

**ESTRUCTURA DE INTEGRACION FINANCIERA PARA
MEDIANAS EMPRESAS EN COLOMBIA QUE DESEEN INGRESAR
AL MERCADO DE CAPITALES**

Andrés Felipe Márquez Villaquirán

Claudia Marcela Gutroz Vélez

UNIVERSIDAD I C E S I

FACULTAD DE CIENCIAS ADMINISTRATIVAS Y ECONOMICAS

Santiago de Cali

2010

**ESTRUCTURA DE INTEGRACIÓN FINANCIERA PARA MEDIANAS
EMPRESAS EN COLOMBIA QUE DESEEN INGRESAR AL MERCADO DE
CAPITALES**

**ANDRÉS FELIPE MÁRQUEZ VILLAQUIRAN
CLAUDIA MARCELA SUÁREZ VÉLEZ**

**UNIVERSIDAD ICESI
FACULTAD DE CIENCIAS ADMINISTRATIVAS Y ECONÓMICAS
SANTIAGO DE CALI
2010**

**ESTRUCTURA DE INTEGRACIÓN FINANCIERA PARA MEDIANAS
EMPRESAS EN COLOMBIA QUE DESEEN INGRESAR AL MERCADO DE
CAPITALES**

**ANDRÉS FELIPE MÁRQUEZ VILLAQUIRAN
CLAUDIA MARCELA SUÁREZ VÉLEZ**

**TRABAJO DE GRADO PARA OPTAR AL TÍTULO DE MAGISTER EN
ADMINISTRACIÓN**

**DIRECTOR:
GUILLERMO BUENAVENTURA VERA.**



**UNIVERSIDAD ICESI
FACULTAD DE CIENCIAS ADMINISTRATIVAS Y ECONÓMICAS
SANTIAGO DE CALI
2010**

CONTENIDO

	pág.
GLOSARIO	10
INTRODUCCIÓN	13
1. PRESENTACIÓN DEL TRABAJO	14
1.1 JUSTIFICACIÓN O ANTECEDENTES	14
1.2 ALCANCE O LIMITACIÓN	15
2. OBJETIVOS	16
2.1 OBJETIVO GENERAL	16
3. MARCO METODOLÓGICO	17
4. MARCO LEGAL	18
4.1 RESOLUCIÓN 400 DEL 22 DE MAYO DE 1995	18
4.2 DECRETO 3139 DEL 12 DE SEPTIEMBRE DE 2006	18
4.3 LEY 964 DEL 8 DE JULIO DE 2005	18
5. MARCO TEÓRICO	19
5.1 MERCADOS	19
5.1.1 Mercado de Capitales.	19
5.1.2 Mercado de Valores	19
5.1.3 Ventajas del Mercado de Valores:	20
5.1.4 Participantes del Mercado de Valores.	21
5.1.5 Sistemas de negociación de valores.	21
5.1.6 Sistema de registro de operaciones sobre valores.	21
5.1.7 Las Sociedades Calificadoras de Valores	21
5.2 ESCALAS DE CALIFICACIÓN	22
5.2.1 Riesgo Crediticio de Largo Plazo	22
5.2.2 Riesgo Crediticio de Corto Plazo.	23
5.2.3 Intermediarios de Valores.	24
5.2.4 Superintendencia Financiera de Colombia	24
5.2.5 Organismos Autorreguladores	25
5.2.6 Organismos certificadores.	25

5.2.7	Concepto de valor.	25
5.2.8	Oferta pública.	25
5.2.9	Valor nominal.	26
5.2.10	Titularizaciones	26
5.2.11	Bonos y tipos de Bonos.	26
5.2.12	Bonos de deuda privada.	28
5.2.13	Bonos de deuda pública.	28
5.2.14	Deuda pública interna.	28
5.2.15	Tasa Fija en pesos (TFI).	29
5.2.16	Tasa Fija en Unidades de Valor Real Constante - (TUV	29
5.2.17	Tasa variable (indexados al IPC) (TBV).	29
5.2.18	Deuda pública externa	29
5.2.19	Globales.	29
5.2.20	TES Global.	29
5.2.21	Valor Presente Neto (VAN	29
6.	MARCO DE DESARROLLO	31
6.1	EMISIÓN SINDICADA DE BONOS ORDINARIOS PARA MEDIANAS EMPRESAS	33
6.1.1	Fase 1 Proceso de Estructuración	33
6.1.1.1	Definición Estructura Inicial de la Emisión.	33
6.1.2	Código de Buen Gobierno.	34
6.1.3	Definir Posición Competitiva	36
	Fuente: Diseño propio	40
6.1.4	Fase 2 (Proceso de Colocación)	41
6.1.4.1	Definición del contrato.	41
6.2	FINANCIACIÓN A TRAVÉS DEL SISTEMA FINANCIERO TRADICIONAL	47
6.2.1	Liquidez.	48
6.2.2	Eficiencia.	48
6.2.3	Eficacia	48
6.2.4	Endeudamiento	49
6.2.5	Rentabilidad	49
6.2.6	EVA (Economic Value Added)	49
6.3	SIMULACIÓN	50
6.3.1	Alternativa 1. financiación tradicional	50
6.3.1.1	Supuestos:	52
6.3.1.2	Ventajas de tomar crédito por separado	52
6.3.1.3	Desventajas de tomar crédito por separado:	53
6.3.2	Alternativa 2. Emisión Individual	53
6.3.2.1	Ventajas de la emisión individual	55
6.3.2.2	Desventajas de la emisión individual	55
6.3.3	Alternativa 3. Emisión Conjunta o sindicada:	56
6.3.3.1	Ventajas de la emisión sindicada	58
6.3.3.2	Desventajas de la emisión sindicada:	59

7. CONCLUSIONES	62
BIBLIOGRAFÍA	64
ANEXOS	65

LISTA DE TABLAS

	pág.
Tabla 1 Proceso de aprobación Superintendencia Financiera	42
Tabla 2. Costos de Autorización de la Emisión y de Oferta Pública	45
Tabla 3. Costos de mantenimiento de la Emisión y otros gastos	46
Tabla 4. Deceval	46
Tabla 5. Calificación de Riesgo sin Iva	47
Tabla 6. Condiciones del crédito Bancario por cada una de las empresas	51
Tabla 7. Proyección de la variación de la tasa de interés de acuerdo a la DTF proyectada hasta el año 5.	51
Tabla 8. Costo Total por empresa al tomar un crédito	52
Tabla 9. Costos Operativos de una Emisión Individual	53
Tabla 10. Condiciones emisión Individual (Supuesto)	54
Tabla 11. Proyección de la variación de la tasa de interés de acuerdo al IPC anual proyectado hasta el año 5.	54
Tabla 12. Costo Financiero por empresa de realizar una emisión individual.	54
Tabla 13. Costo total financiero y operativo por empresa al hacer una emisión de Bonos de manera individual.	55
Tabla 14. Costos Operativos de una Emisión Sindicada	56
Tabla 15. Condiciones emisión conjunta (Supuesto)	57
Tabla 16. Proyección de la variación de la tasa de interés de acuerdo al IPC anual proyectado hasta el año 5.	57
Tabla 17. Costo Financiero por empresa de realizar una emisión conjunta.	58
Tabla 18. Costo total financiero y operativo por empresa al hacer una emisión de Bonos de manera conjunta.	58
Tabla 19. Características de los Títulos Corona	61
Tabla 20. Participación porcentual de las compañías en la emisión sindicada	61
Tabla 21. Términos de Colocación	61

LISTA DE FIGURAS

	pág
Figura 1. Desarrollo del marco metodológico	17
Figura 2. Sistema Financiero en Colombia	20
Figura 3. Escalas de Calificación de Valores a largo plazo	23
Figura 4. Escalas de Calificación de Valores a corto plazo	24
Figura 5. Tipos de Bonos	27
Figura 6. Etapas para la Emisión de Bonos Sindicada.	31

LISTA DE GRAFICOS

	pág.
Grafico 1. Estructura de integración financieras para medianas empresas de Colombia.	39
Grafico 2. Flujograma	44

LISTA DE ANEXOS

	pág.
Anexo A. Resolución 400 del 22 de mayo de 1995	65
Anexo B. Decreto 3139 del 12 de septiembre de 2006	72
Anexo C. Ley 964 del 8 de julio de 2005	73

GLOSARIO

BANCA DE INVERSIÓN¹: La banca de inversión o banca de negocios es aquella especializada en obtener, para las empresas privadas y los gobiernos, el dinero o los instrumentos financieros necesarios para realizar determinada inversión, mediante la emisión y venta de valores en los mercados de capitales.

La mayoría de los bancos de inversión ofrecen servicios consultivos para las fusiones, adquisiciones o divisiones y otros servicios financieros para los clientes, tales como el comercio o colocación a futuro de ingresos, acreencias, acciones o commodities.

Generalmente los países exigen licencias especiales para los bancos de inversión y no permiten que operen simultáneamente como bancos comerciales, es decir captando depósitos.

Los fondos mutuos, fondos de cobertura y fondos de jubilación, cuyo objetivo es maximizar la rentabilidad de los ahorristas mediante la inversión constituyen el "lado de la compra" de los valores emitidos y vendidos por la banca de inversión. En algunos países las firmas operan tanto del lado de la compra, como de la venta.

La banca de inversión tiene como función principal la formación de capital. Esta función la desarrolla mediante la prestación de una serie de servicios que tienden a optimizar el funcionamiento de los mercado de capitales y a agilizar la consecución de fondos para llevar a cabo proyectos empresariales.

La banca de inversión moderna ha ampliado su campo de acción mediante el desarrollo de operaciones en el área de finanzas corporativas y la exploración de nuevas alternativas de financiación. En este nuevo horizonte actúa como asesora de empresas en programas de reestructuración financiera; en procesos de fusión, adquisición o venta de empresas; en el impulso a las inversiones en capital de aventura [venture capital]; en transacciones financieras como los intercambios de deuda por capital (...) en la financiación de proyectos; en los procesos de privatización de las empresas estatales, etc."

BOLSA DE VALORES: Es el lugar donde se reúnen compradores y vendedores de productos financieros con el objeto de negociarlos.

CÁMARA DE RIESGO CENTRAL DE CONTRAPARTE: Entidades que administran un mecanismo mediante el cual se minimizan o eliminan los riesgos

¹ Tomado de Wikipedia, www.wikipedia.com y de Doctrinas y conceptos financieros 2004, superintendencia financiera.

de incumplimiento de las organizaciones derivadas de las operaciones en el mercado de valores, ya que la contraparte de todos los compradores y vendedores será la Cámara.

DEPÓSITOS CENTRALIZADOS DE VALORES: Son las entidades encargadas de custodiar, administrar y recibir en depósito los valores negociados en el mercado. Actualmente existen dos depósitos de valores, uno es DECEVAL, el cual es una entidad de carácter privado, y otro es DCV, administrado por el Banco de la República y dedicado exclusivamente a la administración de títulos de deuda pública.

EMISIÓN SINDICADA DE BONOS: Son emisiones sindicadas de bonos, cuando un número plural de entidades, o compañías se unen agrupando las necesidades de capital de trabajo y en conjunto salen al Mercado de Capitales para ofrecer bonos y obtener financiación directa de inversionistas.

ESTRUCTURA DE INTEGRACIÓN FINANCIERA: Es el modelo que permite ver el proceso mediante el cual un número plural de empresas medianas en Colombia se integran para colocar en el Mercado de Capitales bonos que sean atractivos para los inversionistas y que al mismo tiempo satisfagan las necesidades de financiación de cada una de las empresas que conforman la integración.

