



11 de marzo de 2013

María Mercedes Cuéllar  
Presidente

Daniel Castellanos García  
Vicepresidente Económico  
+57 1 3266600  
dcastellanos@asobancaria.com

Participaron en la elaboración de este documento:

Daniel Castellanos

Andrés Castro

Nicolas Torres

## Perspectivas de la deuda privada en Colombia

**Resumen.** Los mercados de deuda privada promueven el desarrollo económico de un país, porque permiten canalizar el ahorro hacia la inversión productiva, a través de los bonos emitidos por las empresas para captar recursos con los cuales financian sus actividades. En el caso de Colombia, durante la última década se presentó un importante crecimiento de este mercado, que llevó a la emisión histórica de recursos por COP 14 billones en 2009.

Este desarrollo estuvo acompañado por importantes avances en materia de regulación, infraestructura e innovación financiera que han permitido contar con un mercado de deuda más eficiente. Además, el sector real ha ganado una participación importante en los últimos años.

Recientemente parece que este dinamismo ha venido perdiendo fuerza. Dentro de las razones que explican esta tendencia se encuentran factores desde el lado de la oferta y la demanda. En el primer caso, el incremento en las tasas de interés durante 2011 aumentó los costos por concepto del servicio de la deuda. En términos de la demanda, la existencia de límites prudenciales que desincentivan el apetito por estos instrumentos, sumado a la ausencia de un mercado que incentive la negociación y la liquidez para las emisiones de las empresas, especialmente para las pymes, dificulta aún más este desarrollo.

Internacionalmente se ha promocionado el desarrollo del mercado de deuda privada a través de dos caminos. Por un lado, se ha buscado facilitar el proceso de emisión para las entidades que ya son actores recurrentes en el mercado. Por otro, los esfuerzos se han enfocado en la inclusión de pequeñas y medianas empresas (pymes) en los mercados de valores, así como la constitución de ambientes de negociación dirigidos hacia este tipo de títulos e inversionistas.

Recientemente, el Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP) ha propuesto generar una nueva agenda que promueva el desarrollo del mercado de deuda privada, la cual pretende redefinir el papel de algunos intermediarios, facilitar los procesos de originación y fortalecer la negociación de los instrumentos emitidos por las entidades. Consideramos que estos esfuerzos están encaminados en la dirección correcta y deben ser una prioridad durante los próximos años.

Para suscribirse a Semana Económica por favor envíe un correo electrónico a [amejia@asobancaria.com](mailto:amejia@asobancaria.com) o visítenos en <http://www.asobancaria.com>

# Perspectivas de la deuda privada en Colombia

María Mercedes Cuéllar  
Presidente

Daniel Castellanos García  
Vicepresidente Económico  
+57 1 3266600  
dcastellanos@asobancaria.com

Participaron en la elaboración de este documento:

Daniel Castellanos

Andrés Castro

Nicolas Torres

El mercado de bonos privados es más profundo en los países avanzados que en los menos desarrollados, debido a que en los primeros las empresas (grandes o pequeñas) acuden a él con mayor frecuencia y en mayor escala con el fin de acceder a los recursos que les permitan financiar su actividad productiva. En los menos desarrollados, en contraste, solo acceden las grandes firmas o se utilizan otros vehículos de financiación. Sin embargo, en estos países también ha tenido lugar un proceso de profundización de este mercado en los últimos años.

En el caso de Colombia, durante la última década se presentó un importante crecimiento de este mercado, que llevó a la emisión histórica de recursos por COP 14 billones en 2009. De manera paralela, han ocurrido avances importantes tanto en la regulación como en los instrumentos del mercado, que lo han hecho más eficiente. En este aspecto, la generación de plazos más largos y de tasas de referencia menos volátiles, como el IBR, han contribuido a promover la liquidez del mercado y a disminuir el riesgo para los emisores y los inversionistas. Además, el sector real ha ganado una participación importante en los últimos años.

Sin embargo, recientemente parece haberse perdido un poco el dinamismo de este mercado. Este resultado tiene causas tanto en la oferta como de la demanda. En el primer caso, el incremento en las tasas de interés durante 2011 desincentivó la emisión de títulos por parte de las entidades, debido a que aumentó las tasas de referencia (DTF, IPC, IBR) a las cuales se emiten los valores, generando mayores costos por concepto del servicio de la deuda. En términos de la demanda, existen algunos inconvenientes generados por normas prudenciales, tales como los límites a las negociaciones por calificación, los límites por riesgo de liquidez y las condiciones para la constitución de garantías en el mercado monetario o en operaciones con derivados, que limitan el apetito por estos instrumentos. Así mismo, la carencia de un mercado que incentive la negociación y la liquidez para las emisiones de las empresas, especialmente para las PYMES, dificulta aún más este desarrollo.

Estos inconvenientes han llevado al Gobierno Nacional, a través del Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP), a generar una nueva agenda que promueva el desarrollo del mercado de deuda privada. La agenda pretende redefinir el papel de algunos intermediarios, facilitar los procesos de originación y fortalecer la negociación de los instrumentos emitidos por las entidades.

Esta edición de Semana Económica realiza un diagnóstico del funcionamiento actual del mercado de deuda privada en Colombia y analiza sus determinantes, con el fin de señalar los obstáculos para su desarrollo. A continuación se presentan algunas tendencias internacionales en la materia, se exponen los principales puntos de la propuesta presentada por el MHCP y finalmente se ofrecen algunas recomendaciones que podrían ayudar a impulsarlo.

