



**UNIVERSIDAD
DEL PACÍFICO**
FACULTAD DE ECONOMÍA
Y FINANZAS

**PRÉSTAMOS VERSUS BONOS, VENTAJAS Y DESVENTAJAS DE
CADA TIPO DE DEUDA DESDE EL PUNTO DE VISTA DE LA
EMPRESA**

**Trabajo de Suficiencia Profesional
presentado para optar al Título profesional de
Licenciado en Economía**

**Presentado por
Luis Eduardo Falen Zevallos**

Lima, enero 2020

Resumen ejecutivo

Esta investigación busca evaluar dos de los instrumentos de deuda corporativa más empleados: los préstamos bancarios y los bonos corporativos. Así, partiendo del marco teórico de la estructura de capital buscamos entender la decisión de las empresas al momento de optar por una opción de financiamiento. Encontramos que, si bien una variable importante para tomar esta decisión es el costo de financiamiento, no es determinante para la decisión final de las firmas. De hecho, en los últimos años la tasa de interés de los bonos corporativos se ha mantenido por debajo de los préstamos bancarios. Sin embargo, esto no ha ido acompañado de una oferta que vaya de la mano con la demanda por este tipo de instrumentos. Más allá del costo de financiamiento, ¿qué otras variables consideran las firmas? Hallamos que los costos relacionados a la mayor regulación y transparencia son algunos de los factores que desaniman a las empresas a participar del mercado de capitales. De hecho, no consideran al costo de financiamiento como un beneficio primordial. Así, la decisión final de qué instrumento elegir, irá más allá del costo de financiamiento y se guiará de las características propias de cada firma y según sea lo que mejor se adecúe a la situación particular de cada empresa.

Índice de contenidos

Resumen ejecutivo.....	ii
Índice de gráficos	iv
Capítulo 1: Introducción	1
Capítulo II: Marco Teórico	3
1. Teorías sobre la estructura de capital de las empresas	3
1.1 Modigliani y Miller: Un antes y un después	3
1.2 Teoría del Trade-Off.....	4
1.3 Teoría del Pecking Order.....	4
1.4 Riesgos de sobreendeudamiento	5
1.5 Política de deuda cero.....	5
2. Las opciones de financiamiento en el mercado de deuda	6
2.1 Instrumentos de deuda: préstamos vs bonos	7
2.2 Procedimiento para emisión de deuda	7
2.3 Comercialización y liquidez de los instrumentos de deuda.....	8
2.4 Garantías, madurez y <i>covenants</i>	8
Capítulo III: Evidencia Empírica	10
1. Crecimiento del ahorro	10
2. Evolución de la oferta de instrumentos de inversión	12
3. Percepción de los emisores sobre el mercado de capitales	13
4. Proceso de emisión de un bono corporativo vs. Solicitud de un préstamo bancario	15
Capítulo IV: Conclusiones.....	17
Capítulo V: Bibliografía	19

Índice de gráficos

Gráfico 1. Portafolio de inversionistas institucionales (en US\$ mil millones)	10
Gráfico 2. Inversión en bonos corporativos y acciones de firmas peruanas (en \$ mil millones)...11	
Gráfico 3. Inversión en bonos soberanos y acciones extranjeras (en US\$ mil millones)	11
Gráfico 4. Costo de financiamiento: Bonos Corporativos AAA vs. TIAMN Bancos a Corporativos (En %)	12
Gráfico 5. Costo de financiamiento: Bonos Corporativos AA vs. TIAMN Bancos a Grandes Empresas (En %).....	13
Gráfico 6. Percepción de empresas participantes en el mercado de capitales	14
Gráfico 7. Percepción de empresas no participantes en el mercado de capitales	14
Gráfico 8. Proceso de emisión de bonos corporativos en Perú	15
Gráfico 1. Portafolio de inversionistas institucionales fiscales.....	16

Capítulo 1: Introducción

Una de las decisiones más importantes que una empresa tiene que tomar es definir su estructura de financiamiento. Es decir, la compañía tiene que decidir cuánto será financiado con recursos propios y externos. Este es un tema que interesa y es abordado ampliamente no solo por el ámbito académico, sino también por cualquier gerencia de finanzas. Todos buscan responder la misma pregunta: ¿cuánta deuda debería asumir una empresa?

Desde los trabajos de Modigliani y Miller en 1958 y 1963 se ha buscado entender la estructura óptima de capital de una firma. Si bien en su trabajo inicial de 1958 los autores concluyen que la elección de una estructura de financiamiento es irrelevante, en su trabajo de 1963 los autores hacen una corrección y concluyen que el valor de una firma apalancada es mayor al de otra financiada con capital propio. De esta manera, Modigliani y Miller marcan un antes y un después en la teoría de la estructura de capital al ser los primeros en abordar este tema. De hecho, a partir del marco teórico planteado por ambos autores es que surgen la mayoría de las escuelas de pensamiento.

Así, distintas teorías apuntan a que el tomar deuda favorece al valor de la firma. En esta investigación se busca profundizar en dos de las formas más comunes que tienen las firmas para endeudarse: los préstamos bancarios y la emisión de bonos corporativos. Como se desarrollará más adelante, la teoría nos indica que cada firma tiene una estructura de capital distinta, por lo que no se puede afirmar que un tipo de deuda sea mejor que otra, ya que cada empresa buscará vincular su desempeño financiero, junto con el contexto macroeconómico vigente, a la opción de endeudamiento que más la favorezca.

Sin embargo, en la práctica hay una preferencia de las empresas por los préstamos bancarios. López y Urraca (2018) apuntan que los préstamos serían preferidos por la flexibilidad que ofrece en términos de repago anticipado sin penalización alguna y de renegociación de condiciones. Esto no solo se da en los préstamos bilaterales (entre una compañía y un banco), sino también en los préstamos sindicados, donde las renegociaciones de condiciones y alteraciones de plazo y calendario son muy habituales.

En el Perú la situación no es distinta y la oferta de bonos corporativos no ha acompañado la demanda de los inversionistas. El crecimiento del ahorro ha generado una demanda por instrumentos de renta fija, lo cual, acompañado del contexto local e internacional, ha llevado a que se genere un exceso de demanda. Esto ha presionado a la baja el costo de financiamiento de los bonos corporativos, situándose en los últimos años constantemente por debajo de los préstamos bancarios. Sin embargo, a pesar del menor costo de financiamiento, el sector privado

no ha optado por las emisiones corporativas, aun cuando la demanda lo requiere, lo cual ha tenido un efecto en el destino final del ahorro que está en manos de los inversionistas institucionales.

La presente investigación, a diferencia de estos estudios, apunta a generar valor agregado no solo al hacer un repaso teórico sobre las principales opciones de endeudamiento que tienen las empresas, sino el indagar qué motiva a una empresa a preferir una opción respecto a otra. Esto, en un contexto en que aparentemente el costo de financiamiento no parece ser la variable más importante, sino que otras variables, como las relacionadas a la mayor transparencia dada la exigencia regulatoria, serían las que llevan a las empresas a no participar del mercado de capitales.

