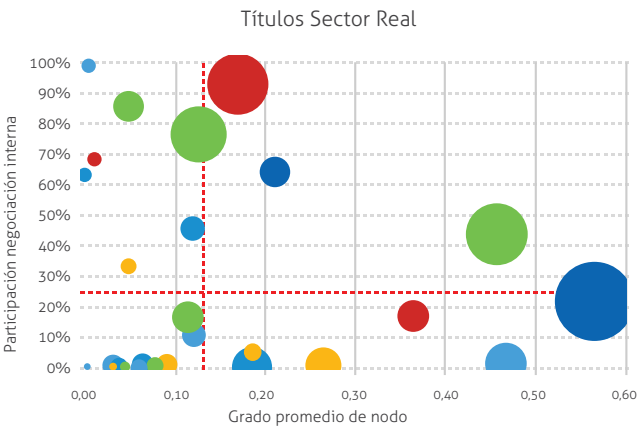
3. Red de negociación deuda privada simultáneas transaccional 2014

Aunque con aún grandes diferencias entre emisiones financieras y no financieras, la red de operaciones simultaneas presenta brechas menos amplias entre sectores que lo visto en el mercado de contado.

● **Gráfico 51**
Redes de Negociación Deuda Privada Mercado de Fondeo Transaccional 2014



Criterio	Indicador	2014
Tamaño Red	Participantes	31
	Volumen Transado (Millones)	23.155.205
Interconexión	Grado Promedio de nodo	0,6748
Dependencia al Mercado	Cruzadas	0,1177



Criterio	Indicador	2014
Tamaño Red	Participantes	25
	Volumen Transado (Millones)	4.568.394
Interconexión	Grado Promedio de nodo	0,1297
Dependencia al Mercado	Cruzadas	0,2677

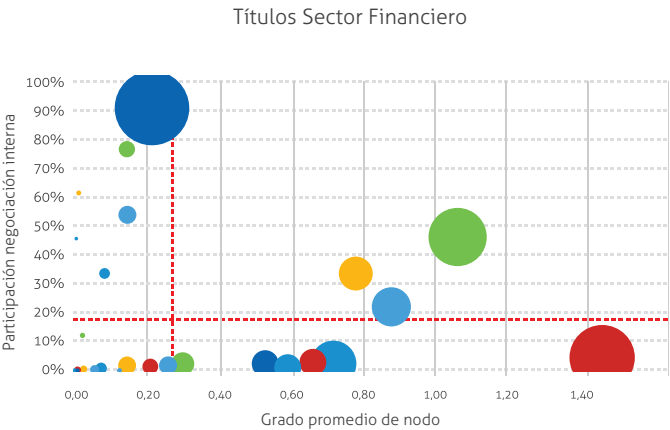
La red de operaciones del mercado transaccional financiero se muestra como una red típica de negociación con un par de entidades líderes, mejor interconectadas que el resto del mercado y con un alto volumen de cruzadas, seguidas por un amplio número de entidades muy dependientes del mercado y con niveles bajos de interconexión.

Respecto a la red de emisiones no financieras un comportamiento típico, con una entidad líder en volumen de negociación muy interconectada y muchas entidades muy dependientes al mercado y poco interconectadas.

4. Red de Negociación Deuda Privada Simultáneas Registro 2014

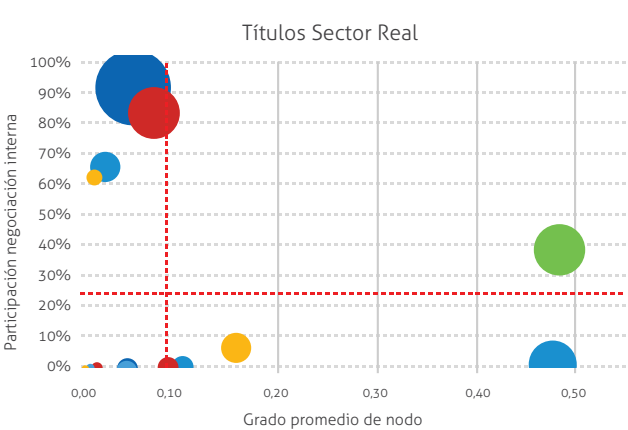
Al igual que las demás redes comparadas por sector la negociación de simultáneas en registro, presenta significativas diferencias entre emisiones financieras y no financieras. Mayor número de participantes, monto negociado de COP 27 billones contra COP 3 billones y una mayor interconexión.

● **Gráfico 52**
Redes de Negociación Deuda Privada Mercado de
Fondeo Registro 2014



Fuente - Cálculos: BVC

Criterio	Indicador	2014
Tamaño Red	Participantes	30
	Volumen Transado (Millones)	26.931.377
Interconexión	Grado Promedio de nodo	0,2866
	Cruzadas	0,1701



Criterio	Indicador	2014
Tamaño Red	Participantes	20
	Volumen Transado (Millones)	2.748.159
Interconexión	Grado Promedio de nodo	0,0889
	Cruzadas	0,2238

En la red financiera una entidad poco interconectada es la que más genera volumen, seguida por dos, mejor interconectadas y por el resto, que están totalmente dependientes al mercado.

En la red no financiera la principal característica a diferencia de las otras redes de emisiones no financieras es la alta dependencia al mercado, con baja interconexión y una entidad líder en volumen.



*El crecimiento
de todo un país*

www.bvc.com.co