## Dimensiones del mercado de deuda privada

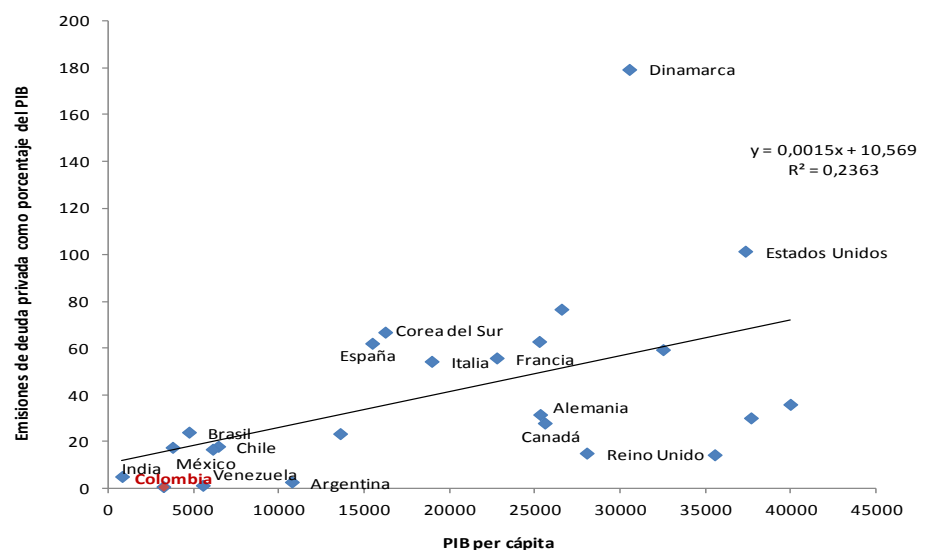
Los mercados de deuda privada promueven el desarrollo económico de un país, porque permiten canalizar el ahorro hacia la inversión productiva, a través de los bonos emitidos por las empresas para captar recursos con los cuales financian sus actividades.

A diferencia de las acciones, los bonos no constituyen un derecho de propiedad sobre los activos de las firmas, ni prometen una participación variable sobre sus utilidades. La firma emisora se compromete a devolver los recursos que toma prestados de los inversionistas –el principal o valor facial– al final del período de maduración del título que emite como garantía, más los pagos de unos rendimientos preestablecidos a lo largo de ese período –cupones–, que no varían en función de los resultados del ejercicio. Por tanto, los bonos no ceden el control de la empresa que los emite.

Comparados con el crédito bancario, los bonos de deuda privada les permiten a las empresas flexibilizar las condiciones de su endeudamiento en términos de tasas, montos, plazos y constitución de garantías. Así mismo, este tipo de instrumentos facilita a las entidades emisoras contraer deudas de muy largo plazo, definir los mecanismos de remuneración al comprador, prepagar el valor de la deuda antes de su vencimiento y, en algunos países, definir el tipo moneda en el cual se emite el bono.

En Colombia se han realizado esfuerzos importantes que buscan acercar a las empresas al mercado de valores. Sin embargo, si se comparan los resultados con la experiencia internacional, contamos con un mercado de deuda privada pequeño y poco desarrollado, que no corresponde al desarrollo económico del país (gráfico 1).

**Gráfico 1. Tamaño relativo de los mercados de deuda privada**

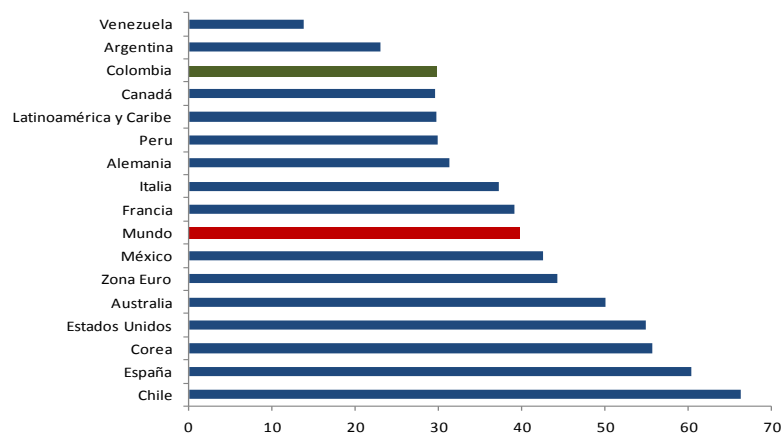


Fuente: Banco Mundial – Cálculos: Asobancaria

Este problema no parece exclusivo de Colombia. La gran mayoría de los países de la región tiene unos mercados de deuda privada rezagados, no solamente de la profundidad que alcanzan en las economías más avanzadas, sino inclusive de la que correspondería a su desarrollo económico. Sin embargo otros, como Brasil, Chile y México, han logrado avanzar de manera destacada en la dirección deseada.

Estos resultados no deben ser desalentadores para el mercado de deuda privada local. De hecho, al comparar la participación de la deuda corporativa dentro del total de emisiones en bonos para varios países, se observa que, si bien Colombia está por debajo de los países industrializados, está muy cerca del promedio de Latinoamérica. (Ver Gráfico 2).

**Gráfico 2. Deuda corporativa sobre el total emitido en bonos**



Fuente: Banco Mundial.

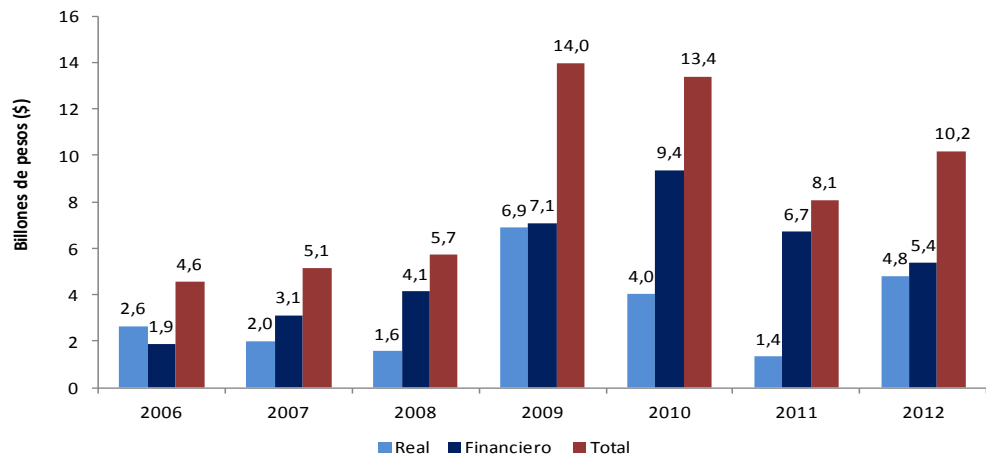
De esta manera, se puede pensar que el verdadero reto que el país debe plantearse es la profundización del mercado de valores en su conjunto, de forma tal que se pueda aprovechar como un mecanismo eficiente de canalización del ahorro para financiar el desarrollo económico e incentivar la llegada de nuevos inversionistas, los cuales puedan impulsar la liquidez del mercado.