El presente documento se organiza de la siguiente manera: En el capítulo II, se realiza una revisión teórica que se divide en dos partes. En la primera se hace referencia a la literatura relacionada a la estructura óptima de capital, mientras que en la segunda se describen los métodos de financiamiento en estudio (préstamos y bonos corporativos). En el capítulo III, se procede a hacer un análisis de la evidencia empírica de las decisiones de las empresas al momento de decidir tomar endeudamiento en el Perú. Finalmente, en el último capítulo se desarrollarán las conclusiones y recomendaciones que se desprenden de lo estudiado en la investigación.

Capítulo II: Marco Teórico

Existe un consenso en que la decisión de financiamiento de una empresa tendrá un impacto sobre el valor de la empresa. En ese sentido, a continuación, se presentarán conceptos generales sobre las distintas teorías que buscan explicar los factores que determinan la estructura de financiamiento de las firmas, así como recientes investigaciones realizadas alrededor de este tema. Además, en un segundo acápite se presentará algunos apuntes relacionados a la decisión de endeudamiento y la evaluación de las ventajas y desventajas de dos opciones: un préstamo bancario (bilateral o sindicado) frente a una emisión de bonos.

1. Teorías sobre la estructura de capital de las empresas

1.1 Modigliani y Miller: Un antes y un después

Una empresa tiene a disposición dos clases de fuentes de financiamiento: deuda y aporte de capital propio (patrimonio). En ese sentido, el estudio de la combinación de recursos financieros propios y ajenos a lo largo de los años ha tratado de determinar si es que agrega valor o no la decisión de financiación. El trabajo seminal que estudia la estructura de capital de una firma es el de Modigliani y Miller (1958). En él los autores probaron —sin tener en cuenta los impuestos ni los costos de transacción—, que el valor de una empresa no se ve afectado por la forma como se financie, por lo que la elección de una estructura financiera es irrelevante. Sin embargo, en 1963 los autores publican una corrección sobre su trabajo anterior, incorporando a su análisis los impuestos corporativos. De este modo, los autores concluyen que el valor de una firma apalancada es mayor al de otra financiada con capital propio, toda vez que el financiamiento con deuda se ve favorecido frente al financiamiento con capital propio, debido al escudo fiscal de los intereses. En un trabajo posterior, Miller (1977) incluye en su análisis, además de los impuestos corporativos, los impuestos personales. Los impuestos personales disminuyen la ventaja de financiarse con deuda, ya que, si bien los impuestos corporativos favorecen el financiamiento con deuda, los impuestos personales favorecen el financiamiento con capital propio. Sin embargo, el autor concluye que el uso de financiamiento con deuda sigue siendo ventajoso, aunque las ventajas son menores respecto al caso de que existan solamente impuestos corporativos.

El trabajo de Modigliani y Miller marca un antes y un después. De hecho, Salazar (2012) plantea que después del marco teórico planteado por Modigliani y Miller, surgen dos escuelas de pensamiento. La primera —que sigue directamente las propuestas de Modigliani y Miller— busca encontrar la relación correcta entre el beneficio tributario de la deuda y el costo de quiebra, que deriva de dicha deuda. Esta línea de pensamiento se conoce como la “**teoría del *trade-off***”.

Por otro lado, la segunda escuela de pensamiento, liderada por Myers (1984), sostiene que no existe un nivel óptimo de deuda y capital, debido a que los costos de transacción y la existencia de información asimétrica destruyen cualquier beneficio del escudo fiscal de la deuda. Bajo los supuestos de esta línea de pensamiento, las compañías prefieren financiarse primero con recursos internos y solo pasan a financiarse con deuda y finalmente con emisión de acciones, cuando ya no cuentan con recursos propios. A esta línea de pensamiento se le conoce como “*pecking order*”.

1.2 Teoría del Trade-Off

El trabajo de Modigliani y Miller ignora los costos de insolvencia o quiebra financiera (Tong, 2012). Es así que la teoría del *trade-off* busca encontrar la relación correcta entre el beneficio tributario de la deuda y el costo de quiebra. Y es que estos costos aumentan cada vez más a medida que se utiliza más el apalancamiento. Kraus y Litzenberger (1973) introdujeron los costos de quiebra como contrapeso de los beneficios del financiamiento con deuda.

De esta manera, con niveles bajos de apalancamiento, el beneficio obtenido del crédito fiscal es mayor que los costos de quiebra. Con niveles altos de apalancamiento, los costos de quiebra son mayores que el beneficio obtenido mediante el crédito fiscal. Esto sugiere la existencia de una estructura óptima de capital, que implica que existe un balance entre costos y beneficios. Este “*trade-off*” implica que debe existir un punto óptimo de endeudamiento en el cual se maximice el valor de la empresa debido a que el costo de capital es el mínimo.

De aquí surgen dos aplicaciones, la estática y la dinámica. Goyal y Frank (2008) la definen de la siguiente manera:

- a) El “*trade-off* estático”, cuando la estructura de financiamiento debe optimizarse por un periodo único.
- b) El “*trade-off* dinámico”, cuando la estructura de financiamiento óptima de la empresa requiere un ajuste permanente a lo largo del tiempo.

1.3 Teoría del Pecking Order

La teoría del *pecking order* (orden jerárquico) sostiene que las empresas siguen un orden específico para sus necesidades de financiamiento. Este enfoque considera la teoría de agencia; es decir, la existencia del principal y agente. Y es que una mayor asimetría de información conlleva a un mayor costo de financiamiento, por lo que las empresas buscan financiarse con recursos propios para evitar aquellas asimetrías de información que trae consigo la deuda, así como los costos generados y el problema de los agentes. Tong (2012) lo resumen de la siguiente manera: primero las empresas utilizan fondos generados internamente por las operaciones de la empresa, luego prefieren emitir valores comerciales como letras o pagarés, a continuación,

preferirán emitir nueva deuda como bonos y finalmente —y solo como último recurso— emitirán nuevas acciones comunes. En el mismo sentido, Myers y Majluf (1984) afirman que una empresa prefiere captar recursos de manera interna antes que por deuda o capital; y entre estas dos últimas alternativas, prefiere emitir deuda antes que financiarse por capital.

1.4 Riesgos de sobreendeudamiento

La importancia de encontrar un nivel óptimo de endeudamiento se basa en el hecho de que existen riesgos asociados con el nivel de endeudamiento. Corro y Olaechea (2007) afirman que uno de los riesgos asociados al exceso de deuda es que las empresas pierden flexibilidad en el manejo de las fuentes de capital de la empresa. Asimismo, en el caso de que la empresa recurriera a nuevos préstamos, el costo de estos sería mucho más alto. Por otro lado, si emitiera nuevas acciones, la firma encontraría limitaciones para ser colocadas en el mercado y podrían ser vendidas con un castigo para compensar el riesgo existente. Forsyth (2014) apunta que esto último aumenta el costo de oportunidad del capital de la empresa y reduce el valor de la misma.