MACROTÍTULO²: El macrotítulo es un título global representativo de la emisión, que comprende el registro contable de la emisión, la custodia, administración y control del título global, lo cual incluye el control sobre el saldo circulante de la emisión, monto emitido, colocado, en circulación, cancelado, por colocar y anulado de los títulos.

El macrotítulo así registrado respaldará el monto efectivamente colocado en base diaria.

MEDIANA EMPRESA³: En Colombia, según la Ley 905 de 2004, la mediana empresa es aquella que cuenta con una planta de personal entre 51 y 200 trabajadores o activos totales entre 5.001 y 30.000 salarios mínimos legales mensuales vigentes.

PEQUEÑA EMPRESA⁴: En Colombia, según la Ley 905 de 2004, la pequeña empresa es aquella sociedad con una planta de personal entre 11 y 50 trabajadores o activos entre 501 y 5.000 salarios mínimos legales mensuales vigentes.

² Tomado del contrato de depósito y administración de emisión desmaterializada de valores que se celebra con DECEVAL.

³ Tomado de: http://es.wikipedia.org/wiki/Mediana_empresa#Colombia, ley 905 de 2004.

⁴ Tomado de: http://es.wikipedia.org/wiki/Mediana_empresa#Colombia, ley 905 de 2004.

SALARIO MÍNIMO LEGAL MENSUAL VIGENTE (SMLMV) Para el año 2010, el salario mínimo legal mensual vigente es de \$515.000 pesos.

SOCIEDAD ANONIMA⁵: Es el tipo de sociedad que se constituye mediante escritura pública, con un número mínimo de 5 accionistas, quienes responden hasta por el monto o aporte de capital respectivo que han suministrado para la sociedad. Se debe definir en la escritura pública, el tiempo de duración de la sociedad. La administración de esta sociedad la desarrolla principalmente la Asamblea General de Accionistas, quién a su vez debe elegir la Junta Directiva y el Revisor Fiscal. La Junta Directiva a su vez debe elegir el Representante Legal de la Sociedad.

SOCIEDAD COMERCIAL⁶: Una sociedad es un contrato por medio del cual una o más personas nacionales o extranjeras se obligan a hacer aportes en dinero con el fin de repartirse las utilidades que genera el desarrollo de la empresa. Con este contrato se crea una persona jurídica que responde ante sus obligaciones frente al tipo de sociedad que elija. Los tipos de sociedades más comunes en Colombia son: Sociedades Anónimas (S.A.), Sociedad Limitada (LTDA.) y Sociedad por Acciones Simplificada (S.A.S.).

SOCIEDADES DE ADMINISTRADORES DE SISTEMAS DE NEGOCIACIÓN DE REGISTRO DE OPERACIONES: Son los sistemas que administran las Bolsas de Valores o Agropecuarias, los depósitos de valores o las entidades constituidas con tal propósito que permiten que todas las operaciones que se realizan en el Mercado de Valores sean cumplidas de manera segura.

SUBASTA HOLANDESA: Mecanismo de subasta mediante el cual los compradores especifican la cantidad de títulos que quieren comprar y a qué precio y al momento de la adjudicación se otorgan los títulos al precio mínimo que agota la cantidad total de títulos ofertados. Todos los compradores ganadores pagan el mismo precio por título.

⁵ ENTREVISTA con Alejandro Celis Llanos, Abogado. Santiago de Cali, Junio 4 de 2010

⁶ ENTREVISTA con Alejandro Celis Llanos, Abogado. Santiago de Cali, Junio 4 de 2010

INTRODUCCIÓN

El trabajo de grado titulado “La estructura de integración financiera para medianas empresas en Colombia que deseen ingresar al Mercado de Capitales” nace de un interés de revisar si es posible encontrar alternativas diferentes a la financiación tradicional para las medianas empresas que por tamaño y operaciones en ocasiones no encuentran créditos con tasas atractivas.

Teniendo en cuenta lo anterior, se quiso analizar la posibilidad para que medianas empresas de un mismo sector puedan integrarse para cumplir con los requisitos para emitir bonos de manera sindicada, reduciendo los costos fijos al distribuirse entre todos los participantes de la emisión.

Para poder desarrollar el trabajo de grado inicialmente se hizo un recorrido por el Marco Teórico de la ley colombiana, identificando los artículos más relevantes y pertinentes para llevar a cabo una emisión de bonos.

Posteriormente, se realizaron indagaciones con funcionarios del sector financiero para identificar como transcurre el proceso realmente e identificar cuales variables son las más pertinentes a tener en cuenta.

Para finalizar y concluir el trabajo de grado, se planteó una simulación, en donde se trabajaron 3 alternativas de financiación, la primera, un crédito tradicional, luego la emisión de bonos individualmente, y por último, la emisión sindicada para el conjunto de empresas involucradas en el análisis.

1. PRESENTACIÓN DEL TRABAJO

1.1 JUSTIFICACIÓN O ANTECEDENTES

Los empresarios Colombianos que dirigen las medianas compañías no han estado muy a favor de abrirle sus puertas al mercado de capitales, año tras año cumplen sus metas haciendo uso de los canales tradicionales de apalancamiento. Esto les genera altos costos de financiación por no permitirse explorar diferentes fuentes que aunque poco utilizadas en Colombia, no quiere decir que sean riesgosas.

En Colombia hasta ahora se ha despertado el interés por parte de algunas empresas grandes hacia el mercado de capitales, se han realizado exitosas colocaciones de Acciones, Bonos, Papeles Comerciales, Titularizaciones, etc., las cuales han estado muy demandadas por parte de los inversionistas y los empresarios han logrado financiarse a muy buenos plazos y a tasas de interés muy atractivas. Dentro de algunos de los casos más exitosos de los últimos años podemos destacar las emisiones de Acciones de Ecopetrol e ISA, en Bonos están muchas empresas del sector real y financiero como Almacenes La 14, Gases de Occidente, EPM, Bancolombia etc. Y algunas inclusive en el exterior como la emisión de Bonos de Ecopetrol en Estados Unidos.⁷

Los bancos no pueden dejar de ser un aliado de los empresarios Colombianos, pues son indispensables para que el sistema financiero funcione. Sin embargo, la idea es difundir otras alternativas para que las empresas puedan obtener capital de trabajo de una manera eficiente y económica, de esta forma se emprenderá hacia un crecimiento del mercado de capitales Colombiano y a la búsqueda de mejores condiciones de financiación para los empresarios.

El objetivo terminal de este trabajo es proponer una guía que contenga los pasos a seguir para realizar una emisión sindicada de bonos que sea de fácil entendimiento para los directivos y accionistas de las medianas empresas del país, en la cual se tengan en cuenta aspectos legales, operativos, conceptos y modelos financieros, para que despierten el interés hacia el mercado de capitales y se puedan beneficiar de algunas de las ventajas que el mismo les puede brindar; como acceso directo a inversionistas con altos grados de liquidez y apalancamiento financiero más competitivo que el comercial.

Sabemos que uno de los limitantes para que las emisiones en el mercado público de valores sean más requeridas por parte de los empresarios es el costo de hacerlas, pues una emisión hay que estructurarla y ejecutarla con tiempo, algunos de los costos en los que se incurre en una emisión son: "Inscripción en la Bolsa de

⁷ ENTREVISTA con Adriana María Paz, Trader Bancolombia. Santiago de Cali, Enero 12 de 2010.

valores, Inscripción en el registro nacional de valores e intermediarios (RNVI), Derechos de oferta pública, impresión de prospectos, calificación, representante legal de tenedores y bonos, devaluación, costo de la estructuración de la emisión de la banca de inversión⁸, entre otros.

Debido a los altos costos de una emisión en el mercado de capitales en Colombia, para una empresa mediana es muy difícil lograr entrar a este mercado en busca de financiación. No obstante, el crédito tradicional, igualmente, genera costos de financiación elevados, pues las medianas empresas no tienen músculo financiero para acceder a una tasa de crédito competitiva ante un Banco.

Por lo tanto, es de suprema importancia que se explore la viabilidad de que pequeños grupos de estas empresas de un mismo sector se unan para hacer emisiones conjuntas. Al lograr esta integración financiera, pueden distribuir entre ellas los costos fijos de financiación de una emisión, y de esta manera, lograr tasas atractivas sin dejar a un lado la seguridad que se debe generar a los inversionistas que comprarían la emisión.

Actualmente, los costos de financiación de una mediana empresa en Colombia a través del crédito tradicional pueden estar alrededor de DTF + 6% ATA, mientras que si se integra con 5 empresas y realizan una emisión sindicada, pueden reducir los costos operativos de emitir deuda y adicionalmente, obtener un costo de financiación más competitivo, en promedio individual para cada empresa de DTF + 3.91%

1.2 ALCANCE O LIMITACIÓN

Este proyecto va dirigido a las medianas empresas colombianas clasificadas como Sociedades Anónimas que se interesen en expandir sus posibilidades de financiación.

Esta Estructura de Integración Financiera inicia con la estructuración de un marco teórico para la aplicación de una metodología que permita el desarrollo de un modelo práctico que le sirva a las empresas a estructurar una emisión en el Mercado de Capitales de manera conjunta.

Este trabajo de grado le aplica a las medianas empresas en Colombia, de acuerdo a la definición de la legislación colombiana.

⁸ Banca de Inversión Bancolombia, Manual simulador emisión de bonos calificados, www.bancadeinversionbancolombia.com

2. OBJETIVOS

2.1 OBJETIVO GENERAL

- Establecer una metodología de guía para realizar una emisión conjunta de bonos en el Mercado de Capitales para medianas empresas en Colombia y ubicarla como alternativa viable de financiación.

2.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS

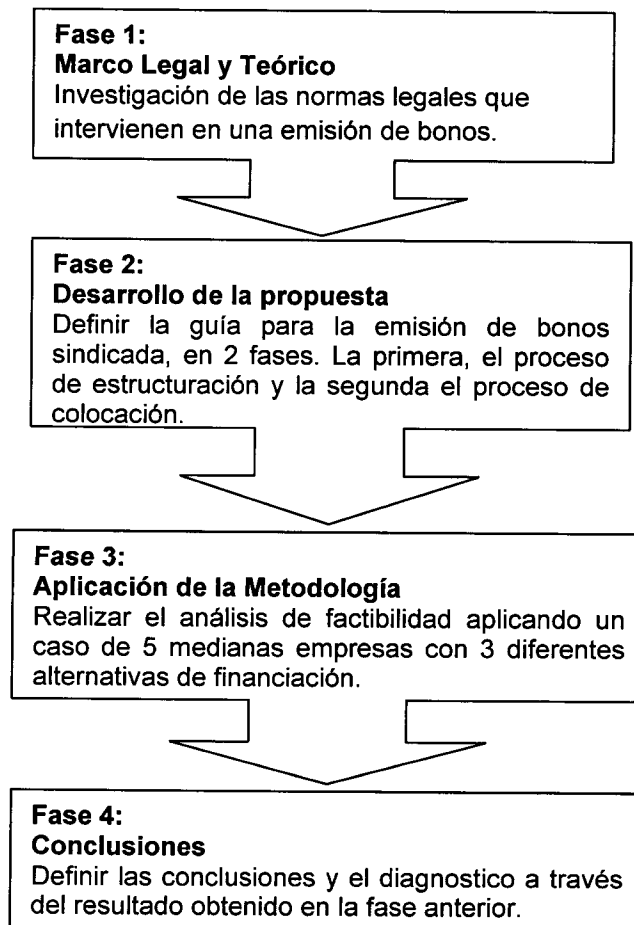
- Determinar las condiciones que deben cumplir las medianas empresas para realizar una emisión de Bonos sindicada en Colombia.
- Distribuir los costos de entrada al Mercado de Capitales de las medianas empresas colombianas a través de una emisión conjunta.
- Analizar tres alternativas que tienen actualmente las empresas medianas para adquirir financiación y establecer cuál de las tres ofrece mejores beneficios para un grupo de empresas.