En este sentido, debemos tener en cuenta que los países de América Latina que han logrado avanzar en el desarrollo de su mercado de deuda privada, tales como Chile y México, realizaron esfuerzos conscientes de promoción de sus mercados de valores. Por este motivo, las medidas que se tomen en Colombia no pueden dejar de lado la necesidad de promover la inclusión, la negociación y la eficiencia de las infraestructuras.

## Evolución reciente del mercado de deuda privada

La evolución que el mercado de deuda privada ha tenido en Colombia en tiempos recientes muestra que es posible mejorar el acceso. Las cifras de los procesos de emisión realizadas a través de la Bolsa de Valores de Colombia pueden complementar este análisis. En este sentido, en el mercado local de deuda privada los agentes han logrado conseguir en promedio recursos por COP 11,5 billones de pesos durante los últimos años (2009-2012). Uno de los aspectos más relevantes de este proceso es la participación cada vez más dinámica de las empresas del sector real, a pesar de que el sector financiero es el mayor emisor de deuda privada (gráfico 3). Así mismo, se destaca que en lo corrido de 2013 se han realizado emisiones por un valor de COP 2,7 billones frente a los COP 1,8 billones colocados en el mismo periodo de 2012.

**Gráfico 3. Monto colocado por tipo de sector (2006 – 2013\*)**



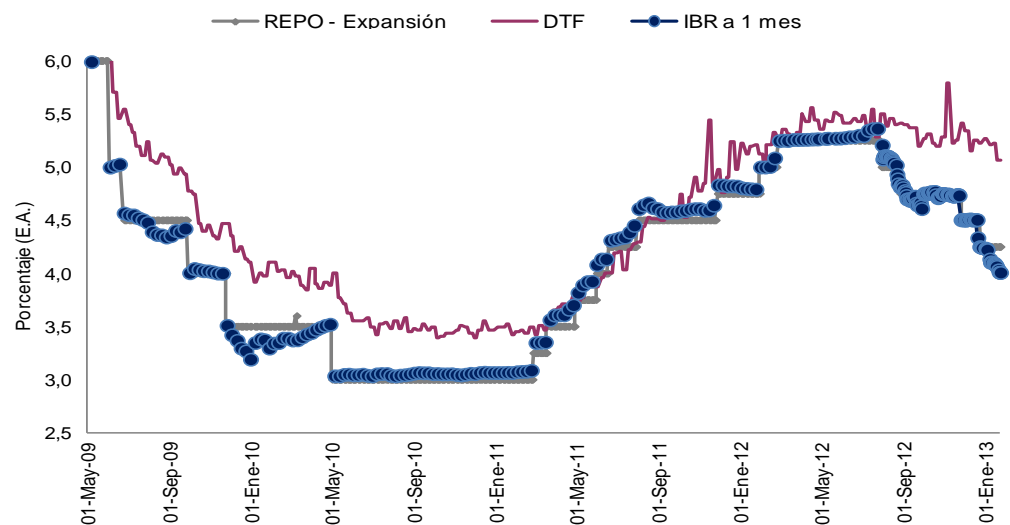
Fuente: Bolsa de Valores de Colombia – Cálculos: Asobancaria

Los resultados positivos que se presentaron durante los últimos cuatro años en el mercado se generaron por el comportamiento de las tasas de interés. Por un lado, durante 2009 las bajas tasas de interés que se presentaban en el sistema financiero llevaron a las empresas a encontrar incentivos para financiarse a costos históricamente bajos, tendencia que se mantuvo durante 2010. En el caso particular de las entidades financieras, los bajos niveles de las tasas de interés llevaron a una caída en la captación a través de CDT, lo cual afectó una de sus fuentes primarias de financiación. Por eso acudieron al mercado de deuda privada como fuente sustituta de financiación.

Esta tendencia se debilitó durante los siguientes dos años, debido al nuevo ciclo alcista en tasas de interés implementado por el Banco de la República y los efectos que ha traído sobre el mercado las normas en materia de liquidez expedidas a principios de 2012. En el primer caso, el alza hizo que las tasas de referencia de emisión, como la DTF o el IBR, comenzaran a aumentar, generando mayores costos en el servicio de deuda para las empresas emisoras (gráfico 4).