Corro y Olaechea (2007) afirman que otro riesgo asociado es que, si se llega al punto de no producirse utilidades por un monto elevado de gastos financieros, se pierde el beneficio que genera el escudo tributario. Forsyth (2014) agrega que, además, los proveedores endurecerían las condiciones de pago y darían prioridad a los clientes de mayor solvencia.

1.5 Política de deuda cero

Si bien la teoría indica que un nivel óptimo de endeudamiento agrega valor a la empresa, la realidad indica que existen firmas que deciden no endeudarse para no asumir posibles riesgos de insolvencia. Sin embargo, el mercado premiará a la empresa con un nivel de deuda razonable, por lo que el valor de una empresa apalancada será mayor al de una con deuda cero. (Forsyth, 2014)

2. Las opciones de financiamiento en el mercado de deuda

Hasta aquí se han revisado distintas teorías que indican que el tomar deuda favorece —en la mayoría de casos— al valor de la empresa. En esta sección buscamos presentar la dinámica del sistema financiero y las opciones que tienen las firmas en el mercado de deuda.

La finalidad principal del sistema financiero es facilitar y, en muchos casos posibilitar, la ejecución de dichas decisiones por parte de los agentes económicos que actúan en una economía (Tong, 2012). El sistema financiero cuenta con dos grandes jugadores: los prestatarios —empresas que solicitan el crédito o emiten un valor— y prestamistas —bancos, instituciones financieras, fondos de pensiones, aseguradoras o inversionistas institucionales—. Estos últimos se hacen acreedores de un derecho que entregan las firmas. Estos derechos se pueden dividir en dos grupos: derechos sobre la empresa (*equity claims*) y los derechos de deuda (*debt claims*). Tirole (2006) afirma que los tenedores de deuda o de acciones adquieren cierto control sobre la firma prestataria, el cual es definido contractualmente.

Altunbas et al. (2009) señala que las grandes empresas consideran como su fuente más importante de financiamiento la toma de deuda, ya sea a través de préstamos bancarios (bilaterales o sindicados) o de bonos corporativos con distinta maduración. Sin embargo, es importante destacar, tal como mencionan López y Urraca (2016), que el universo de compañías con acceso directo a los préstamos bancarios es sin duda mucho más amplio que el de emisores potenciales en el mercado de bonos. De hecho, los autores resaltan que, tradicionalmente, en España las pymes y empresas de menor tamaño dependen fuertemente del financiamiento bancario, limitadas principalmente por el tamaño y el volumen de la deuda. Por lo tanto, en el universo de compañías, el número de empresas con emisiones es muy bajo.

La firma que acude al mercado de deuda se enfrenta a una serie de opciones. Primero, la empresa debe elegir a quién pedir prestado. Puede solicitar un préstamo bancario, colocar de deuda de forma privada con instituciones, emitir bonos al público en general o utilizar otras formas de crédito como el crédito comercial. En segundo lugar, la empresa puede emitir deuda de corto plazo o deuda de largo plazo. En tercer lugar, puede restringir su flexibilidad en la toma de decisiones futuras y transferir algunos derechos de control a los prestamistas. Cuarto, puede comprometer activos como garantía. Y quinto, la empresa puede establecer una estructura de prioridad entre los instrumentos de deuda en caso de incumplimiento. (Tirole, 2016)

En ese sentido, en la siguiente sección describiremos las principales características de dos de los instrumentos más demandados en el mercado de deuda: el préstamo bancario y la emisión de bonos. Asimismo, se discutirá sobre las principales características de ambos instrumentos, así como las ventajas y desventajas que conllevan ambos instrumentos.

2.1 Instrumentos de deuda: préstamos vs bonos

Un **préstamo bancario** es aquella operación financiera por la cual una entidad bancaria (prestamista) otorga, mediante un contrato o acuerdo entre las partes, una cantidad de dinero a un tercero (prestatario) a cambio de un interés, llamado costo de dinero (Martínez, 2018). En la misma línea, un préstamo bancario sindicado es un crédito entre un prestatario único y un sindicado de bancos reunidos por un banco prestamista líder. Gadanez (2014) agrega que los sindicados son instrumentos híbridos en los que se entremezclan aspectos de una relación crediticia con características de la deuda negociada en los mercados, ya que permiten compartir el riesgo entre diversas instituciones financieras, disminuyendo los requisitos de divulgación de información que implica la emisión de bonos. Por otro lado, a diferencia de un préstamo, el **bono** se define como un instrumento de deuda emitido por una empresa o administración pública que se vende a los inversionistas en los mercados financieros con el mismo objetivo de obtener recursos para financiarse. (Martínez, 2018)

¿Cuáles son las principales diferencias entre ambos instrumentos? Antes de mencionar las diferencias, resulta conveniente evaluar las características de cualquier instrumento de deuda. Tirole (2016) menciona como un primer grupo de variables a evaluar: el monto del préstamo (el principal), el plazo (vencimiento), la tasa de interés o cupón (según sea el caso) y el cronograma de pagos. Por otro lado, se tiene que considerar un mecanismo para la transmisión de información oportuna y creíble al prestamista. Además, habrá que tener en cuenta la moneda, las garantías, las cláusulas de protección (*covenants*) y algunas opciones específicas como el poder de recompra para el emisor y el poder de reventa para el tenedor del título.

2.2 Procedimiento para emisión de deuda

En el mercado de deuda, las emisiones requieren de dos calificaciones crediticias provistas por agencias calificadoras. Estas son sociedades privadas especializadas en la evaluación de empresas, en relación con aspectos cualitativos y cuantitativos, las cuales dan una opinión con criterio independiente acerca de las empresas evaluadas. Su principal objetivo es proveer a los inversionistas de una opinión profesional, oportuna e independiente respecto a la calidad crediticia (Tong, 2012). A nivel internacional destacan Fitch Ratings, Moody's y Standard & Poors. Por otro lado, las firmas que optan por la emisión de un bono deben incurrir también en costos de flotación, es decir, gastos legales de una fuerte suma de dinero con la ayuda de un banco de inversión. (Scott-Quin y Cano, 2015). Por otro lado, en un préstamo bancario —que suele ser la opción más demandada por las empresas— la firma no requiere de una calificación crediticia y tampoco tiene que asumir costos de flotación.

A diferencia del préstamo bancario, en que luego de la solicitud el banco realiza un análisis financiero de la empresa y determina si aprueba o no el desembolso del crédito, en el caso específico de los bonos, hay varios pasos previos para concretar la emisión. De hecho, luego de contar con los *ratings* de las agencias calificadoras, un paso importante para la firma es el “*roadshow*”. El *roadshow* consiste en un conjunto de reuniones con los inversionistas en las que se hace una presentación y se da respuesta a las cuestiones que puedan surgir. Además, es clave para saber cómo está el mercado y qué apetito hay por el riesgo de la compañía, y en caso de no ser positivo, posponer la operación. Así pues, el objetivo del *roadshow* es involucrar a los inversionistas y tantear la banda de precios y plazos para la emisión (Martínez, 2019).