3. MARCO METODOLÓGICO

La metodología propuesta para este Trabajo de Grado es la de Aplicación, en donde inicialmente recurriremos a establecer un Marco Teórico y Legal para el tema de interés, posteriormente, aplicaremos la metodología para desarrollar la propuesta y por último, llegaremos a la parte de Diagnóstico y Decisión.

Dentro del Marco Teórico y Legal recurriremos a las leyes colombianas que rigen el Mercado de Capitales con el fin de establecer cómo hacer una emisión de bonos sindicada para medianas empresas de manera eficiente. En la etapa de aplicación de la metodología realizaremos un análisis de factibilidad de nuestra propuesta y finalizaremos con un ejemplo donde se podrá ver de manera clara la conveniencia de hacer una emisión sindicada entre un grupo de empresas medianas.

Figura 1. Desarrollo del marco metodológico



Fuente: Diseño propio

4. MARCO LEGAL

En el conjunto de normas legales que se relacionan con el Mercado de Capitales y la emisión de bonos para las empresas medianas en Colombia, resaltamos la Resolución 400 del año 2005, el Decreto 3139 de 2006 y la Ley 964 de 2005. Las sociedades que deseen emitir títulos valores en el mercado Colombiano están obligadas a regirse por estas normas, en todo su rigor.

4.1 RESOLUCIÓN 400 DEL 22 DE MAYO DE 1995

La Resolución 400 del 22 de mayo de 1995 contempla los puntos obligatorios a considerar cuando una empresa quiere hacer una emisión en el mercado público de valores. En la emisión y oferta pública de Bonos se especifican claramente los puntos a tener en cuenta a la hora de hacer alguna emisión y los requisitos que deben cumplir las empresas que quieran hacerlo.

Particularmente, el Artículo 1.2.4.1.1 establece la posibilidad de realizar emisiones sindicadas y las condiciones por las cuales debe realizarse.

En el Anexo A. citamos los artículos de la Resolución que consideramos estratégicos para realizar una emisión de bonos.

4.2 DECRETO 3139 DEL 12 DE SEPTIEMBRE DE 2006

El decreto 3139 de 2006 contempla las normas relacionadas con la organización y funcionamiento del Sistema Integral de Información del Mercado de Valores - SIMEV-, y se dictan otras disposiciones.

En el Anexo B. citamos los artículos del Decreto que consideramos más importantes para conocer el funcionamiento del Mercado de Valores.

4.3 LEY 964 DEL 8 DE JULIO DE 2005

La Ley 964 de 2005 estipula normas generales y se señalan en ellas los objetivos y criterios a los cuales debe sujetarse el Gobierno Nacional para regular las actividades de manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público que se efectúen mediante valores y se dictan otras disposiciones. En el Anexo C. citamos las principales definiciones y principios de la Ley marco del Mercado de Valores.

5. MARCO TEÓRICO

5.1 MERCADOS

5.1.1 Mercado de Capitales. El mercado de capitales⁹ es una herramienta básica para el desarrollo económico de una sociedad, ya que mediante él, se hace la transición del ahorro a la inversión; moviliza recursos principalmente de mediano y largo plazo, desde aquellos sectores que tienen dinero en exceso (ahorradores o inversionistas) hacia las actividades productivas (empresas, sector financiero, gobierno) mediante la compraventa de títulos valores.

Como es sabido, por medio de una mayor propensión al ahorro, se genera una mayor inversión, debido a que se producen excedentes de capital para los ahorradores, los cuales buscan invertirlos y generar mayor riqueza. Esta inversión da origen, por su parte, a nuevas industrias generadoras de ingresos, siendo este el principal objetivo del mercado de capitales.

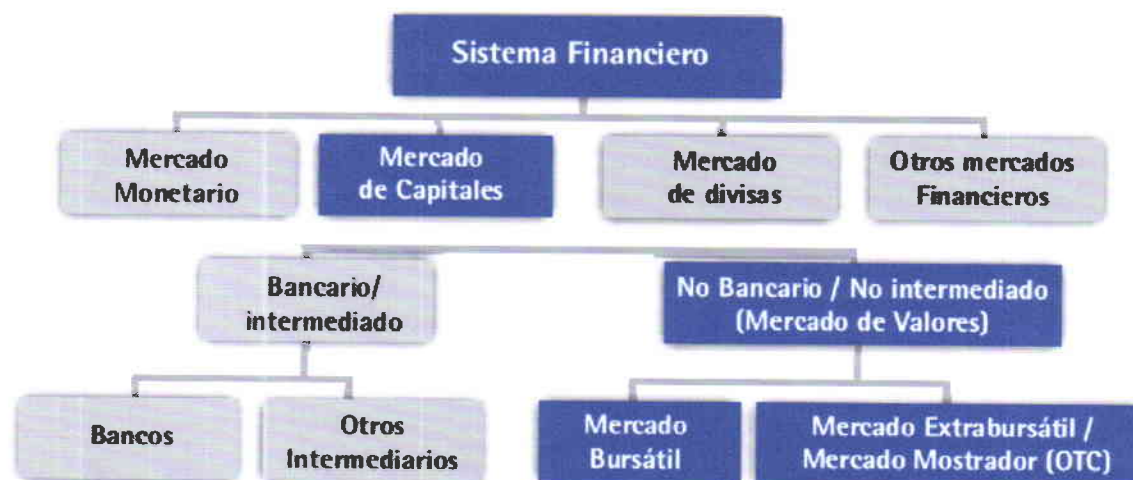
Una de las definiciones más fundamentales de mercado de capitales que se tiene es el conjunto de mecanismos a disposición de una economía para cumplir la función básica de asignación y distribución, en el tiempo y en el espacio, de los recursos de capital, los riesgos, el control y la información asociados con el proceso de transferencia del ahorro a inversión.

5.1.2 Mercado de Valores. El Mercado de Valores¹⁰ hace parte del denominado Mercado de Capitales, que constituye el medio mediante el cual una economía asigna y distribuye los recursos, riesgo e información relacionada de manera que el ahorro se transfiera hacia la inversión. No obstante, no incluye el Mercado Crediticio a pesar de que los dos orienten sus esfuerzos a mediano y largo plazo. En la Figura 1 se puede observar cómo está constituido el sistema financiero en Colombia.

⁹ Definición tomada del Decreto 3139 del 12 de Septiembre de 2006

¹⁰ Definición tomada del Decreto 3139 del 12 de Septiembre de 2006

Figura 2. Sistema Financiero en Colombia



Fuente: www.gacetafinanciera.com

Como una mayor precisión, puede decirse que por Mercado de Valores se entiende el espacio, donde demandantes y oferentes de títulos valores realizan la transferencia de recursos de los ahorros o de agentes con exceso de liquidez, a inversión en el sector productivo de la economía.

5.1.3 Ventajas del Mercado de Valores:

- Asigna a bajo costo recursos para la financiación de empresas del sector productivo, es decir, que canaliza eficientemente el ahorro hacia la inversión.
- Permite que ahorradores con excedentes de liquidez, participen en los proyectos de mediano y largo plazo de la economía, es decir, que transforma los plazos del ahorro y la inversión.
- Facilita la liquidez.
- Posibilita la diversificación del riesgo para los agentes participantes.
- Ofrece una amplia variedad de productos con diferentes características (plazo, riesgo y rendimiento) de acuerdo con las necesidades de inversión o financiación de los agentes participantes de mercado.

- Tiene expectativas de producir mayores rentabilidades que las logradas en el mercado de crédito (un ejemplo del mercado de crédito es el caso de un ahorrador que deposita sus ahorros en un banco).

5.1.4 Participantes del Mercado de Valores. Emisores de Valores: Son aquellos agentes que deciden financiar sus actividades a través de la emisión de valores. La emisión puede darse en acciones o bonos entre otros. Entre los emisores tenemos: el Gobierno Nacional, las entidades públicas con regímenes especiales, los Gobiernos Extranjeros, otras entidades públicas, y emisores privados como bancos y empresas privadas.

- Inversionistas: Son todas aquellas personas naturales o jurídicas, que deciden canalizar su dinero en el Mercado de Valores con el propósito de obtener rentabilidad. Existen dos tipos de inversionistas: los inversionistas profesionales y los clientes inversionistas. Los primeros son los cuales que por volumen y frecuencia con que realizan operaciones en el Mercado de Valores tienen los conocimientos necesarios para no requerir asesoría, mientras los segundos, sí requieren de asesoría y corresponden a la mayoría de Inversionistas.

- Proveedores de Infraestructura: Son Agentes a través de los cuales se realiza o facilita la intermediación de valores, entre ellos: las Bolsas de Valores, las Bolsas de Bienes y Productos Agropecuarios y Agroindustriales, las Cámaras de Riesgo Central de Contraparte, las Sociedades de Administradores de Sistemas de Negociación de Registro de Operaciones y Depósito Central de Valores.

5.1.5 Sistemas de negociación de valores. Son mecanismos de carácter multilateral y transaccional al cual concurren las entidades afiliadas, para la realización en firme de ofertas sobre valores que se cierran en el sistema y para darle información de divulgación al mercado sobre dichas operaciones.

5.1.6 Sistema de registro de operaciones sobre valores. Es el mecanismo que tiene por objeto recibir y registrar información de operaciones sobre valores que se celebren el mercado mostrador.

5.1.7 Las Sociedades Calificadoras de Valores¹¹. Son compañías especializadas que se dedican fundamentalmente a analizar las emisiones de renta fija, con el fin de evaluar la certeza de pago puntual y completo de capital e intereses de las emisiones, así como la existencia legal, la situación financiera del emisor y la estructura de la emisión, para establecer el grado de riesgo de esta última. La calificación de valores se originó en los Estados Unidos hacia finales del siglo XIX, en donde se había desarrollado un sistema de información crediticia que

¹¹ Definición tomada del Decreto 3139 del 12 de Septiembre de 2006

era utilizado por inversionistas e instituciones financieras. A principios del siglo XX, con el desarrollo de la industria ferroviaria, las empresas de ese sector se convirtieron en las principales emisoras de obligaciones (bonos), hecho que dio pie a la creación de otras empresas dedicadas a estudiar la calidad de dichos instrumentos. En la medida en que el mercado se desarrollaba y la oferta de instrumentos crecía, las agencias calificadoras evolucionaban también, calificando todo tipo de emisiones ofrecidas en el mercado doméstico e internacional.

En 1919 la actividad de calificación de riesgos ya cubría desde los Estados Unidos deudas soberanas de países como Francia, Gran Bretaña, Italia, Japón, y la República China. En la actualidad, existe un grado de cubrimiento global que ejercen las tres principales agencias calificadoras, las cuales están asignando calificaciones a todo tipo de emisiones privadas, públicas, soberanas, etc. en los mercados de capitales desarrollados y emergentes. Las tres calificadoras mencionadas son: FitchRatings, Moody's y Standard and Poor's. La popularidad y aceptación de las calificaciones por parte del público llevaron a otros países a adoptar el sistema de calificación de riesgos. En algunos de ellos el sistema se adoptó por iniciativa de empresarios particulares atendiendo las necesidades del mercado, mientras que en otros se hizo por vía legislativa.