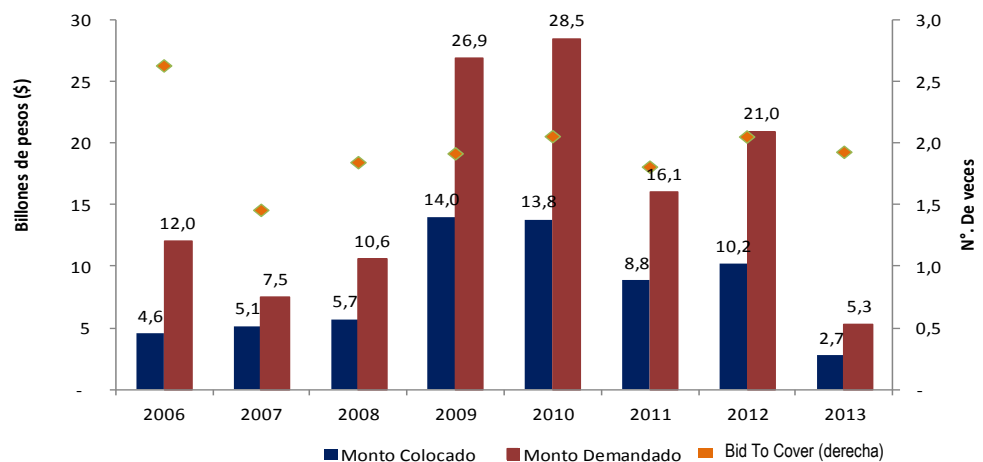
En el caso de la administración del riesgo de liquidez, las modificaciones sobre la definición de activos líquidos incluyeron los 3/7 del valor de la deuda privada. Aun así, el costo de oportunidad al que se enfrentan los administradores es el de invertir en títulos de deuda pública que computan al 100% dentro del indicador y que sirven para realizar operaciones de fondeo con el Banco de la República; o, invertir en títulos de deuda privada que computan en un proporción muy inferior y que su uso como garantía en las operaciones de fondeo es potestad del banco central. Así que es muy probable que la composición de este indicador este afectando el apetito de los inversionistas, especialmente los bancos, por la deuda privada.

**Gráfico 4. Principales tasas de referencias de emisión y tasa repo**



Fuente: Banco de la República

**Gráfico 5. Monto colocado, demandado y bid to cover (2006 – 2013\*)**

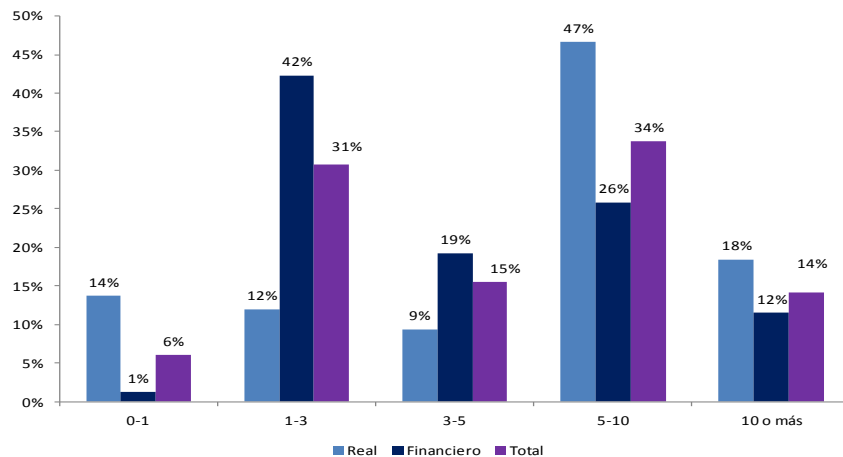


Fuente: Bolsa de Valores de Colombia – Cálculos: Asobancaria  
 \*Cifras a febrero de 2013

A pesar de ello, el apetito de los inversionistas se mantuvo. Durante los últimos dos años la demanda (*bid to cover*) continuó superando en promedio dos veces el monto ofrecido en casi todas las subastas (gráfico 5).

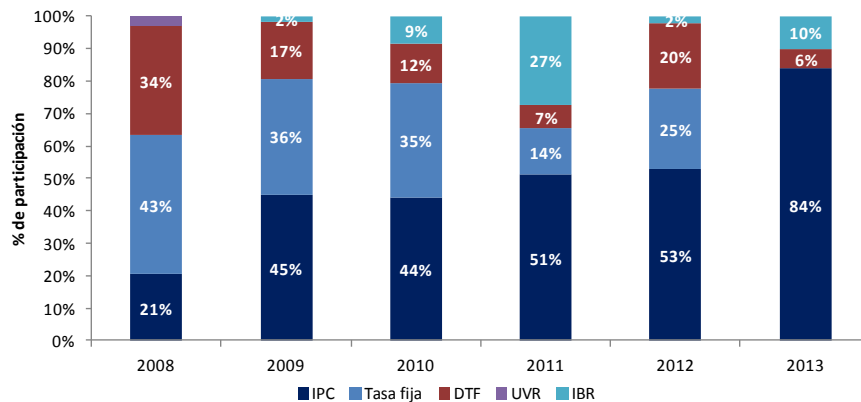
En términos de duración de la deuda emitida, el sector financiero presenta una preferencia por los recursos entre uno y tres años, periodo en el cual se concentra el 42% de sus colocaciones. El horizonte temporal es más amplio para el caso del sector real, el cual coloca un 47% entre cinco y diez años. Aún así, es importante destacar que la emisión de deuda privada mayor a 10 años representa el 18% del total de las emisiones realizadas para el sector real, mientras que el sector financiero contribuye con un 12%, a finales de 2012 (gráfico 6).

**Gráfico 6. Duración de la deuda colocada (2006 – 2013\*)**



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia – Cálculos: Asobancaria

**Gráfico 7. Estructura de la deuda colocada**



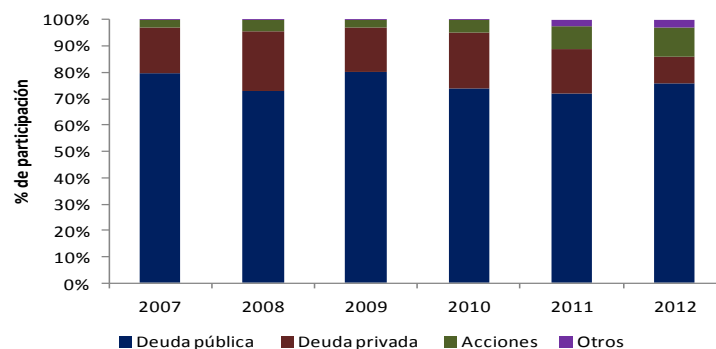
Fuente: Bolsa de Valores de Colombia – Cálculos: Asobancaria

Durante los tres últimos años las características de emisión de las colocaciones realizadas por las diferentes empresas han presentado cambios considerables, principalmente en las tasas de referencia. Durante 2008, la mayoría de las emisiones eran realizadas a tasa fija y a DTF, mientras que en 2009 se presentó un cambio que llevó a que las colocaciones realizadas a IPC pasaran a representar el 57%. En 2010, los títulos indexados a IPC representan el 50% emitido, mientras que las otras referencias no presentan cambios significativos.

