



COSTOS IMPIDEN A LAS PYME ENDEUDARSE POR BOLSA

Sandra Rocío Mateus Guerrero

Tomado de la Republica. 26/09/03

Llevar a cabo una emisión de bonos por 30.000 millones de pesos, con plazo de cinco años, le representa a la empresa que la realiza un costo aproximado de 23.000 millones de pesos.

Esto, teniendo en cuenta los **gastos de estructuración de la operación, administrativos y pago de intereses**, tomando como referencia una tasa de IPC + 7 puntos, a la cual en promedio, están saliendo en la actualidad este tipo de operaciones.

Ahora, si para acceder a estos recursos esa misma empresa acude al sector financiero y obtiene un crédito por igual cuantía, los costos pueden variar, dependiendo del nivel al cual se encuentren los intereses al momento de contraerlo.

Hoy, las tasas activas de la banca están bajas. En promedio, para créditos corporativos el sistema aplica una tasa equivalente a DTF + 6 o 7 puntos, así que, en el ejemplo citado, los costos de estos recursos pueden estar entre un rango de 13.000 y 17.000 millones de pesos, aunque, a diferencia de los cálculos hechos para el mercado de capitales, aquí hay factores que hacen que esta cuenta no sea tan exacta, tal como se explicará más adelante.

Si una pequeña o mediana empresa, como han sido las buenas intenciones del gobierno, quisiera analizar la opción de emitir papeles en el mercado de capitales para apalancar su operación, de entrada enfrentaría fuertes barreras.

Analistas de banca de inversión consultados, coincidieron en afirmar que en Colombia aún está muy lejos el momento en que sociedades de pequeño o mediano tamaño ingresen al mercado de capitales a emitir bonos, no sólo por los costos que ello les representa sino por el proceso mismo a seguir y las exigencias de quienes podrían ser sus compradores.

Con relación al primero de los puntos, quién piense llegar a ofrecer papeles en el mercado colombiano, debe ser consciente de que su empresa **deberá abrirse ante terceros, tener un código de gobierno**

corporativo y acabar con la mentalidad de una empresa cerrada.

Esto, dijeron los consultados, no es fácil si se tiene en cuenta que la mayoría de las sociedades en el país de ese tamaño tienen una estructura familiar, en donde las decisiones las toma el dueño de la firma y permiten en pocas ocasiones que ajenos a ella formen parte de las determinaciones que allí se toman.

Sin embargo, es en lo relacionado con la calificación de riesgo donde se encuentra tal vez uno de los mayores obstáculos, pues aunque pueden someterse al proceso de calificación y asumir los costos de ello, muy difícilmente los inversionistas institucionales (como los fondos de pensiones y cesantías) se interesaran en ese papel.

La razón es que en el caso de las pequeñas y medianas empresas, la calificación de riesgo generalmente se ubica en la escala AA hacia abajo.

“Los fondos de pensiones y de cesantías no le han abierto las puertas a calificaciones de mayor riesgo y son ellos precisamente los principales compradores”, consideró uno de ellos.

Y eso que aquí se está hablando sólo de emisión de bonos, pues hablar de una operación con acciones es aún más complicado, dado que experiencias como las realizadas por ISA o la ETB recientemente, si bien demuestran el potencial que tienen este tipo de operaciones de democratización en Colombia, también es cierto que se trata de firmas de reconocida trayectoria y por ello el éxito. Por eso consideraron, el primer paso debe ser siempre el de los bonos, en donde no se compromete la propiedad misma de la compañía.

Los costos

Para la gran empresa, desde el momento mismo en que decide salir en busca de recursos para inversión, tiene que comenzar a echar lápiz y papel.

En el caso de emisiones en el mercado de capitales, las primeras erogaciones están en la búsqueda de la **calificación**, la inscripción ante el **Registro Nacional de Valores**, la contratación de una firma **banca de inversión** que estructure el proceso, el registro ante la **Bolsa de Valores de Colombia**, contratar a al representante legal de los tenedores de los bonos, que generalmente es una **fiduciaria**, y el contrato con el administrador de la emisión que es **Deceval**.

Estos costos se fijan generalmente con base en un porcentaje del total a emitir o del patrimonio en algunos casos. Para el ejemplo tomado al comienzo de este informe, es decir una emisión de bonos a

cinco años por 30.000 millones de pesos, estos costos iniciales podrían ascender aproximadamente a 250 millones de pesos.