Las calificadoras de riesgo crediticio han sido fundamentales en el desarrollo de los mercados de capitales y en la promoción de la transparencia de la información y la cultura de la medición del riesgo. En el caso de las compañías que se someten a un proceso de calificación, éstas pueden ampliar la flexibilidad en sus fuentes de financiación, tener mayor acceso a los mercados de capitales, reducir sus costos de endeudamiento, mejorar la relación con proveedores, entre otras.

5.2 ESCALAS DE CALIFICACIÓN

5.2.1 Riesgo Crediticio de Largo Plazo. En la Figura 2 se pueden encontrar las diferentes escalas de calificación de Valores según la agencia calificadora Fitch, diseñadas para calificar los siguientes tipos de valores emitidos a largo plazo:

Bonos Ordinarios, Endeudamiento A Largo Plazo, Bonos Públicos, Fondos, Bonos Estructurados, Titularización De Cartera, Titularización De Flujos Futuros, Project Finance, Deuda A Mediano Y Largo Plazo Y Acciones Preferenciales.

Figura 3. Escalas de Calificación de Valores a largo plazo

AAA	Emisiones con la más alta calidad crediticia. Los factores de riesgo son prácticamente inexistentes.
AA +	Emisiones con muy alta calidad crediticia. Los factores de protección son muy fuertes. El riesgo es modesto, pero puede variar ligeramente en forma
AA	ocasional por las condiciones económicas.
AA -	
A+	Emisiones con buena calidad crediticia. Los factores de protección son adecuados. Sin embargo, en períodos de bajas en la actividad económica los
A	riesgos son mayores y más variables.
A-	
BBB+	Los factores de protección al riesgo son inferiores al promedio; no obstante, se consideran suficientes para una inversión prudente. Existe una variabilidad
BBB	considerable en el riesgo durante los ciclos económicos, lo que puede
BBB-	provocar fluctuaciones frecuentes en su calificación.
BB+	Emisiones situadas por debajo del grado de inversión. Empero, se estima probable que puedan cumplir sus obligaciones al vencimiento, Los factores de
BB	protección estimados fluctúan de acuerdo con las condiciones de la industria y
BB-	la habilidad de la administración de la compañía. La calidad de estas emisiones puede variar con frecuencia.
B+	Emisiones situadas por debajo del grado de inversión. Existe el riesgo de que no puedan cumplir sus obligaciones. Los factores de protección financiera
B	fluctúan ampliamente en los ciclos económicos, condiciones de la industria y la
B-	habilidad de la administración de la compañía para sortearlos. Las emisiones calificadas en esta categoría también pueden variar con frecuencia.
CCC	Emisiones situadas muy por debajo del grado de inversión. Se caracterizan por tener un alto riesgo en su pago oportuno. Los factores de protección son escasos y el riesgo puede ser sustancial en las situaciones desfavorables, tanto de la industria como de la compañía.
DD	Las emisiones de esta categoría se encuentran en incumplimiento de algún pago u obligación.
EE	Sin suficiente información para calificar.

Fuente: www.dccrcolombia.com, Escalas de calificación, Riesgo de crédito a largo plazo

5.2.2 Riesgo Crediticio de Corto Plazo. En la Figura 3 se pueden encontrar las diferentes escalas de calificación de Valores según la agencia calificadora Fitch, diseñadas para calificar algunos tipos de valores emitidos a corto plazo como los papeles comerciales.

Figura 4. Escalas de Calificación de Valores a corto plazo

Nivel Alto	Emisiones con la más alta certeza de pago oportuno. La liquidez a corto plazo, factores de protección y acceso a fuentes alternas de recursos son excelentes.
DP 1+	
DP 1	Emisiones con muy alta certeza en el pago oportuno. Los factores de liquidez y protección son muy buenos y los riesgos insignificantes.
DP 1-	Emisiones con buena certeza en el pago oportuno. La liquidez es buena y está soportada por buenos factores de protección. Los riesgos son muy pequeños.
Nivel Bueno	Emisiones con buena certeza en el pago oportuno. La liquidez y otros aspectos del emisor son firmes. Sin embargo, las necesidades continuas de fondos pueden incrementar los requerimientos totales de financiamiento. El acceso a los mercados de capitales es bueno. Los factores de riesgo son pequeños.
DP 2	
Nivel Satisfactorio	La liquidez es satisfactoria y otros factores de protección hacen que la emisión sea calificada como inversión aceptable. Es de esperar que se dé el pago oportuno. No obstante, los factores de riesgo son mayores y están sujetos a variaciones.
DP 3	
Nivel No Califica Para Inversión	Emisiones con características de inversión especulativas. La liquidez no es suficiente para garantizar el servicio de la deuda. Los factores de protección están sujetos a un alto grado de variación.
DP 4	
Nivel de Incumplimiento	Las emisiones se encuentran en incumplimiento de algún pago u obligación.
DP 5	
DP 6	Sin suficiente información para calificar.

Fuente: www.dcrcolombia.com, Escalas de calificación, Riesgo de crédito a corto plazo

5.2.3 Intermediarios de Valores. Los intermediarios de valores son las entidades mediante las cuales es posible invertir en el Mercado de Valores. Estos son Sociedades Comisionistas de Valores, Sociedades Fiduciarias, Sociedades Administradores de Inversión, Sociedades Administradores de Fondos de Pensiones y Cesantías, Entidades Bancarias, Compañías de Financiamiento Comercial, Corporaciones Financieras y Aseguradoras.

5.2.4 Superintendencia Financiera de Colombia. Es una entidad pública mediante la cual el Presidente de la República ejerce la inspección, vigilancia y control sobre las personas que realizan actividades financieras, bursátil, aseguradora y cualquier otra relacionada con el manejo, aprovechamiento o inversión de recursos captados del público.

Su objetivo es supervisar el sistema financiero colombiano con el fin de preservar su estabilidad, seguridad y confianza. Así como promover, organizar y desarrollar el Mercado de Valores colombiano y la protección de los inversionistas, ahorradores y asegurados.

5.2.5 Organismos Autorreguladores. Son entidades de carácter privado que desarrollan funciones normativas, de supervisión y de disciplina con el objeto de contribuir al mantenimiento de la confianza, integridad y transparencia del Mercado de Valores. Actualmente el autorregulador del Mercado de Valores de Colombia, AMV, es el único organismo autorregulador en Colombia.

5.2.6 Organismos certificadores. Son los organismos autorreguladores autorizados por la Superintendencia Financiera de Colombia para actuar como tales. El AMV es el organismo certificador del Mercado de Valores de Colombia.

5.2.7 Concepto de valor. De acuerdo con la Ley 964 de 2005, el valor es todo derecho de naturaleza negociable que haga parte de una emisión, cuando tenga por objeto o efecto la captación de recursos del público. No se consideran valores las pólizas de seguros o los títulos de capitalización, se incluyen los siguientes:

- a) Las acciones;
- b) Los bonos;
- c) Los papeles comerciales;
- d) Los certificados de depósito de mercancías;
- e) Cualquier título o derecho resultante de un proceso de titularización;
- f) Cualquier título representativo de capital de riesgo;
- g) Los certificados de depósito a término;
- h) Las aceptaciones bancarias;
- i) Las cédulas hipotecarias;
- j) Cualquier título de deuda pública.

5.2.8 Oferta pública. Atendiendo la definición contemplada en la Resolución 400 del año 1995, se considera oferta pública de valores, la dirigida a personas no determinadas o a cien o más personas determinadas, con el fin de suscribir, enajenar o adquirir documentos emitidos en serie o en masa, que otorguen a sus titulares derechos de crédito, de participación y de tradición o representativos de mercancías.

No se considerará pública la oferta de acciones o de bonos obligatoriamente convertibles en acciones que esté dirigida a los accionistas de la sociedad emisora, siempre que sean menos de quinientos (500) los destinatarios de la misma.

Tampoco se entenderá como pública la oferta de acciones resultante de una orden de capitalización impartida por autoridad estatal competente, dirigida exclusivamente a accionistas de la sociedad, o la que tenga por objeto capitalizar obligaciones de la misma, siempre y cuando se encuentren reconocidas dentro de un proceso concursal en el que se haya tomado tal decisión, en ambos casos sin importar el número de personas a quienes se encuentre dirigida.

5.2.9 Valor nominal. El valor nominal es aquel que se expresa en el título al momento de su emisión, el cual no varía por efecto de las amortizaciones periódicas del mismo.

El valor nominal de los valores se deberá expresar en múltiplos de cien mil pesos (\$100.000), o de mil (1.000) unidades básicas cuando ésta sea diferente al peso colombiano.

5.2.10 Titularizaciones. Consiste en un mecanismo por medio del cual un bien o un activo generan cualquier tipo de beneficio por medio de convertirlo en títulos para ser mercadeados entre los inversionistas.

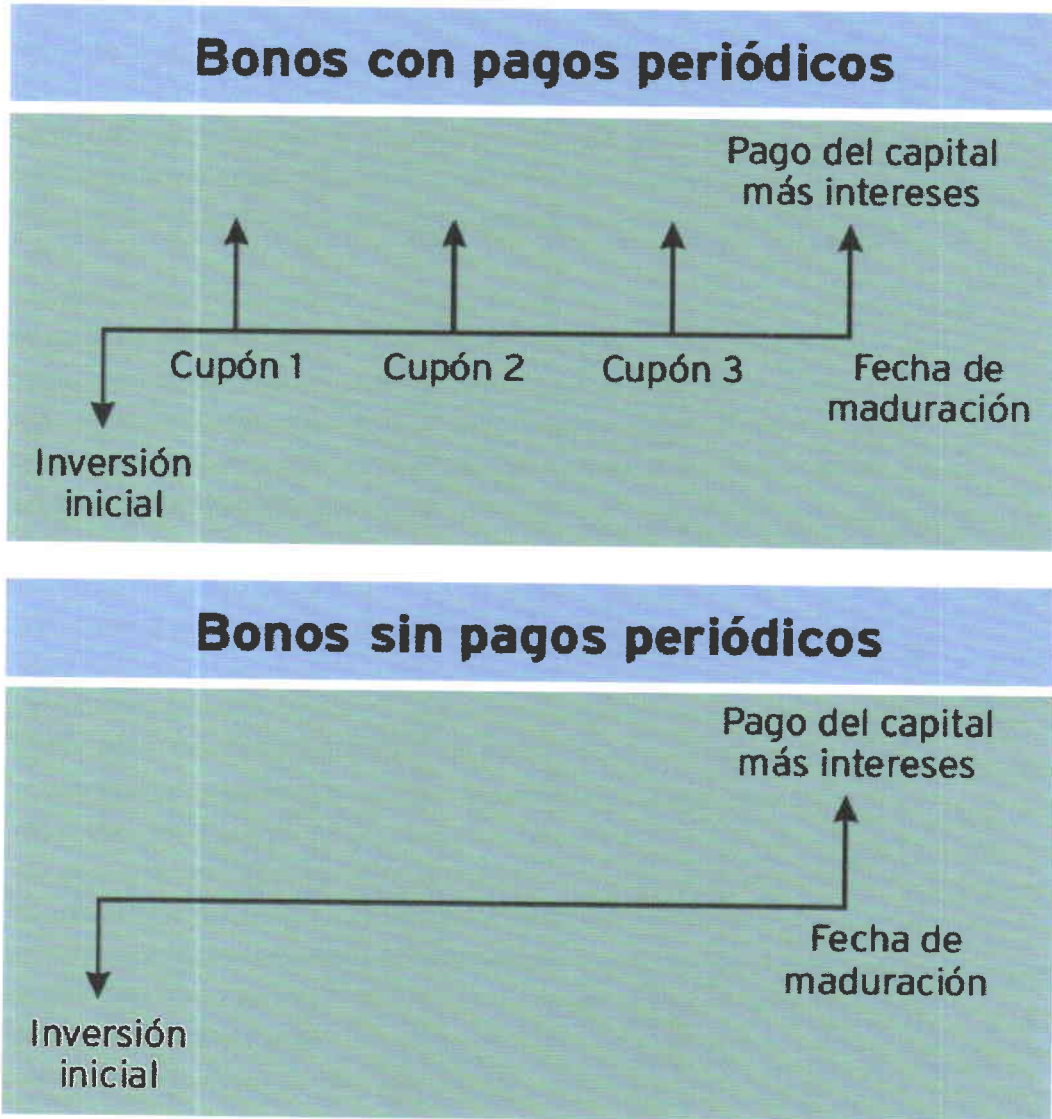
Los bienes se transfieren a una fiduciaria o agente de manejo el cual se encarga del bien a titularizar; el agente de manejo quedaría encargado de emitir títulos, recaudar dineros y representar jurídicamente a los inversionistas.