Con la entrada del IBR al mercado monetario, se observa a partir de 2009 mayor aceptación del indicador por parte de las entidades financieras, las cuales han empezado a utilizarlo como tasa de referencia en la emisión de bonos debido a que este refleja en una mejor manera las decisiones de política monetaria (gráfico 6). Lo anterior ha generado que entre 2009-2012 se hayan realizado emisiones de bonos indexados al IBR por un monto equivalente a COP 4 billones, de los cuales se encuentran todavía vigentes COP 2,1 billones. Así mismo, se destaca el hecho de que en 2011 compañías del sector real decidieron emitir deuda indexada a este indicador.

En materia de negociación, el mercado de renta fija local continúa presentando una mayor preferencia por los títulos de deuda pública al concentrar entre 2007 y 2012 en promedio el 76% de las transacciones que se realizan en este mercado. En contraste, la deuda privada representa en promedio, el 18% de las operaciones que se realizan a través de la BVC. Así mismo, se resalta que durante los años en los que se alcanzaron los máximos en emisión de deuda privada, se presentó un mayor dinamismo en la negociación de estos instrumentos.

**Gráfico 8. Volumen de negociación acumulado por tipo de instrumento**



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia – Cálculos: Asobancaria

Pero los últimos años han mostrado que la falta de profundidad del mercado responde a la poca liquidez de los instrumentos que, sumado a la ausencia de curvas de rendimientos que reflejen adecuadamente la información de este mercado, dificulta la llegada de inversionistas de riesgo que quieran administrar portafolios con este tipo de títulos. Adicionalmente, las reducidas posibilidades para utilizar estos instrumentos como garantías en operaciones de derivados financieros o del mercado monetario, desincentiva la tenencia de estos por parte de los participantes del mercado de valores.



## Experiencia internacional

Internacionalmente se ha promocionado el desarrollo del mercado de deuda privada a través de dos caminos. En primer lugar, se ha buscado facilitar el proceso de emisión para las entidades que ya son actores recurrentes en el mercado. Este es el caso de la regulación implementada en 2005 por la Comisión de Bolsa y Valores de Estados Unidos (SEC, por sus siglas en inglés), mediante la cual se estableció una categoría de emisores, conocida como Well-Known Seasoned Issuers (WKSI).

Los WKSI son empresas con una capitalización mayor a 700 millones de dólares, o con emisiones superiores a un billón de dólares durante los últimos tres años en cualquier tipo de instrumento. Debido a que estas empresas ya tienen una cantidad importante de instrumentos en el mercado, la SEC considera conveniente disminuir los requisitos de divulgación y registro de cada emisión, para promover una mayor eficiencia en la formación de capital, a través del aprovechamiento de las condiciones vigentes en el mercado, todo esto sin ir en detrimento de los principios de protección al consumidor financiero. En particular, los WKSI, respecto al resto de emisores que pueden hacer uso del registro automático, tienen la posibilidad de inscribir instrumentos con características distintas a los que se habían registrado anteriormente, así como inscribir valores tanto en el mercado primario como en el secundario usando la misma autorización.

Desde su implementación, la SEC ha recibido más de catorce mil notificaciones de registro automático por parte de WKSI. De hecho, apenas en los dos primeros meses de 2013, han hecho uso de esta autorización alrededor de 370 empresas, entre las que se encuentran reconocidas firmas internacionales como Adobe Systems, General Electric y Time Warner.

Otro aspecto en el que se han presentado importantes avances en los mercados internacionales de deuda privada es en la inclusión de pequeñas y medianas empresas (pymes) en los mercados de valores. La posibilidad de tener valores inscritos en una bolsa de valores reviste una gran oportunidad para las pymes ya que les permite acceder a mejores y más variadas opciones de financiamiento. Además, una empresa listada en bolsa tiene ventajas frente a otras empresas del mismo sector, debido a que su imagen tendrá un mayor estatus ante sus clientes y proveedores. De igual forma, la divulgación de información sobre gobierno corporativo al público genera una percepción de que la empresa es más transparente y eficiente y está mejor administrada.

En este sentido, el caso más exitoso a nivel internacional es el Alternative Investment Market (AIM) de la London Stock Exchange. Desde su creación en 1995, el AIM ha ayudado al crecimiento de más de 3.000 empresas, a través de la obtención de más de 60 millones de libras esterlinas para la financiación de nuevas metas de expansión y desarrollo. El éxito del AIM se basa en que el marco regulatorio fue creado específicamente para cubrir las necesidades de las pymes, pero manteniendo una protección adecuada al inversionista. De esta manera, a diferencia de los requisitos para listarse directamente en bolsa, para entrar al AIM no es necesario que la empresa tenga una capitalización mínima, ni que haya realizado con anterioridad inversiones en valores inscritos en bolsa. Además, tampoco es necesario que las emisiones tengan un monto mínimo.

Adicionalmente, desde que la empresa solicita su ingreso al AIM, debe nombrar un consejero designado, conocido como nomad, el cual se debe escoger de la lista de nomads autorizados por el AIM. El nomad está a cargo de realizar el acompañamiento a la empresa durante todas las etapas del proceso de emisión, recomendando las estrategias más adecuadas para obtener financiación, dependiendo de las características de la compañía. Además, el nomad se encarga de certificar ante el AIM que la empresa tenga las características adecuadas para entrar al mercado, incluyendo la capacidad de los directores de convertirse en la junta directiva de una empresa listada. De esta manera, el nomad se convierte en la herramienta para asegurar la protección de los inversionistas.