2.3 Comercialización y liquidez de los instrumentos de deuda

Los mercados de valores se dividen en mercados primarios y secundarios. En el primer grupo se emiten los valores negociables y se transmiten los títulos por primera vez, mientras que en los mercados secundarios se da su negociación posterior. Tirole (2016) destaca que es importante distinguir entre colocaciones públicas y privadas. Las emisiones públicas se emiten en un “mercado primario”, ya sea directamente por el emisor o más comúnmente mediante un suscriptor. Luego son comercializados en un “mercado secundario”. En contraste, las emisiones privadas —dirigidas a un inversionista institucional como empresas de seguros, fondos de pensiones, entre otros— y los préstamos bancarios comparten la característica de no ser negociados luego de su emisión.

Respecto a la liquidez, esta se determina por la facilidad para negociar un valor en el mercado secundario. Tirole (2016) destaca que la liquidez requiere que haya simetría de la información entre los inversionistas, toda vez que los inversionistas desconfían, por lo que es improbable que se den negociaciones en situaciones de grandes asimetrías de información. En ese sentido, el mercado de bonos tiene una mayor liquidez, mientras que en los préstamos bancarios su liquidez es casi nula.

2.4 Garantías, madurez y *covenants*

Tirole (2016) apunta que los prestamistas pueden destinar sus recursos “contra activos” o “contra flujos de caja”. En el primer caso se habla de un instrumento “garantizado”, mientras que, en el segundo caso, de uno “no garantizado”.

Por otro lado, será importante para la firma determinar la madurez del instrumento de deuda que solicitará: si será de corto o de largo plazo. Tirole (2016) precisa que los bonos públicos con un tenor menor a 5 años son considerados de corto plazo, y aquellos con un tenor mayor a 12 años, de largo plazo. Respecto a los préstamos bancarios, los instrumentos de corto plazo son aquellos

cuyo repago se da en menos de un año. Algunos instrumentos de corto plazo son las letras, los papeles comerciales y los créditos comerciales (Tong, 2012).

Finalmente, las firmas exigen ciertas cláusulas de protección (*covenants*). Por su naturaleza, pueden ser afirmativas o negativas. En las afirmativas, la firma se compromete a cumplir una promesa, mientras que las cláusulas negativas establecen ciertas restricciones a la empresa. Si bien no son imperativas, su cumplimiento favorece la percepción del banco y/o inversionista.

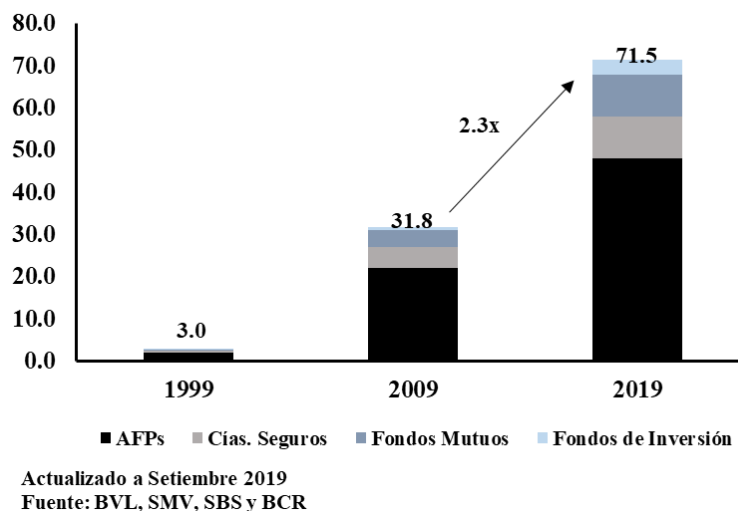
Capítulo III: Evidencia Empírica

En esta sección se presentará lo más relevante de la evidencia empírica relacionada al mercado de deuda en el Perú. En un inicio plantearémos el papel del sistema financiero como canalizador del ahorro hacia la inversión y su impacto en el mercado de deuda, particularmente en los bonos corporativos peruanos. A partir de eso, analizaremos las opciones disponibles para las empresas al momento de optar por endeudarse y evaluaremos los motivos que podrían explicar su comportamiento.

1. Crecimiento del ahorro

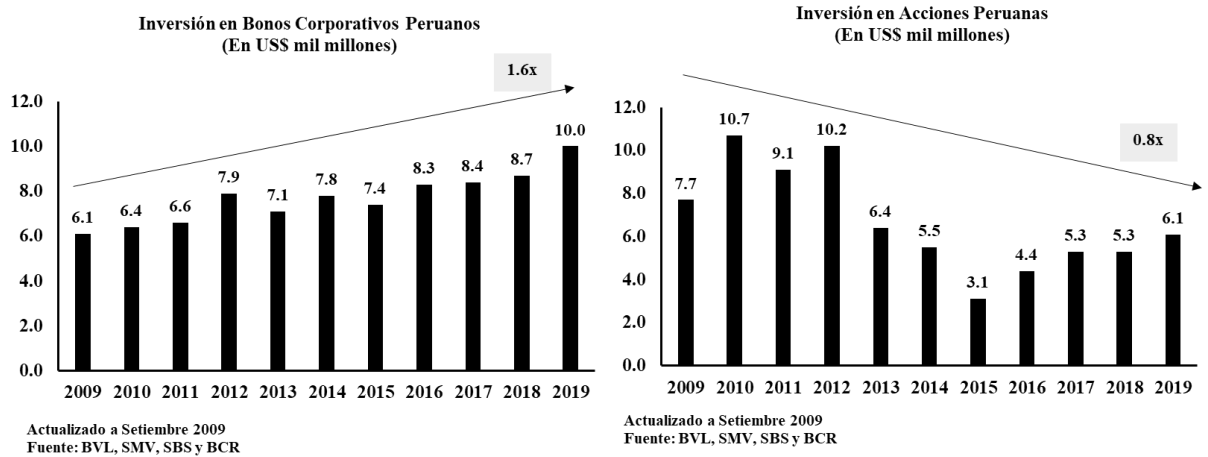
En el capítulo anterior mencionamos que la finalidad del sistema financiero es ser un punto de encuentro entre los agentes que ahorran y aquellos que desean invertir. En ese sentido, es importante destacar el crecimiento del ahorro en el Perú, el cual está representado por los portafolios de inversionistas institucionales (AFP, compañías de seguros, fondos mutuos y fondos de inversión) que buscan invertirlo en activos que generen rentabilidad. En los últimos 20 años el ahorro se ha multiplicado en 2.3x (ver Gráfico 1). Entre el 2009 y 2019, el monto del portafolio de los inversionistas institucionales varió de \$31.8 a \$71.5 mil millones. La diferencia es aún mucho más grande frente a los \$3.0 mil millones, monto en que se ubicaba en 1999.