5.2.11 Bonos y tipos de Bonos. Los bonos¹² son valores que representan una deuda que tiene la empresa emisora con las personas que los adquieren. Una vez transcurra el periodo de tiempo pactado, el emisor debe devolver el monto de la inversión al titular del bono, más una suma de dinero equivalente a los intereses que se comprometió a pagar.

En términos generales, existen dos tipos de bonos: aquellos que pagan intereses o cupones periódicos durante la vigencia de la inversión y los que sólo pagan en la fecha de maduración, los cuales se conocen como "Bonos Cero Cupón": En la Figura 5 se pueden observar estos tipos de Bonos.

¹² Definición tomada del Decreto 3139 del 12 de Septiembre de 2006

Figura 5. Tipos de Bonos



Fuente: Autorregulador del mercado de Valores de Colombia, Edición # 3, serie de cartillas especializadas de Programa para la Educación del Inversionista, todo lo que un inversionista debe saber sobre los Bonos, Diciembre de 2009.

Los bonos son instrumentos de renta fija porque, el inversionista conoce con anticipación cuál será su rentabilidad si decide mantener la inversión hasta la fecha de vencimiento. Sin embargo, en caso de que el inversionista decida vender el bono antes del vencimiento, el retorno económico puede ser mayor o menor al interés pactado dependiendo de las condiciones del mercado.

Es importante recordar que existen bonos cuya tasa de referencia está atada a índices o tasas variables tales como DTF, UVR, IPC, entre otros. Esto hace que la rentabilidad del bono, incluso manteniéndolo hasta su vencimiento, pueda variar respecto a lo proyectado.

En el mercado existen bonos de deuda pública y bonos de deuda privada. La principal diferencia entre unos y otros es el tipo de emisor tal como se detallada a continuación:

5.2.12 Bonos de deuda privada. Son emitidos por empresas del sector privado, en las que el Gobierno Nacional no cuenta con una posición dominante o mayoritaria. La colocación de estos bonos permite a las sociedades emisoras obtener financiación a largo plazo, a tasas de interés competitivas y eventualmente en grandes montos.

Además, pueden hacer amortizaciones parciales de la deuda o el pago total al vencimiento.

Por ejemplo, en el 2009 empresas privadas como EPM, Emgesa, Avianca y Alpina, entre muchas otras, han aprovechado la coyuntura de tasas de interés bajas para emitir deuda de mediano y largo plazo y de esta forma acceder a tasas de endeudamiento más competitivas.

5.2.13 Bonos de deuda pública. Son emitidos por las entidades del Gobierno Nacional o aquellas en las cuales su participación supera el 51%. Existen bonos de deuda pública interna y externa mediante los cuales el Gobierno Nacional obtiene recursos para financiar sus actividades.

5.2.14 Deuda pública interna. Corresponde a bonos emitidos por el Gobierno Nacional para ser transados, colocados y cumplidos en el mercado local. Los más utilizados son los Títulos de Deuda Pública (TES), los cuales constan de dos partes: el principal, que se paga al final del plazo, y los cupones de intereses pagaderos anualmente.

Actualmente sólo se emiten TES Clase B, dentro de los cuales hay una gran variedad de títulos, cada uno con características diferentes en términos de plazo, rentabilidad y denominación como se describe a continuación:

5.2.15 Tasa Fija en pesos (TFI). Son denominados en moneda legal colombiana. Actualmente su plazo de vencimiento está entre 2 y 15 años, se expiden en múltiplos de \$100.000 y el valor mínimo es de \$500.000.

5.2.16 Tasa Fija en Unidades de Valor Real Constante - (TUV). Son denominados en UVR y actualmente su plazo de vencimiento está entre 3 y 15 años. Se expiden en múltiplos de 1.000 unidades de UVR y el valor mínimo es de 10.000 unidades de UVR. Su valor de liquidación es el resultado de multiplicar el valor nominal de los títulos (el capital) por su precio de negociación y el valor de la UVR vigente el día de cumplimiento de las ofertas.

5.2.17 Tasa variable (indexados al IPC) (TBV). Son títulos cuya tasa de rendimiento está compuesta por la variación del IPC más un porcentaje de rendimiento adicional o margen. Son denominados en moneda legal colombiana, se expiden en múltiplos de \$100.000 y el valor mínimo es de \$500.000.

Estos dos últimos tipos de bonos generalmente se usan como un mecanismo de protección en épocas de alta inflación.

5.2.18 Deuda pública externa. Es aquella deuda contraída con entidades o personas en el exterior y suele estar denominada en moneda extranjera. Es colocada, transada y cumplida en los mercados externos. Los siguientes son los bonos de deuda pública externa más conocidos:

5.2.19 Globales. Son bonos diseñados para ser colocados, transados y cumplidos simultáneamente en el mercado de Europa y el de Estados Unidos, y son denominados y pagados en moneda extranjera.

5.2.20 TES Global. Tienen las mismas características que un bono global pero se denomina en pesos y es pagadero en dólares.

5.2.21 Valor Presente Neto (VAN)¹³. La metodología para calcular el Valor Presente Neto consiste en descontar al momento actual (es decir, actualizar mediante una tasa) todos los flujos de caja futuros del proyecto. A este valor se le resta la inversión inicial, de tal modo que el valor obtenido es el valor actual neto del proyecto.

¹³ Definiciones tomadas de www.wikipedia.org y www.pymesfuturo.com

Si el VAN es mayor a cero, el proyecto puede aceptarse debido a que la inversión generaría ganancias por encima de la rentabilidad exigida; si el VAN es menor que cero, el proyecto debe rechazarse. Por el contrario, si el VAN es igual a cero, significa que la inversión no produciría ganancias o pérdidas, por tanto, la decisión de poner en marcha el proyecto debe fundamentarse en otros criterios como la obtención de un mejor posicionamiento en el mercado, actualización de tecnología, imagen que le aportará a la empresa, entre otros.

El valor presente neto depende de las siguientes variables:

- Inversión Inicial
- Flujos netos de efectivo
- Tasa de descuento

La inversión inicial consiste en el monto o valor de desembolso que la empresa hará al momento de contraer la inversión.

Los flujos netos de efectivo son aquellos flujos de efectivo que el proyecto debe generar después de poner en marcha el proyecto, de ahí la importancia en realizar un pronóstico muy acertado con el fin de evitar errores en la toma de decisiones.

La tasa de descuento es la tasa de retorno requerida sobre una inversión. La tasa de descuento refleja la oportunidad perdida de gastar o invertir en el presente por lo que también se le conoce como costo o tasa de oportunidad.

Desde el punto de vista matemático el VPN o VAN¹⁴ es la sumatoria de los flujos de caja puestos en el día de hoy, lo cual se puede presentar así:

$$VPN = \sum F_n(1+i)^{-n} = F_0 + F_1(1+i)^{-1} + F_2(1+i)^{-2} + \dots + F_n(1+i)^{-n}$$

¹⁴ Fuente: Ingeniería Económica, Guillermo Baca Curea, Séptima Edición, Capítulo 9, página 193

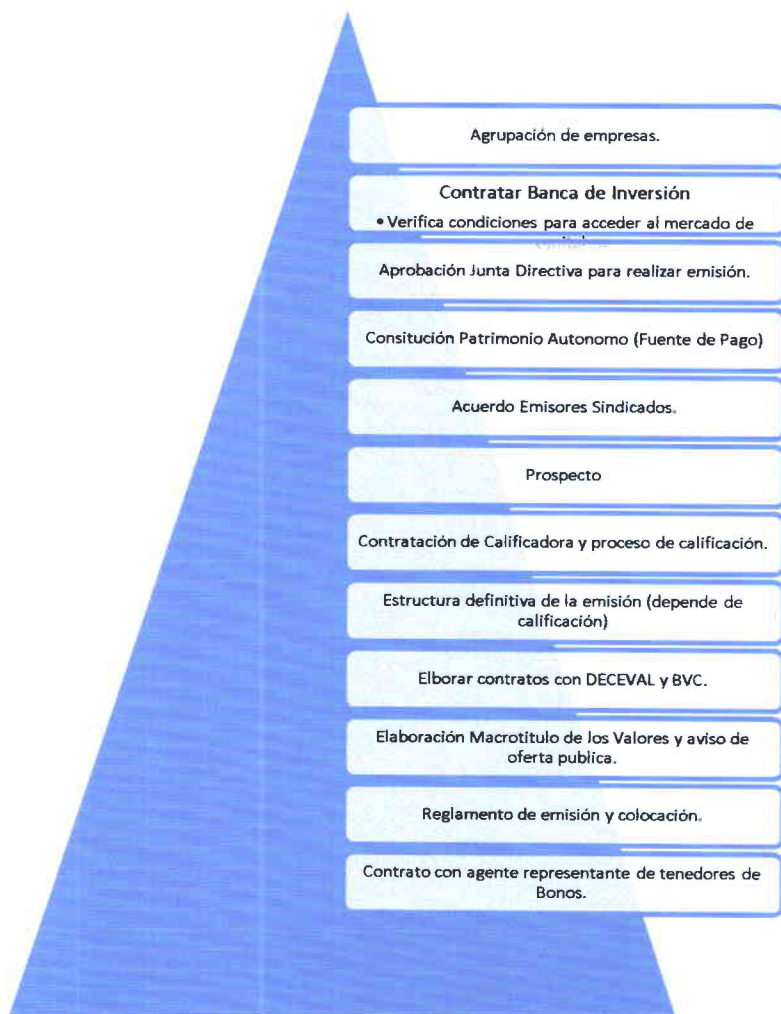
6. MARCO DE DESARROLLO

Antes de tomar la decisión de realizar una emisión de bonos sindicada es necesario realizar un estudio de financiación para ingresar al Mercado de Capitales y comparar dicho estudio con una financiación a través de deuda en el sistema financiero colombiano.