Ahora, durante los siguientes años de la emisión, adicional al pago periódico de **intereses** (el período lo fija el emisor: dos meses, trimestral, semestral...), también se debe incurrir en costos adicionales, entre los que se encuentran **custodia-** registro administración de Deceval, representación legal de tenedores, **sostenimiento anual en la bolsa y el RNVI y actualización anual de la calificación**. En el ejemplo citado, el pago de intereses, teniendo en cuenta un IPC más un spread de 7 por ciento, la suma podría ascender a 22.900 millones de pesos, en tanto que los ítems administrativos mencionados llegan a 243 millones de pesos durante la vida de los papeles emitidos.

Con los bancos

Los costos de un crédito financiero para una gran empresa no dependen exclusivamente de las tasas de interés que el mercado esté manejando en ese momento.

Son el resultado de la conjugación de varios factores, que, dependiendo de la situación de la compañía que requiere los recursos, pueden jugar a favor o en contra.

Se parte de la base de que cada entidad financiera tiene sus propios criterios para analizar de una parte a sus clientes y la conveniencia de aceptar o no la adjudicación de un crédito. En el primero de los casos, frente a sus clientes, se cuentan factores como la fidelidad con la institución financiera, lo que les representa en materia de rentabilidad no sólo por la operación que solicitan sino por otros servicios que tengan contratados y, en caso de que no sea así, de que no haya una relación previa, el potencial que les represente para una más profunda relación. “Ya no estamos en el “canibalismo” que se vivió en otros años, cuando se trataba de cómo ganar clientes aún a costa de nuestro P&G. Ahora somos más conscientes de que no podemos generar pérdida de valor a nuestros accionistas”, aseguró un alto directivo de una institución financiera. Teniendo en cuenta lo anterior, un crédito puede salir muy barato, o muy costoso, dependiendo del análisis que la entidad financiera haya realizado. Ello se traduce en que los bancos pueden aprobar desembolsos con **tasas preferenciales**, lo cual abarata el crédito, también pueden existir ofertas de recursos a tasas más altas que encarecen la operación.

Se debe tener en cuenta que cuando se trata de sumas como la que se ha tomado en este ejemplo, las dos alternativas: crédito y mercado de capitales, deben ser analizadas por los empresarios. Sin embargo y en ello coinciden los representantes de los dos sectores, cuando se trata de sumas más elevadas, más de 300.000 millones de pesos, por ejemplo, para financiar la ejecución de mega proyectos, definitivamente la salida está en el mercado de capitales, dado que los bancos tienen topes de respaldo patrimonial que no pueden ser sobrepasados y, si bien existe la opción de **créditos sindicados en donde se reúnen varias entidades para la operación, puede ser más spendiosos y, obviamente más costoso**.

Frente al crédito Ventajas de los bonos

Bajo costo frente a otras alternativas de financiación

Amortización total del capital al final de su vigencia o amortizaciones parciales a opción del emisor

Flexibilidad en el tipo de rendimiento. Se pueden ofrecer alternativas que paguen los intereses con base en la DTF, inflación, devaluación.

No requiere la constitución de garantías reales

- Diferentes formas de estructuración (opción call, opción put)

A partir de un año de suscripción, el emisor puede adquirir sus bonos a través de Bolsa

Crédito financiero Pasos a seguir

Solicitud del crédito

Aprobación del cupo de crédito (anexar balances, flujos de caja, estados financieros y proyecto de inversión para análisis de viabilidad, entre otros)

Si es aprobado, constitución de la garantía que puede ser sobre inventarios, personal o hipotecaria, siendo la más común esta última.

- Contratación de pólizas de seguros sobre los bienes que formen parte de la garantía, para lo cual se debe llevar a cabo un avalúo previo.

Todos los costos anteriores corren por cuenta del solicitante.

Tiempo del proceso entre la aprobación y la firma del crédito: entre 1 y 3 meses dependiendo la suma solicitada, la agilización de las garantías y pólizas y el grado de quién deba autorizar el crédito, pues si se trata de una suma muy alta generalmente el visto bueno debe venir de las altas directivas del banco y el proceso es más dispendioso.