Otras bolsas han emulado con éxito el esquema de funcionamiento del AIM. Entre otros, cabe mencionar el NYSE Alternext que funciona en los mercados de Amsterdam, Bruselas, Lisboa y París. Este empezó a funcionar en 2005 y cuenta actualmente con la participación de 200 empresas. También se resalta el Mercado Alternativo Bursátil de España, el cual entró en funcionamiento en junio de 2009 y actualmente ya cuenta con 21 empresas cotizadas, las cuales han alcanzado una capitalización de 581 millones de euros para junio de 2012. En Latinoamérica, se han dado avances importantes en Brasil, con la implementación del segmento Bovespa Mais en 2011, y en Perú con la creación del Mercado Alternativo de Valores en 2012. En todos los casos, se requiere un asesor similar a los nomads del AIM, como intermediario autorizado para la entrada de las pymes a estos segmentos especializados.

### **La reforma al segundo mercado**

Colombia ha tenido grandes avances mediante la reglamentación de la Ley del Mercado de Valores (Ley 964 de 2005), la expedición del Decreto 4800 de 2010 y la delimitación que se estableció en el Decreto Único entre el mercado principal y el segundo mercado.

En este sentido, el segundo mercado está compuesto por inversionistas profesionales e institucionales, los cuales tienen el conocimiento suficiente del mercado para que se puedan reducir los requisitos de información a los emisores. Este se constituye en un escenario ideal para establecer un mercado especializado para empresas pequeñas y medianas, en el cual se implemente un marco simplificado de regulación, incluyendo menores condiciones de divulgación de información y menos límites a la participación de los inversionistas, por ejemplo, por la calificación de los títulos.

Sin embargo, aún existen una serie de barreras para aquellas entidades que deciden recurrir a este mercado. Entre los principales problemas que se presentan se encuentran los largos tiempos para la aprobación de los procesos de emisión, el envío de información excesivamente detallada a las instancias involucradas en la emisión (supervisor, bolsa y depósito de valores), la inoperatividad de las opciones de inscripción automática y las altas tarifas cobradas por el supervisor y las infraestructuras. Así mismo, se resalta la escasa participación de inversionistas extranjeros y la falta de inversionistas especializados en los títulos que se negocian en este mercado.

Lo anterior lleva a que las alternativas de inversión que se ofrecen están esencialmente asociadas con el mercado de contado y pocas incorporan alternativas más complejas que permitan diversificar las estrategias de negociación. Igualmente, la información y los análisis que realizan los emisores sobre sus condiciones financieras y bursátiles es poca y en algunos casos inexistente.

Frente a estos temas, el Gobierno Nacional, mediante el Ministerio de Hacienda y Crédito Público, ha venido desarrollando una propuesta que tiene como fin mejorar las condiciones para el desarrollo del mercado de deuda privada. En este sentido, se ha planteado una estrategia centrada en mejorar los procesos de originación y negociación de títulos con el fin de generar nuevos estándares que faciliten el acceso al mercado de valores, la cual contempla los siguientes puntos:

- a. Elegibilidad de los inversionistas a los que van dirigidas las emisiones: El MHCP considera necesario que se debe redefinir la clasificación de inversionistas profesionales, con el fin de incorporar agentes que posean un determinado monto para invertir en valores (COP 120 millones), así mismo se plantea la posibilidad de que la calificación crediticia no se convierta en un requisito al que deban ajustarse las entidades sino que se les de la potestad de analizar los riesgos y las oportunidades de negocio al momento de invertir sus recursos.
- b. Requerimientos de divulgación de información y autorización de la autoridad de supervisión o regulador financiero: En Colombia, el trámite inscripción no aclara el tipo de información a remitir por el emisor a la SFC, por lo cual en la práctica los emisores y los correspondientes asesores terminan enviando los mismos documentos necesarios en un proceso de oferta pública de valores.

En tal sentido, es necesario adecuar regulatoriamente los niveles de información requeridos a un documento más simple para ser enviado por el emisor a la SFC, que resuma solamente los aspectos principales de la emisión, que permita que esta autoridad tenga un proceso más ágil de revisión y se disminuya el periodo de aprobación por parte del supervisor.

- c. Tipo de valores a invertir: La reforma que pretende realizar el gobierno pretende que las compañías de todo tipo se incorporen al mercado de valores. Sin embargo, este acceso se debe realizar mediante instrumentos que se ajusten al tamaño patrimonial y productivo de las empresas. En este sentido, se promoverá que empresas medianas y grandes emitan bonos, mientras que los nuevos emisores y las pequeñas compañías se financien mediante papeles comerciales.
- d. Normas antifraude: La experiencia internacional destaca que las compañías emisoras deben asegurar que la información disponible hacia el mercado es idónea y confiable. Por lo tanto, se debe promover la creación de herramientas que permitan asegurar la veracidad de los datos suministrados y las sanciones que corrijan conductas inapropiadas.
- e. Otros agentes: Es necesario revisar el papel que juegan los intermediarios que intervienen en el proceso de emisión, como los abogados, los contadores, y los

banqueros de inversión, entre otros, quienes hoy en día no tienen una responsabilidad regulatoria en este tipo de actividades pero que sí juegan un rol preponderante en la recopilación y divulgación de la información que va ser entregada a los inversionistas.

### **Consideraciones finales**

De acuerdo con las experiencias internacionales que han tenido éxito, existen tres aspectos en los cuales se puede avanzar en la regulación del mercado de valores colombiano para la promoción de la deuda privada.