Gráfico 1. Portafolio de Inversionistas Institucionales (en US\$ mil millones)



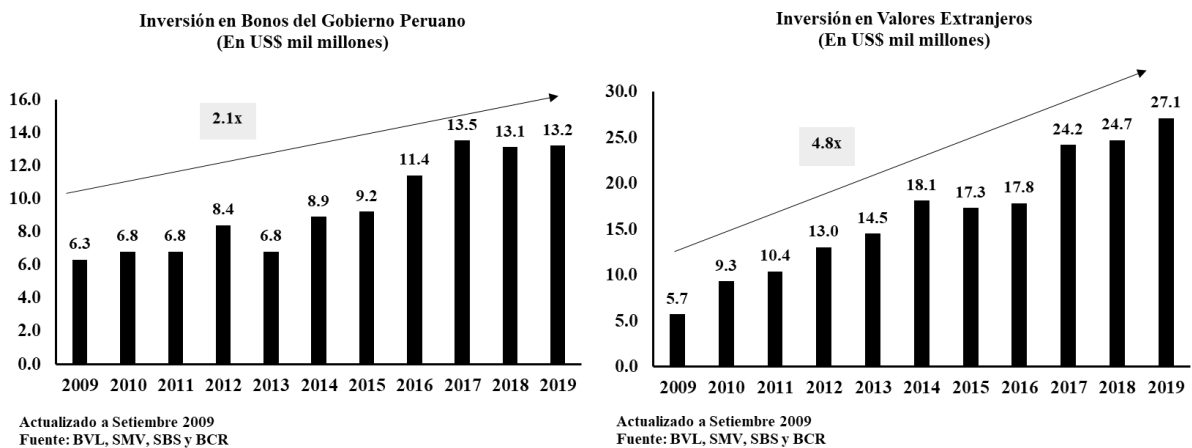
Sin embargo, este ahorro no se habría canalizado al sector productivo, toda vez que las empresas peruanas no han recurrido al mercado de capitales al ritmo que debería con el fin de enfrentar ese crecimiento del ahorro y calzar sus necesidades de financiamiento con la búsqueda de opciones de inversión por parte de los inversionistas. De hecho, la inversión en bonos corporativos de empresas peruanas sólo ha crecido 1.6x, mientras que la inversión en acciones ha caído (ver Gráfico 2).

Gráfico 2. Inversión en bonos corporativos y acciones de firmas peruanas (en \$ mil millones)



Si este mayor ahorro no se dirigió hacia bonos corporativos o acciones peruanas, ¿cuál fue el destino de estos flujos? La evidencia muestra que estos flujos fueron principalmente a financiar al Estado Peruano. El déficit fiscal ha sido financiado, en parte, con emisiones de bonos soberanos. Por otro lado, el marco regulatorio ha permitido que se invierta en valores extranjeros (ver Gráfico 3). De esta manera, la inversión en bonos soberanos aumentó 2.1x entre el 2009 y 2019, mientras que el monto invertido en valores extranjeros aumentó 4.8x en el mismo periodo de tiempo. Así, los bonos soberanos y las inversiones extranjeras han sido la principal fuente de abastecimiento de alternativas de inversión.

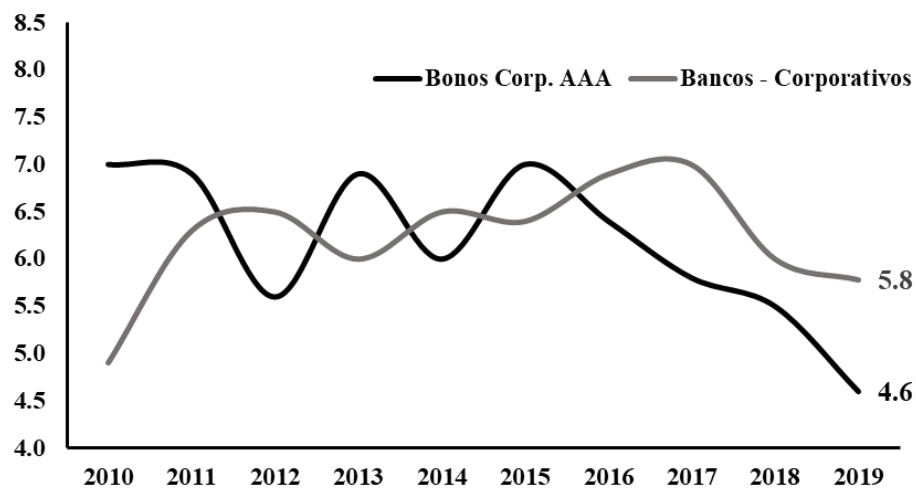
Gráfico 3. Inversión en bonos soberanos y acciones extranjeras (en US\$ mil millones)



2. Evolución de la oferta de instrumentos de inversión

En los últimos años el comportamiento del costo de financiamiento no ha tenido una tendencia definida; sin embargo, desde el 2016 se marca un comportamiento, en el que las tasas de los bonos corporativos se ubican por debajo de las tasas de préstamos bancarios de similar riesgo. En el gráfico 4, al comparar la tasa de los bonos corporativos AAA respecto a la tasa promedio de préstamos de bancos a corporativos, se ve que desde el 2016 la correspondiente a bonos se ha ubicado por debajo de la de los préstamos con una diferencia promedio de 80 puntos básicos. En setiembre de 2019, esta diferencia fue de 120 puntos básicos (4.60% vs. 5.78%).

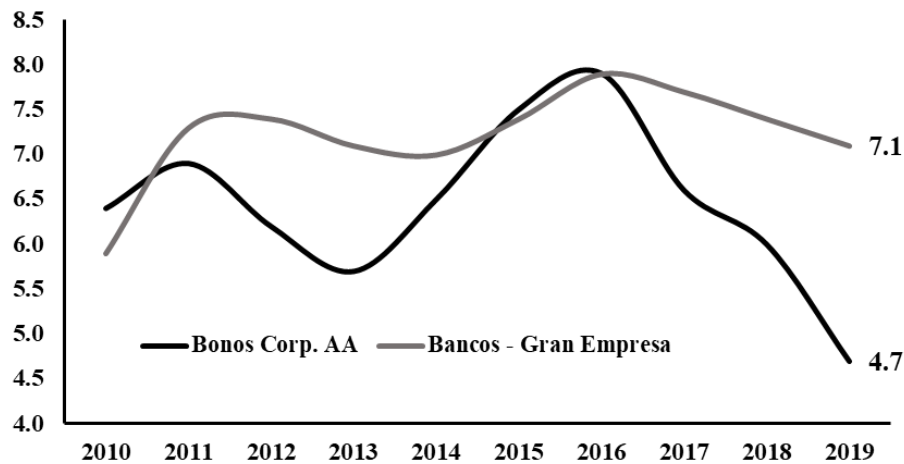
Gráfico 4. Costo de financiamiento: Bonos Corporativos AAA vs. TIAMN Bancos a Corporativos (En %)



TIAMN: Tasa de interés activa de mercado promedio ponderado en moneda nacional, expresada en términos efectivos anuales
Fuente: BCRP, SBS, BVL

De manera similar, al contrastar en el gráfico 5 la tasa de bonos corporativos AA respecto a la tasa promedio de préstamos de bancos a grandes empresas, se ve la misma tendencia desde el 2016. El *spread* promedio entre ambos es de 120 puntos básicos. En setiembre de 2019, esta diferencia fue de 240 puntos básicos (7.1% vs. 4.7%).