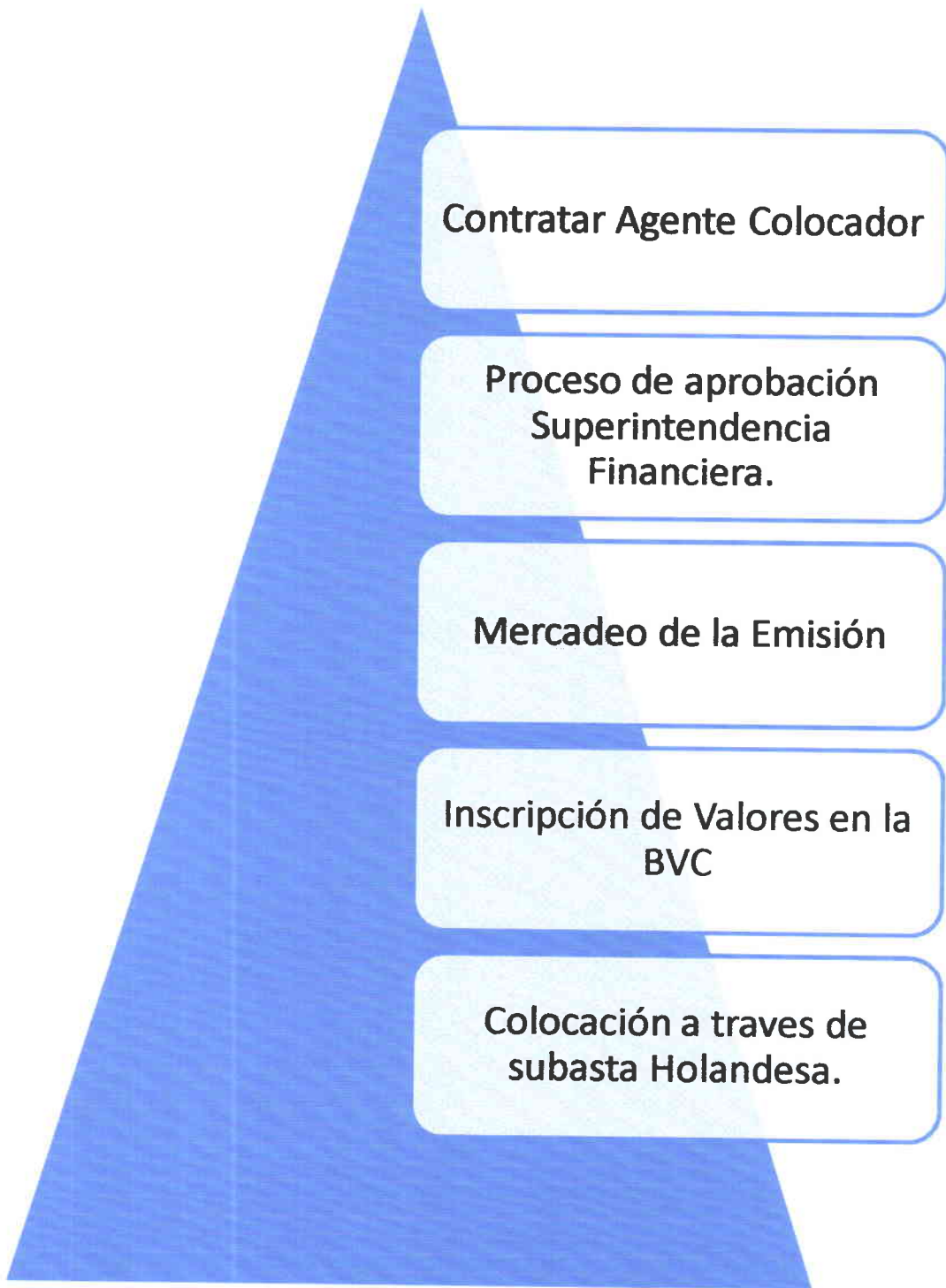
Si el estudio de emisión es favorable, podemos continuar con el proceso de emisión de bonos sindicado que se desarrollaría en 2 fases.

Figura 6. Etapas para la Emisión de Bonos Sindicada.

Fase 1 Proceso de Estructuración



Fase 2 Proceso de Colocación:



Fuente: Diseño propio con datos suministrados por la Banca de inversión Bancolombia.

6.1 EMISIÓN SINDICADA DE BONOS ORDINARIOS PARA MEDIANAS EMPRESAS¹⁵

6.1.1 Fase 1 Proceso de Estructuración:

1) Agrupación de empresas que tengan necesidades de capital de trabajo, lo más indicado es que sean de diferentes sectores, pero que posiblemente sean un grupo de proveedores de una empresa grande.

Esto puede ser de gran interés para las grandes compañías, pues sus proveedores de esta forma podrán conseguir financiación menos onerosa que con el sistema financiero directamente y así poder realizar proyectos de crecimiento que les permitan atender las necesidades de las grandes empresas de forma más eficiente.

2) Contratación de una Banca de Inversión.

6.1.1.1 Definición Estructura Inicial de la Emisión. El proceso de estructuración de una emisión de bonos en Colombia tiene una duración aproximada de 16 a 18 semanas (inclusive 2 semanas más aprox.), como consecuencia principalmente del proceso de calificación y los trámites de aprobación ante los organismos de control.

Dentro de una emisión de bonos se pueden incluir diferentes series con diferentes tasas de referencia y plazos, de forma que se logre:

- Coordinar el plazo del fondeo y los tiempos requeridos por la destinación de los recursos.
- Acceder a diferentes tipos de inversionistas.
- Títulos de corto plazo: orientados a los fondos de pensiones voluntarias, fondos de cesantías, fondos comunes manejados por las fiduciarias, los fondos de valores manejados por las sociedades comisionistas de bolsa y las tesorerías del sector real.
- Títulos de largo plazo: los compradores naturales son los fondos de pensiones obligatorias y compañías de seguros para su portafolio de rentas vitalicias.
- Tasas de interés indexadas a diferentes referencias.

¹⁵ Banca de Inversión Bancolombia

Dentro de las funciones de la Banca de inversión esta verificar que todas cumplan con algunas condiciones necesarias para que puedan participar de una emisión de Bonos.

6.1.2 Código de Buen Gobierno. Es necesario que las empresas cuenten con Códigos de Buen Gobierno Corporativo, ya que en él se enmarcan las políticas y la cultura organizacional que deberá guiar tanto a directivos, como empleados en las pautas para un accionar que se enmarque dentro de la transparencia y la equidad.

El Código de Buen Gobierno Corporativo debe promover la protección de los intereses de los socios de las empresas y debe velar por el respeto de los derechos de los mismos. Por tanto, es necesario establecer que los asociados tengan derecho de obtener la información de la compañía en tiempo oportuno para la toma de decisiones, al tiempo de ser convocados con suficiente anterioridad para que puedan ser participes activos.

Igualmente, debe quedar plenamente establecido como la sociedad distribuirá dividendos y remuneración a los socios que aporten su trabajo como empleados de la misma.

Es necesario establecer las funciones de los asociados, como el aprobar los estados financieros, elegir el Revisor Fiscal, decretar o reinvertir dividendos, y lo más importante, definir los montos autorizados para contratación y gastos por parte del Administrador y Junta Directiva.

Es necesario dejar estipulado entre los estatutos que cuando dos asociados o más se unan para hacer acuerdos, antes deben ser socializados a los demás socios con el fin de que se promulgue la transparencia entre las partes.

En este Código es aconsejable dejar establecido como será el medio de convocatoria a reuniones y su periodicidad. Igualmente, debe establecerse con qué valor se aprueban las decisiones, si la mitad más uno, o cuales decisiones consideran que tengan la mayoría calificada, es decir, más del 70% de voto favorable.

Es importante registrar las funciones y atribuciones tanto de la Junta Directiva como de los Administradores y sus respectivas rendiciones de cuentas a los socios.

La conformación de la Junta Directiva deber ser de carácter impar para facilitar la toma de decisiones, en general se aconseja que está se encuentre entre 3 y 9 miembros. Se espera que cada miembro de Junta se caracterice por su idoneidad e independencia, por tanto, se aconseja que al menos un miembro tenga el carácter de independiente, es decir, alguien con experiencia pero que no trabaje

para la sociedad, no sea proveedor o cliente y que no represente a un socio en particular.

Otros de los aspectos a tener muy en cuenta y de los cuales es necesario reglamentar al interior del Código de Buen Gobierno Corporativo son los conflictos de intereses en la toma de decisiones, la resolución de conflictos y las prácticas prohibidas. De esta manera, los directivos, socios, empleados, tendrán una guía que les permita identificar cuando deben hacerse a un lado en la toma de decisiones o cuando están incurriendo en una práctica la cual no está bien vista por la sociedad, o cuando debe acogerse a normas sanas de convivencia para enfrentar situaciones de desacuerdo.

En este punto es necesario plasmar acuerdos de confidencialidad que deben pactar los empleados y demás órganos de control para con la sociedad que representan o en la que laboran.

Para que un Código de Buen Gobierno Corporativo sea efectivo es necesario que no solo centre sus esfuerzos en los órganos de decisiones de la sociedad y sus empleados, sino que abarque a entes más amplios como proveedores, clientes, competencia, comunidad, entidades de control, acreedores, etc.

Por tanto, se deben definir políticas claras de selección de proveedores, para que todos tengan igualdad de oportunidades de participar partiendo de la base de calidad y precio justo. Los clientes son la razón de ser de la empresa, por tanto, se debe asegurar el respeto y la entrega real de la propuesta de valor ofrecida, igualmente establecer políticas claras para que los mismos puedan ofrecer sus opiniones, sugerencias y reclamos. En cuanto a la competencia es necesario sancionar políticas de competencia desleal y merecerle respeto.

Otro de los aspectos en que se ha logrado avanzar a través del Código de Buen Gobierno Corporativo es en tener en cuenta a la comunidad dentro de los planes de las empresas, por tanto, es indispensable direccionar a través del código los planes y programas de Responsabilidad Social con que la empresa buscará retribuir a la comunidad ofreciendo empleos, beneficios, buen ambiente, programas de no contaminación, prácticas y procesos más limpios, entre otros.

Para terminar, y como buen complemento al Código de Buen Gobierno, es incorporar un Código de Ética en donde se reglamenten las conductas a las cuales deben estar sujetos los empleados de la organización y en donde se rechacen los eventos de corrupción y se resalten los principios éticos, la transparencia, los procesos equitativos y la remuneración justa a las funciones desempeñadas. A los empleados, es necesario establecerles planes de capacitación no solo en temas específicos del cargo sino también en comportamiento ético y el Código de Ética debe ser difundido ampliamente en todos los niveles de la organización.

6.1.3 Definir Posición Competitiva:

- Mercado en el que opera.
- Tamaño y volumen de operaciones.
- Composición de las ventas por tipo de cliente
- Materias primas, importación, producción doméstica.
- Perspectivas de ventas, demanda y mayores clientes.
- Principales proveedores y relaciones comerciales y financieras con los mismos.
- Estructura de Precios y Costos
- Costos: Tendencias de productividad y planes para reducirlos
- Crecimiento histórico y proyectado de precios, costo de ventas por producto y ventas por unidades.
- Aspectos de producción, capacidad instalada y estado tecnológico.
- Participación y/o cubrimiento del mercado (histórico y proyectado)
- Competencia. Ventajas y desventajas competitivas de la Compañía.
- Diversificación de ingresos.
- **Proyecciones Financieras y Presupuesto**
- Administración Financiera
- Destino de los recursos de la emisión
- **Desarrollo y Crecimiento**
- Proceso de planeación y personas involucradas. Supuestos del plan estratégico.
- Metas a largo plazo y estrategias.
- Necesidades futuras de capital.
- Necesidades futuras de inversión de capital y de capital de trabajo.