En primer lugar, sería muy positivo para el mercado de valores colombiano el establecimiento de un marco regulatorio para emisores recurrentes, basado en la regulación de los WKSJ. Dentro de este, los emisores podrían tener mayor flexibilidad y simplicidad para la inscripción de valores, en aspectos tales como el monto de emisión, el tipo de valores a emitir, la información requerida en los prospectos y los plazos para la promoción preliminar de los valores.

Por otra parte, se debe potenciar el modelo de mercado alternativo en Colombia, aprovechando la delimitación que se ha establecido en el Decreto Único entre el mercado principal y el segundo mercado. Adicionalmente, se hace necesario establecer requisitos de idoneidad, experiencia, respaldo patrimonial, así como unas condiciones de responsabilidad civil para las entidades que busquen cumplir las funciones de asesoría que se requerirán para la correcta operatividad del mercado alternativo.

En este sentido, se podría establecer que, al menos en relación con el patrocinio de pymes en el segundo mercado, la función de asesoría solo pueda ser llevada a cabo por una entidad vigilada por la Superintendencia Financiera, de forma tal que se pueda tener mayor confianza en los valores que sean transados en el mercado alternativo.

Si bien es importante que la oferta del Gobierno establezca las condiciones bajo las cuales las pymes puedan tener acceso al mercado, también se debe tener en cuenta que estas deben ir complementadas por otras disposiciones que aseguren que los inversionistas interesados cuenten con toda la información disponible para poder asegurar una formación eficiente de precios que incentive la negociación y por ende la liquidez del mercado, no solamente para las grandes empresas.

Consideramos que los esfuerzos que actualmente realizan las autoridades están encaminados a mejorar las condiciones del mercado de deuda privada. Adicionalmente, si se logra materializar los objetivos establecidos por el Gobierno Nacional, se podría profundizar el desarrollo de este mercado y ampliar la posibilidad de que pequeñas y medianas empresas accedan a recursos para su aparato productivo utilizando el mercado de capitales.

# Colombia. Principales Indicadores Macroeconómicos

	2009 2010		2011					2012				2013	
			T1	T2	T3	T4	Total	T1	T2	T3	T4	Proy.	Proy.
PIB Nominal (COP MM)	<b>504.6</b>	<b>543.7</b>	147	152	156	161	<b>616</b>	161.4	164.6	163.1	174.3	<b>663.3</b>	<b>718.4</b>
PIB Nominal (USD B)	<b>247</b>	<b>284</b>	78	85	81	83	<b>317</b>	90.0	92.2	90.6	98.6	<b>375.1</b>	<b>400.0</b>
<b>Crecimiento Real</b>													
PIB real (% Var. Interanual)	<b>1.7</b>	<b>4.0</b>	5.1	4.9	7.5	6.2	<b>5.9</b>	4.8	4.9	2.1	3.6	<b>3.8</b>	<b>4.3</b>
<b>Precios</b>													
Inflación (IPC, % Var. Interanual)	<b>2.0</b>	<b>3.2</b>	3.2	3.2	3.7	3.7	<b>3.7</b>	3.4	3.2	3.1	2.4	<b>2.4</b>	<b>2.9</b>
Inflación básica (% Var. Interanual)	<b>2.7</b>	<b>2.6</b>	2.8	3.1	3.0	3.2	<b>3.2</b>	3.0	3.2	3.3	3.0	<b>3.0</b>	...
Tipo de cambio (COP/USD fin de periodo)	<b>2044</b>	<b>1914</b>	1879	1780	1915	1943	<b>1943</b>	1792	1785	1801	1768	<b>1768</b>	<b>1796</b>
Tipo de cambio (Var. % interanual)	<b>-8.9</b>	<b>-6.4</b>	(2.5)	-7.1	6.4	1.5	<b>1.5</b>	-4.7	0.2	1.1	-7.7	<b>-9.0</b>	<b>1.6</b>
<b>Sector Externo</b>													
Cuenta corriente (% del PIB)	<b>-2.0</b>	<b>-3.1</b>	-2.3	-2.5	-3.5	-3.1	<b>-3.0</b>	-1.8	-3.5	-4.0	...	<b>-2.9</b>	<b>-2.9</b>
Cuenta corriente (USD mmM)	<b>-5.0</b>	<b>-8.9</b>	-1.8	-2.2	-2.8	-2.5	<b>-9.4</b>	-1.6	-3.2	-3.6	...	<b>-10.7</b>	<b>-12.5</b>
Balanza comercial (USD mmM)	<b>2.1</b>	<b>2.0</b>	1.2	1.7	0.9	-0.6	<b>3.2</b>	2.5	1.0	0.5	...	...	...
Exportaciones F.O.B. (USD mmM)	<b>32.6</b>	<b>39.5</b>	12.5	14.5	14.2	0.3	<b>41.5</b>	15.2	14.8	14.2	...	...	...
Importaciones F.O.B. (USD mmM)	<b>30.5</b>	<b>37.5</b>	11.3	12.7	13.3	0.9	<b>38.3</b>	12.7	13.8	13.7	...	...	...
Servicios (neto)	<b>-2.8</b>	<b>-3.5</b>	-0.9	-1.0	-1.0	-1.2	<b>-4.2</b>	-1.1	-1.4	-1.4	...	...	...
Renta de los factores	<b>-9.3</b>	<b>-11.9</b>	-3.2	-4.0	-4.2	-3.7	<b>-15.1</b>	-4.1	-3.9	-3.8	...	...	...
Transferencias corrientes (neto)	<b>4.6</b>	<b>4.5</b>	1.1	1.1	1.4	1.4	<b>5.0</b>	1.1	1.2	1.1	...	...	...
Inversión extranjera directa (USD mM)	<b>7.1</b>	<b>6.7</b>	3.5	3.0	3.8	2.9	<b>13.3</b>	3.7	4.1	3.9	...	...	...
<b>Sector Público (acumulado)</b>													
Bal. primario del Gobierno Central (% del PIB)	<b>-1.1</b>	<b>-1.1</b>	1.0	1.3	1.0	-0.4	<b>-0.1</b>	0.9	3.6	3.9	...	<b>0.3</b>	...
Bal. del Gobierno Central (% del PIB)	<b>-4.1</b>	<b>-3.9</b>	0.6	1.3	0.9	-2.8	<b>-2.8</b>	0.5	2.4	1.9	...	<b>-2.4</b>	<b>-2.2</b>
Bal. primario del SPNF (% del PIB)	<b>0.9</b>	<b>-0.1</b>	...	...	...	...	<b>1.1</b>	...	...	...	...	<b>0.1</b>	...
Bal. del SPNF (% del PIB)	<b>-2.4</b>	<b>-3.1</b>	1.3	2.8	2.3	-1.8	<b>-1.8</b>	1.5	4.4	2.3	...	<b>-1.2</b>	<b>-1.0</b>
<b>Indicadores de Deuda</b>													
Deuda externa bruta (% del PIB)	<b>22.7</b>	<b>22.4</b>	20.4	20.7	21.7	22.8	<b>22.8</b>	20.7	20.5	21.5	...	...	...
Pública (% del PIB)	<b>15.7</b>	<b>13.7</b>	12.0	11.9	12.5	12.9	<b>12.9</b>	11.9	11.8	12.2	...	...	...
Privada (% del PIB)	<b>7.0</b>	<b>8.7</b>	8.4	8.8	9.2	10.0	<b>10.0</b>	8.8	8.6	9.3	...	...	...
Deuda del Gobierno (% del PIB, Gob. Central)	<b>37.7</b>	<b>38.4</b>	36.3	34.2	35.1	35.8	<b>35.4</b>	33.9	33.2	32.9	...	<b>35.1</b>	<b>33.9</b>