Gráfico 5. Costo de financiamiento: Bonos Corporativos AA vs. TIAMN Bancos a Grandes Empresas (En %)



TIAMN: Tasa de interés activa de mercado promedio ponderado en moneda nacional, expresada en términos efectivos anuales
Fuente: BCRP, SBS, BVL

En los últimos años, el crecimiento del ahorro, sumado a las condiciones del mercado local e internacional, ha generado un exceso de demanda entre los inversionistas por instrumentos de renta fija, lo que se ha reflejado en una caída de la tasa de interés de esta clase de activo. Sin embargo, esto no ha venido acompañado de una mayor oferta.

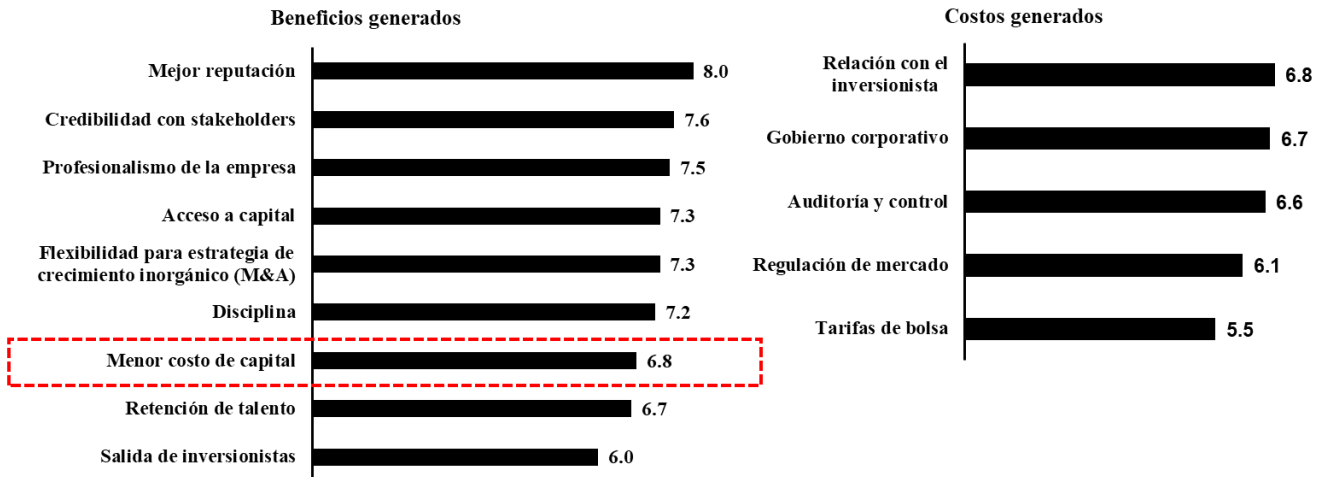
En un contexto en que las tasas de emisiones corporativas se han ubicado por debajo del costo de financiamiento bancario, ¿por qué las empresas peruanas no salen a financiarse al mercado de capitales?

3. Percepción de los emisores sobre el mercado de capitales

Con el fin de responder la pregunta anterior, partiremos de un informe de la OECD sobre el desarrollo del mercado de capitales. En él se le pregunta tanto a empresas que ya participan en el mercado de valores, como a las que no, cuáles son los beneficios y costos de entrar al mercado de capitales.

Los hallazgos son reveladores. Las empresas que sí participan mencionan como ventajas temas relacionados a “mejor reputación”, “credibilidad con los *stakeholders*” y “profesionalismo de la empresa” (ver Gráfico 6). Sin embargo, ninguna pone al costo de financiamiento como un beneficio primordial. Es decir, el hecho de que las empresas puedan encontrar un menor costo en el mercado de capitales no es uno de los motivos que lleva a las empresas a hacerlo.

Gráfico 6. Percepción de empresas participantes en el mercado de capitales

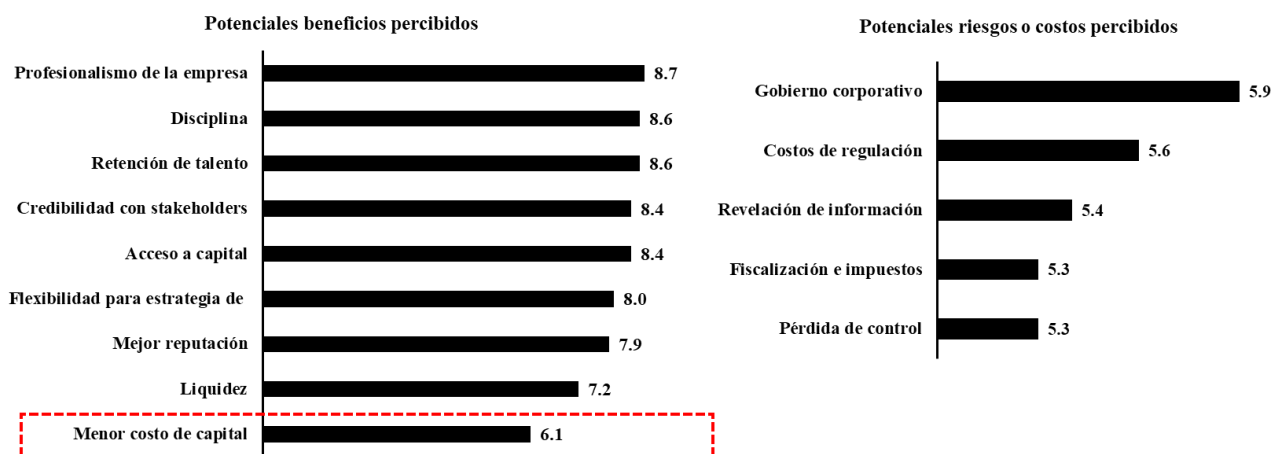


Fuente: OECD

Cuando a este mismo grupo de empresas se le pregunta por los costos, resaltan aquellos relacionados a la “relación con el inversionista”, el “gobierno corporativo”, la “auditoría y control”, entre otros. De esta manera, se puede inferir que los temas relacionados a la transparencia y a la mayor regulación relacionada con ser una empresa pública, son percibidos por las empresas como un limitante para optar por una salida al mercado de capitales.