- **Situación legal y con el sistema financiero (reputación)**

3) Aprobación del órgano competente “Junta Directiva”, para realizar la emisión.

4) Constitución de un Patrimonio Autónomo (Emisor)

5) Acuerdo entre los emisores sindicados donde se prevea¹⁶:

- La identificación de las entidades que realizarán la emisión sindicada.
- Las reglas necesarias para la sindicación.
- El monto total de la emisión sindicada y sus características.
- El monto que aspira a recibir cada una de ellas del total de la colocación.
- Las reglas que se establezcan para la distribución de dichos recursos entre los participantes de la sindicación.
- El monto por el cual cada una de las entidades sindicadas responderá, de pactarse la sindicación a través de aval.
- La obligación de pago de los bonos por cada una de las entidades que participan en la sindicación, la cual es de carácter personal, directo e incondicional.
- El procedimiento a seguir cuando los emisores sindicados se constituyen en deudores solidarios de la emisión sindicada.
- Los procedimientos específicos que deberán poner en práctica cada una de las entidades sindicadas, con el objeto de asegurar el cumplimiento de las obligaciones que se adquieran con los suscriptores de los valores emitidos.
- La representación legal única de sus participantes, para todos los efectos de la emisión.
- La relación entre dicha sindicación y el representante de tenedores de bonos.
- Las demás que con el fin de cumplir los cometidos establecidos en la ley, resulten indispensables a juicio de la Superintendencia de Valores.

6) Definición estructura inicial de la emisión (Prospecto).

¹⁶ Resolución 400 de 1995, Art. 1.2.4.1.1, Punto 2

7) Contratación sociedad Calificadora.

- Coordinar agenda.
- Entrega de información requerida por esta.

8) Estructura definitiva de la emisión (dependiendo de la calificación).

9) Elaboración de contratos relacionados con la emisión: DECEVAL y BVC.

10) Elaboración de Macrotítulo de los Valores y Avisos de Oferta.

11) Reglamento de Emisión y Colocación.

12) Contrato entre entidad emisora y representante de los tenedores de Bonos, en donde se especifique¹⁷:

- Las cláusulas que hayan de regir las relaciones jurídicas entre la entidad emisora y el representante legal de los tenedores de bonos.
- Las obligaciones del representante legal de los tenedores de bonos.
- La obligación para la entidad emisora de suministrar al representante de los tenedores todas las informaciones que éste requiera para el desempeño de sus funciones, y de permitirle inspeccionar, en la medida que sea necesario para el mismo fin, sus libros, documentos y demás bienes. Igualmente en dicho contrato la entidad emisora ordenará a su revisor fiscal suministrar al representante de los tenedores todas las informaciones que éste requiera para el desempeño de sus funciones.
- Cuando la asamblea de tenedores de bonos designe un nuevo representante legal, el respectivo contrato entre la entidad emisora y la persona designada como nuevo representante legal de los tenedores de bonos deberá suscribirse e inscribirse en el Registro Mercantil dentro de los diez (10) días hábiles siguientes a la realización de la asamblea, salvo justa causa que deberá acreditarse plenamente ante la Superintendencia de Valores.

A continuación presentamos un flujograma que resume las actividades a desarrollar por cada uno de los actores del proceso durante la fase de estructuración:

¹⁷ Resolución 400 de 1995, Art. 1.2.4.6, Contrato

Grafico 1. Estructura de integración financieras para medianas empresas de Colombia.

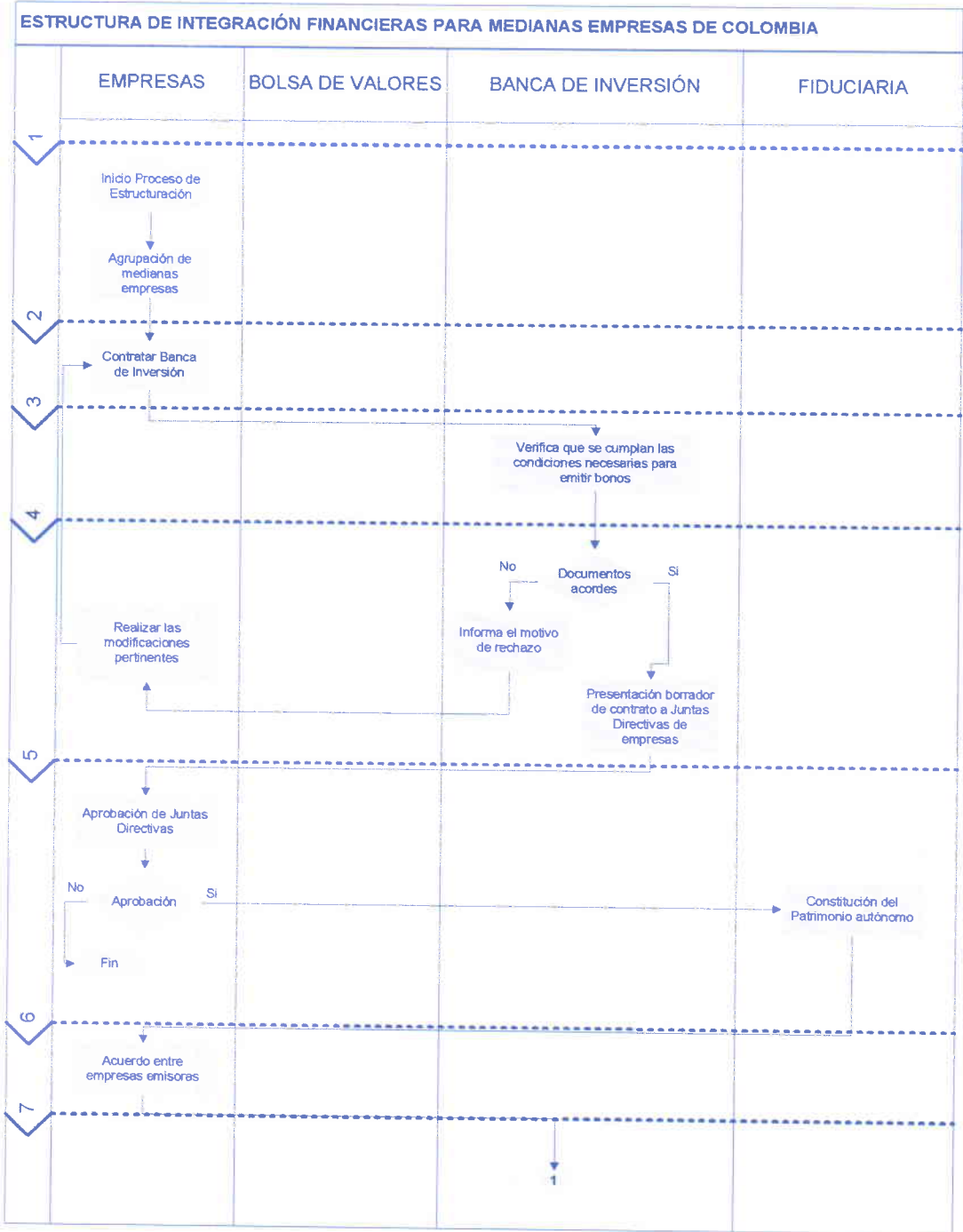
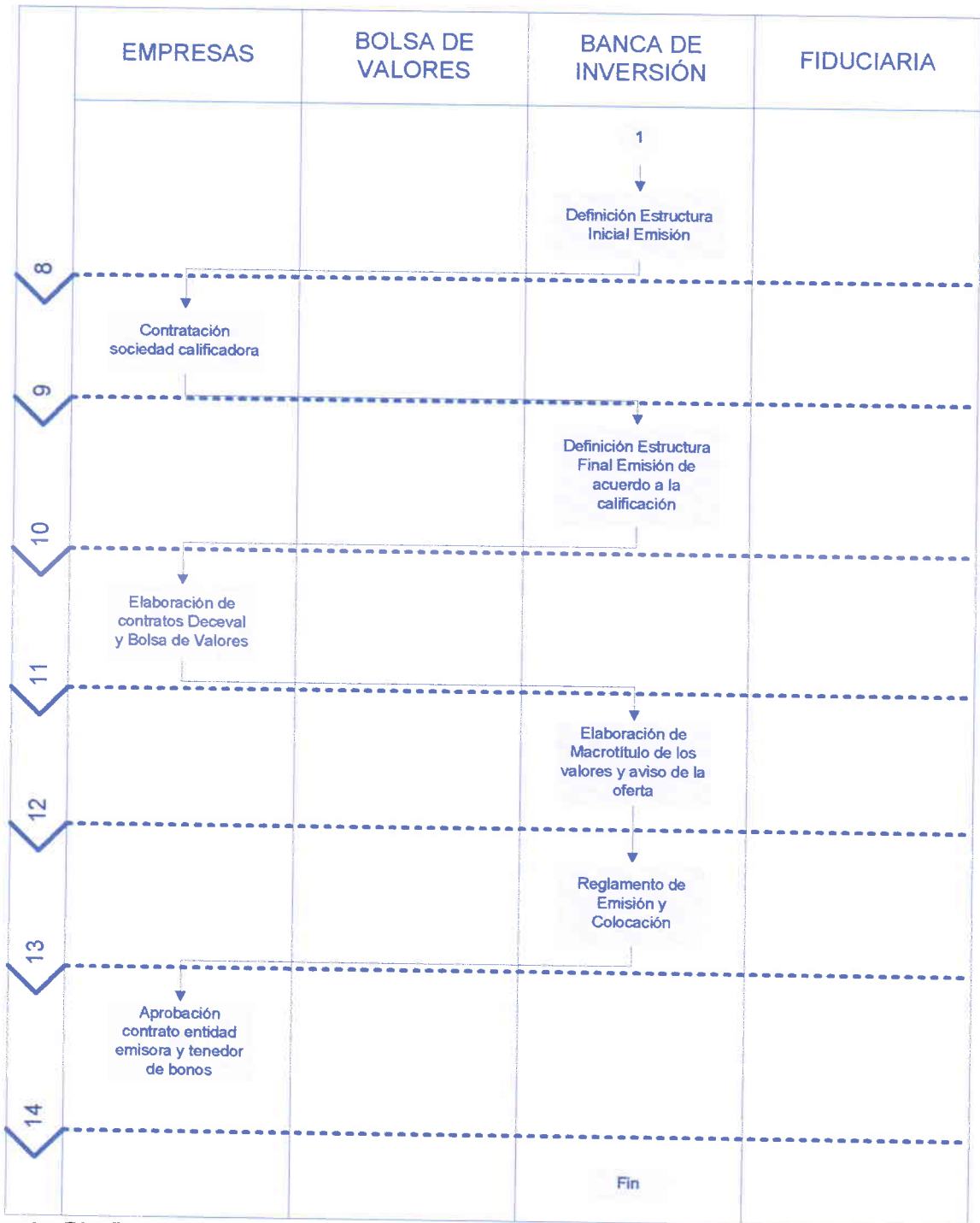


Grafico 1. (Continuación)



Fuente: Diseño propio

6.1.4 Fase 2 (Proceso de Colocación):

- 1) Contratación agente colocador:

6.1.4.1 Definición del contrato.

La idea es definir con el agente colocador hasta donde llegara el compromiso del mismo en la colocación de dicha emisión, existen las siguientes modalidades de compromiso¹⁸:

- UNDERWRITING.