Fuente: PIB y Crecimiento Real – DANE y Banco de la República, proyecciones Asobancaria. Sector Externo – DANE y Banco de la República, proyecciones MHCP. Sector Público y respectivas proyecciones - MHCP. Indicadores de deuda – DANE, Banco de la República, Departamento Nacional de Planeación; proyecciones DNP y MHCP.

## Colombia. Estados financieros\*

	dic-12 (a)	nov-12	dic-11 (b)	Var real anual entre (a) y (b)
<b>Activo</b>	<b>337,569</b>	<b>328,818</b>	<b>295,955</b>	<b>11.3%</b>
Disponible	24,098	20,704	20,031	17.4%
Inversiones	63,178	60,715	56,405	9.3%
Cartera Neta	155,717	217,483	191,043	-20.4%
Consumo Bruta	66,120	65,444	56,243	14.8%
Comercial Bruta	13,911	136,703	122,599	-88.9%
Vivienda Bruta	19,095	18,675	15,425	20.8%
Microcrédito Bruta	66,799	6,611	5,528	1079.7%
Provisiones**	10,208	9,950	8,753	13.8%
Consumo	4,264	4,154	3,406	22.2%
Comercial	5,124	5,015	4,667	7.2%
Vivienda	453	434	421	5.0%
Microcrédito	367	348	258	38.6%
Otros	94,576	29,915	28,476	224.2%
<b>Pasivo</b>	<b>290,550</b>	<b>283,102</b>	<b>256,448</b>	<b>10.6%</b>
Depósitos y Exigibilidades	223,634	216,518	189,519	-75.8%
Cuentas de Ahorro	109,217	106,392	94,891	12.4%
CDT	66,941	67,014	50,906	28.4%
Cuentas Corrientes	39,550	35,981	36,145	6.8%
Otros	7,924	7,130	7,576	2.1%
Otros pasivos	66,916	66,584	66,929	-2.4%
<b>Patrimonio</b>	<b>47,019</b>	<b>45,716</b>	<b>39,507</b>	<b>16.2%</b>
<b>Ganancia/Pérdida del ejercicio</b>	<b>6,561</b>	<b>5,896</b>	<b>5,807</b>	<b>10.3%</b>
Ingresos por intereses	26,503	24,146	20,529	26.0%
Gastos por intereses	10,322	9,416	7,070	42.5%
Margen neto de Intereses	16,163	14,715	13,436	17.4%
Ingresos netos diferentes de Intereses	9,841	8,952	8,607	11.6%
Margen Financiero Bruto	26,004	23,667	22,043	15.2%
Costos Administrativos	12,079	10,893	10,729	9.9%
Provisiones Netas de Recuperación	3,592	3,229	2,339	49.9%
Margen Operacional	10,333	9,544	8,974	12.4%
<b>Indicadores</b>				Variación (a) - (b)
Indicador de calidad de cartera	<b>2.78</b>	<b>2.93</b>	<b>2.47</b>	<b>0.31</b>
Consumo	4.70	4.89	4.21	0.49
Comercial	1.83	1.95	1.59	0.24
Vivienda	2.35	2.45	2.60	-0.25
Microcrédito	5.03	5.10	3.88	1.15
Cubrimiento**	<b>162.46</b>	<b>153.35</b>	<b>181.89</b>	<b>-19.42</b>
Consumo	137.25	129.93	143.95	-6.70
Comercial	200.88	188.36	239.91	-39.03
Vivienda	101.02	95.02	104.95	-3.92
Microcrédito	109.33	103.00	120.40	-11.07
ROA	2.09%	2.06%	2.14%	0.00
ROE	15.07%	14.90%	16.28%	-0.01
Solvencia	n.d.	15.48%	14.23%	n.d.

1/ Calculado como la diferencia entre ingresos y gastos por intereses menos Prima amortizada de cartera - cuenta PUC 510406

2/ Indicador de calidad de cartera en mora = Cartera Vencida /Cartera Bruta.

\*Datos mensuales a diciembre de 2012 del sistema bancario. Cifras en miles de millones de pesos. Fuentes y cálculos Asobancaria.

\*\* No se incluyen otras provisiones. El cálculo del cubrimiento tampoco contempla las otras provisiones.