Respecto a las empresas que no participan en el mercado de valores, de manera similar a las que sí lo hacen, consideran al menor costo de financiamiento como el último de los beneficios por el cual accederían a participar en el mercado de capitales. Antes destacan otras características como “profesionalismo de la empresa”, “disciplina”, “retención de talento”, entre otras.

Gráfico 7. Percepción de empresas no participantes en el mercado de capitales



Fuente: OECD

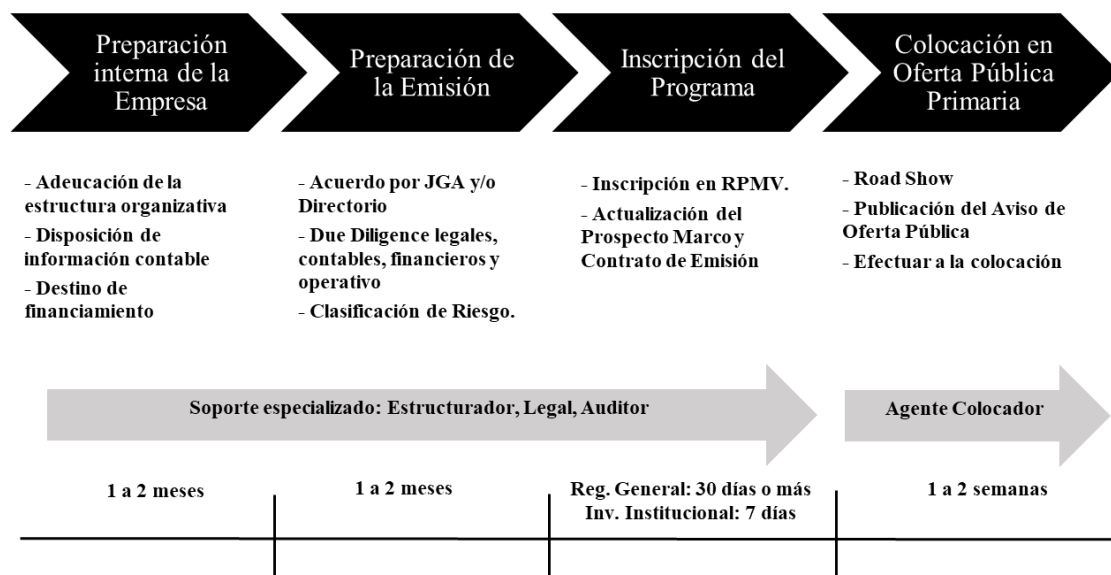
Respecto a los costos percibidos por las empresas que no participan en el mercado de valores, estos son similares a los identificados por las que empresas que sí participan. Una vez más, los costos percibidos por las empresas son los relacionados a la mayor transparencia: gobierno corporativo, costos de regulación, revelación de información, fiscalización e impuestos y pérdida de control.

4. Proceso de emisión de un bono corporativo vs. Solicitud de un préstamo bancario

A partir de los resultados analizados anteriormente se puede ver que la percepción empresarial es que el mercado de capitales es más complejo de lo que realmente es. Sin embargo, en la práctica el proceso de emisión de un bono corporativo no toma más de 6 meses, tiempo similar al que demanda un banco para evaluar una empresa para un préstamo de mediano o largo plazo.

En el gráfico 7 —elaborado a partir de información de la BVL, SMV y distintos bancos de inversión—, se aprecia que el proceso de emisión puede dividirse en 4 pasos: i) la preparación interna de la empresa, ii) la preparación de la emisión, iii) la inscripción del programa y iv) la colocación en oferta pública primaria. Los tres primeros cuentan con un soporte especializado — un estructurador, un equipo legal y un auditor— y toma alrededor de 5 meses. El último paso requiere de un agente colocador y toma alrededor de dos semanas.

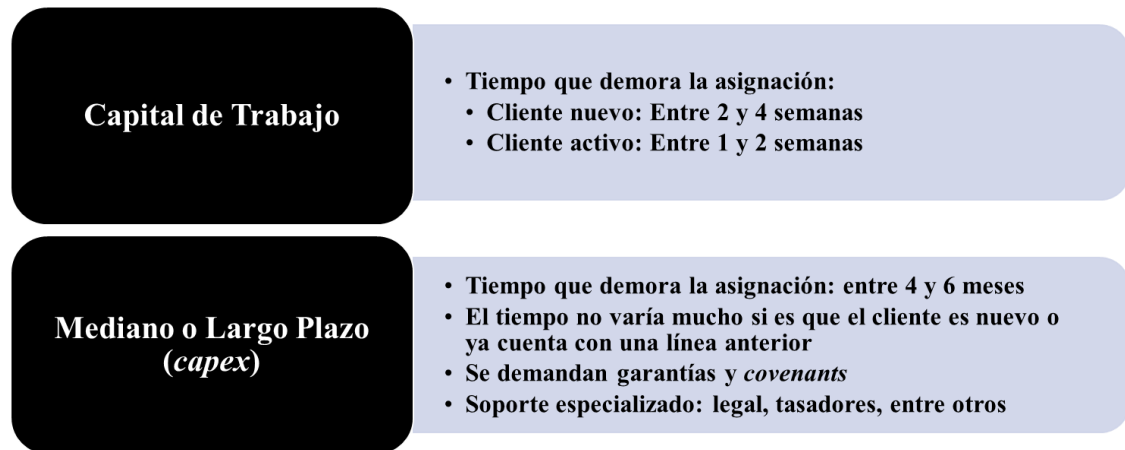
Gráfico 8. Proceso de emisión de bonos corporativos en Perú



Fuente: BVL, SMV, Bancos de Inversión

En el caso de los préstamos bancarios, el proceso de emisión es menos complejo en términos de requerimientos; sin embargo, en términos de tiempo es muy similar al de una emisión de bonos corporativos.

Gráfico 9. Proceso para solicitar un préstamo bancario en Perú



Fuente: Bancos, empresas

Para solicitar un préstamo bancario el proceso dependerá del uso que se le dé: si es para capital de trabajo o para *capex* (inversión). El primero tomará entre 2 y 4 semanas si se trata de un cliente nuevo y el tiempo se reduciría a la mitad si el que lo solicita es una empresa que ya cuenta con una línea con el banco. Por otro lado, en el caso de un préstamo para *capex*, que puede ser de mediano o largo plazo, el tiempo que toma es entre 4 y 6 meses. En este tipo de préstamos se suele solicitar un activo en garantía. Además, es importante destacar que el mayor tiempo que demanda se explica por el soporte especializado que interviene, como la asesoría legal o técnica, esta última relacionada a un equipo especializado en evaluar los activos que la firma deje como garantía.

De esta manera, se puede afirmar que el costo de financiamiento no es la variable más importante al momento de optar por tomar endeudamiento mediante un bono corporativo o un préstamo bancario. Las empresas tienen en cuenta otras variables, vinculadas más a la revelación de información y transparencia, las cuales las considera como un costo si es que opta por participar en el mercado de capitales mediante la emisión de bonos corporativos. Y es que, otras variables relacionadas al procedimiento de tomar deuda, no varía mucho entre ambas opciones.

Capítulo IV: Conclusiones

Las principales conclusiones de la presente investigación son las siguientes:

- El presente trabajo nos da indicios de que *a priori* ninguno de los productos de deuda discutidos en este trabajo (préstamos bancarios y bonos corporativos) sea uno mejor que el otro. Ambos presentan ventajas y desventajas, por lo que será indispensable evaluar las características propias del mercado local e internacional, así como las variables intrínsecas de cada empresa, con el fin de levantar el capital requerido.
- Encontramos un resultado que podría parecer contraintuitivo. Y es que el costo de financiamiento —la tasa de interés a la que se financiará la empresa— no sería la variable más importante al evaluar tomar un producto de deuda. Una encuesta realizada por la OECD a empresas que participan en el mercado de capitales sobre los beneficios que tienen por ser parte de él, coloca al costo de endeudamiento en los últimos lugares de la lista de beneficios obtenidos. Antes, perciben como beneficios la “mejor reputación”, la “credibilidad con los *stakeholders*” o el “profesionalismo de la empresa”. Un resultado similar se da cuando se le hace la misma encuesta, esta vez, a empresas que no participan en el mercado de capitales, y se les pregunta por los potenciales beneficios que tendrían si decidiesen hacerlo. El costo de endeudamiento vuelve a ubicarse en las últimas posiciones de la lista.
- La relevancia de evaluar el costo de financiamiento ha cobrado más importancia en los últimos años. En el mercado peruano el ahorro privado ha crecido 2.3x en los últimos 20 años. Los mayores niveles de ahorro conllevan a un creciente exceso de demanda; sin embargo, la oferta local es insuficiente y surgen pocos nuevos emisores.
- La percepción de las firmas es que el mercado de capitales es más oneroso y complejo a pesar que en realidad no es así. Las empresas perciben como “costos” aspectos relacionados a “gobierno corporativo”, “relación con el inversionista”, “auditoría y control”, “revelación de información”, entre otros. Estos factores serían los que desaniman a las empresas a entrar al mercado de capitales mediante una emisión de bonos, optando por los préstamos bancarios.
- Se puede afirmar que las empresas no cuentan con un nivel óptimo de endeudamiento. De hecho, en las notas de los estados financieros de muchas de las empresas públicas no figura ningún tipo de política de endeudamiento. De esta manera, se podría decir que las compañías aplican más el enfoque de la jerarquía financiera (*pecking order theory*), toda vez que, si necesitan financiamiento, lo obtienen en primer lugar de sus recursos internos; luego, mediante deuda de muy corto plazo (letras o pagarés) o préstamo bancario.

Después, emitirán títulos de deuda como bonos corporativos, y finalmente, emitirán nuevas acciones comunes.

Finalmente, es importante mencionar algunas posibles extensiones al presente estudio. En este trabajo se ha concluido que la oferta local de bonos corporativos es insuficiente y surgen pocos nuevos emisores. En este contexto, una posible extensión podría abordar el análisis desagregando el comportamiento de las firmas por sector, toda vez que cada sector cuenta con características intrínsecas propias. Por otro lado, otra línea de investigación podría abordar el tema relacionado a las emisiones del Mercado Alternativo de Valores (MAV), el cual se diseñó bajo un marco normativo de menores obligaciones y requerimientos de información, con el fin de facilitar el acceso al financiamiento a empresas no corporativas, aunque no es lo suficientemente atractivo para los principales inversionistas, lo que impide su desarrollo. El campo por investigar en materia de opciones de financiamiento aún es muy amplio.

Capítulo V: Bibliografía

Altunbas, Yener, Kara, Alper, & Marqués-Ibáñez, David (2009). *Large debt financing: syndicated loan versus corporate bonds*. European Central Bank. Frankfurt am Main: European Central Bank.

Corro, Daniela y Olaechea, María del Pilar Blaise (2007) “Nivel óptimo de endeudamiento de las empresas mineras del Perú y factores determinantes del nivel de endeudamiento”. *Apuntes. Revista de Ciencias Sociales*, vol. 60/61, pp.267-302

CFA Level I (2019). *Fixed income, derivatives and alternative investments*. Kaplan University – Schweser Notes

Gadanez, Blaise (2004) “El mercado de préstamos sindicados: estructura, desarrollo e implicaciones”. *Banco de Pagos Internacionales*, BPI Informe Trimestral

Goyal, Vidhan. & Frank, Murray (2008) “Trade Off and Pecking Order Theories of Debt”. *Handbook of Empirical Corporate Finance*, vol. 2, 2008, pp.135-202

Kraus A. y Litzenberger R. (1973). A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage. *The Journal of Finance*, vol.28, N°4, pp. 911-922.

López, Emilio y Urraca, Javier (2016). *How do business finance themselves? Loans vs bonds*. Retrieved from BBVA: <http://www.bbva.com/en/how-do-businesses-finance-themselves-loans-vs-bonds/>

Martínez, Pilar (2018). *Bonds and loans: two different financing models*. Retrieved from BBVA: <http://www.bbva.com/en/bonds-loans-two-different-financing-models/>

Martínez, Pilar (2019). *Step-by-step guide to issuing a bond*. Retrieved from BBVA: <https://www.bbva.com/en/step-by-step-guide-to-issuing-a-bond/>

Martín, José y Téllez, Cecilia (2011). Créditos sindicados y emisiones internacionales de bonos. *Revista de Contabilidad y Dirección*, vol.12, pp. 73 – 94.

Miller, Merton (1977) “Debt and Taxes”. *The Journal of Finance*, vol. 32, N°2.

Modigliani, Franco y Miller, Merton (1958) “The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investments”. *The American Economic Review*, vol. 48, N°3.

Modigliani, Franco y Miller, Merton (1961) “Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares”. *The Journal of Business*, vol. 34, N°4.

Myers, Stewart y Maljuf, Nicholas (1984) “Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have”. *Journal of Financial Economics*, N°13.

Ross, Stephen (1977) “The determination of financial structure: the incentive-signalling approach”. *The Bell Journal of Economics*, vol.8, N°1, pp. 23-40.

Salazar, Manuel (2012) *La optimización de la estructura de capital de la empresa: un modelo práctico de trade-off y su validación empírica*. Universitat de Lleida

Scott-Quin, B. y Cano, D. (2015). *Guide to infrastructure financing: bank loans, debt private placements and public bonds – smoothing the pathway for effective funding*. UK: Association for Financial Markets in Europe.

Tirole, Jean (2012) *The theory of corporate finance*. New Jersey Princeton University Press.

Tong, Jesús (2012). *Finanzas empresariales: la decisión de inversión*. Lima: Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico (CIUP).