Es una operación realizada a través de la Banca de Inversión mediante la cual, sola u organizada en consorcio, se compromete a colocar una emisión o parte de ella, para posterior reventa en el mercado. La operación de underwriting se inicia con la asesoría al cliente y puede ser de varias clases según el nivel de compromiso: en firme, garantizado o al mejor esfuerzo.

- UNDERWRITING EN FIRME.

El agente de colocación o intermediario suscribe o adquiere la totalidad o parte de una emisión de valores, obligándose a ofrecerlos al público inversionista, al precio que se hubiere establecido y durante un plazo determinado. En el evento de que el intermediario no coloque los valores o papeles, asume directamente el compromiso de adquisición.

- UNDERWRITING GARANTIZADO.

El agente de colocación o intermediario garantiza ante el emisor de valores la colocación de los mismos dentro de un plazo determinado al efecto, con el compromiso de adquirir el remanente no colocado en dicho plazo.

- UNDERWRITING AL MEJOR ESFUERZO.

El intermediario se compromete con el emisor a realizar sus esfuerzos a fin de colocar la inversión en el público inversionista a un precio fijo dentro de un plazo determinado. En este caso, el agente intermediario no está corriendo ningún riesgo por cuanto al ente emisor más bien le interesa la experiencia que posee en este campo el agente intermediario y no su capacidad financiera para absorber los títulos, en caso de que no puedan ser colocados.

¹⁸ www.corfinsura.com.co Glosario

2) Proceso de aprobación Superintendencia Financiera:

- Inscripción del Emisor y de las emisiones en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE).

Tabla 1 Proceso de aprobación Superintendencia Financiera


 Superintendencia Financiera de Colombia		LISTA DE CHEQUEO DOCUMENTOS PARA SOLICITUD DE INSCRIPCIÓN EN EL REGISTRO NACIONAL DE VALORES Y EMISORES		M-LC-AUT-021
				Versión 2.0
				15/09/2008
Norma específica asociada:		Capítulo Segundo Resolución 400 de 1995; Ley 964 de 2005 art. 4; Decreto 3139 de 2006		Código de trámite: 49
Requisito	Descripción	Observaciones	Chequeo	
1	Solicitud, firmada por el representante legal o del apoderado de la entidad interesada que contenga o anexe la siguiente información:	La solicitud y la documentación que se anexe deben presentarse en español. La documentación que no haya sido originalmente otorgada en español debe venir acompañada con su correspondiente traducción oficial. Todos los documentos que se presenten deben cumplir con las formalidades previstas en la ley para los documentos otorgados en el exterior.	Para efectos de radicación de la solicitud inicial en la SFC, en la carta se debe mencionar, como referencia, el trámite "49 inscripción en el registro nacional de valores y emisores". Adicionalmente, toda la documentación debe estar foliada bajo el formato página "x de y"	
Inscripción del emisor y las emisiones de valores en el RNVE				
2	Formulario de inscripción, según el formato establecido por la SFC.			
3	Reglamento de emisión y colocación y copia del acta de la reunión del órgano competente, de acuerdo con los estatutos sociales, que los aprobó.			
4	Cuando se trate de acciones, copia del acta de la asamblea general de accionistas donde conste la decisión de inscripción.	La decisión de inscripción de acciones deberá adoptarse por la asamblea general de accionistas con el quórum y las mayorías establecidas en la ley o los estatutos sociales para las reformas estatutarias.		
5	Dos ejemplares del Prospecto de Información, de acuerdo con lo solicitado en la Resolución 2375 de 2006.	El Prospecto de Información es el documento que contiene los datos del emisor, del valor y de la emisión, necesarios para el cabal conocimiento de los mismos por parte de los inversionistas.		
6	Facsimile del respectivo valor o modelo del mismo.			
7	Cuando el emisor sea una entidad pública, copia de los conceptos y autorizaciones expedidos con el fin de dar cumplimiento a lo dispuesto en el parágrafo 2° del artículo 41 de la Ley 80 de 1993 y en el artículo 22 del Decreto 2681 de 1993 o a las normas que lo modifiquen o sustituyan.			
8	Certificado de existencia y representación legal de la entidad emisora con fecha de expedición no superior a tres meses.	Cuando se trate de entidades nacionales de creación constitucional o legal sólo será necesario acreditar su representación legal.		
9	Cuando los títulos estén denominados en moneda diferente al peso colombiano, copia de los documentos que acrediten el cumplimiento del régimen cambiario y de inversiones internacionales.			
10	Cuando el emisor sea una entidad que se encuentre en etapa preoperativa o que tenga menos de dos años de haber iniciado operaciones, se debe anexar el estudio de factibilidad económica, financiera y de mercado.			

Tabla 1. (Continuación)

11	Los documentos en que conste el otorgamiento y perfeccionamiento de las garantías especiales constituidas para respaldar la emisión, si las hubiere.			
12	Copia de los estatutos sociales.	Cuando se reciben estatutos de entidades vigiladas que vayan a inscribir valores para ofertar públicamente, y señalan el cumplimiento de la Resolución 275 de 2001 (Gobierno Corporativo) se debe enviar los mismos a la Delegatura de Gobierno Corporativo para su opinión institucional sobre el particular		
13	Tratándose de procesos de privatización, copia del programa de enajenación y del acto mediante el cual se aprobó.			
14	Constancia sobre las personas que ejercen la revisoría fiscal en la sociedad emisora.			
15	Calificación de la emisión, cuando sea el caso.			
Documentos adicionales para inscripción de una oferta pública de valores en el mercado primario colombiano				
16	Copia del acto mediante el cual el organismo estatal competente autorizó la emisión para la colocación de los valores, salvo que dicho organismo sea la SFC.			
17	Justificación del precio de los valores o los mecanismos para su determinación en la oferta de títulos que no sean de contenido crediticio, y de la base de conversión, para los bonos opcional u obligatoriamente convertibles en acciones.	El precio de colocación de los valores que se vayan a ofertar públicamente no será necesario para efectos de obtener autorización de la oferta, de tal forma que podrá ser determinado posteriormente e informado a la Superintendencia de manera previa a la realización de la oferta pública, tal como lo prevé el inciso segundo del literal b) del artículo 1.1.2.5 de la Resolución 400 de 1995.		
18	Proyecto del aviso de oferta.			
19	Copia de los folletos y otros materiales publicitarios que se vayan a utilizar para la promoción de los valores objeto de la oferta.			
20	Copia auténtica de los contratos suscritos entre el emisor y los intermediarios con miras a la colocación de los valores por parte de estos últimos, si fuere el caso.			
21	Cuando una entidad diferente a la emisora vaya a administrar la emisión, copia del proyecto del contrato de administración.			
22	Copia del proyecto de contrato suscrito entre la sociedad emisora y la sociedad que actuaría como representante legal de tenedores de bonos.			
Requisitos específicos para Riesgo de Conglomerados y Gobierno Corporativo				
23	Código de buen gobierno de conformidad con lo previsto en la Resolución 275 de 2001 o en su defecto, manifestación expresa de que el mismo se encuentra publicado en la página web de la respectiva entidad.		Tratándose de emisores vigilados por la Superintendencia Financiera que tengan previsto ser destinatarios de las inversiones de recursos de los fondos de pensiones	

Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia

- Envío de prospecto, reglamento, avisos, macrotítulo, contratos, e información de la compañía a la Superintendencia Financiera.

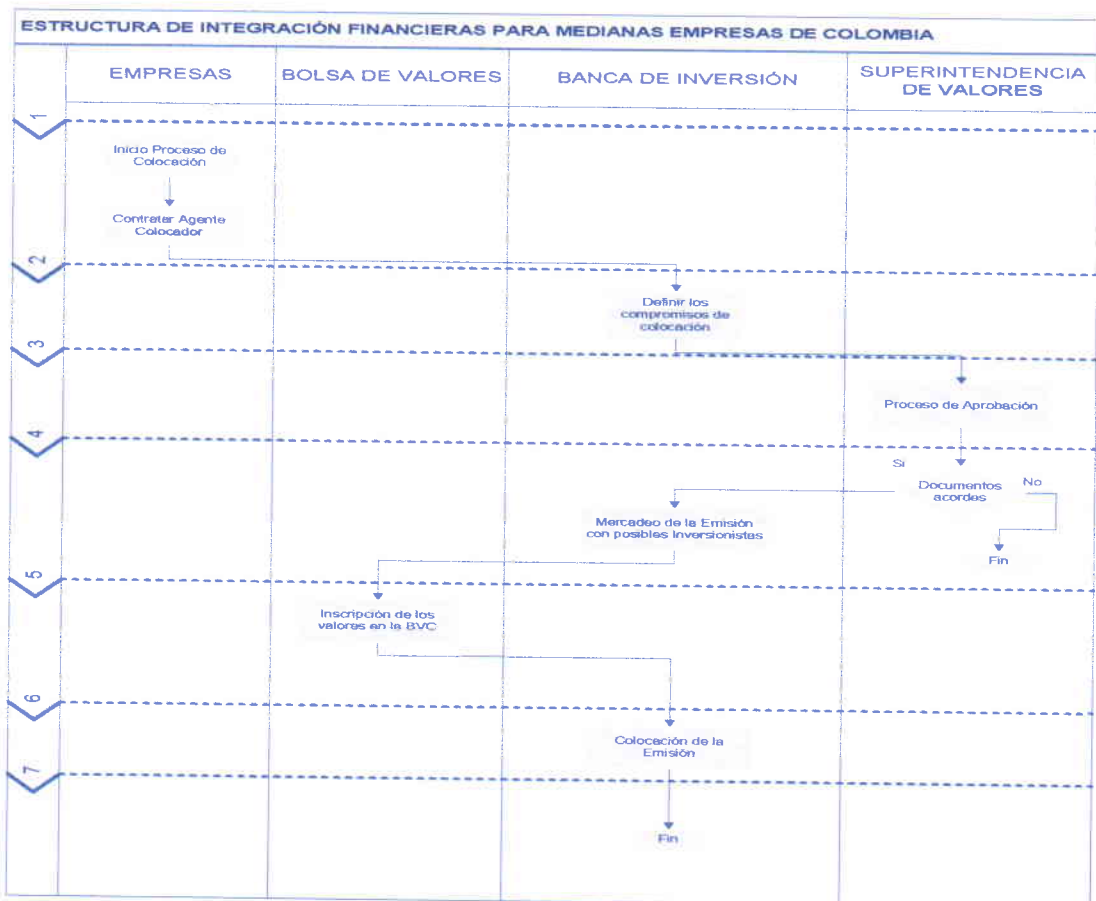
- Mercadeo de la emisión con potenciales inversionistas Institucionales: Fondos de pensiones, Fondos mutuos de inversión, Entidades financieras, etc.

3) Inscripción de los valores en la BVC.

4) Colocación de la emisión (Subasta Holandesa¹⁹).

A continuación presentamos un flujograma que resume las actividades a desarrollar por cada uno de los actores del proceso durante la fase de colocación:

Grafico 2. Flujograma



Fuente: Diseño propio
Costos Financieros

¹⁹ Mecanismo de subasta mediante el cual los compradores especifican la cantidad de títulos que quieren comprar y a qué precio y al momento de la adjudicación se otorgan los títulos al precio mínimo que agota la cantidad total de títulos ofertados. Todos los compradores ganadores pagan el mismo precio por título. (Tomado de www.todo1.com, Glosario de términos Financieros).

Tabla 2. Costos de Autorización de la Emisión y de Oferta Pública

COSTOS DE AUTORIZACIÓN DE LA EMISIÓN Y DE OFERTA PÚBLICA				
Trámite	Base	Tarifa	Frecuencia	Normatividad/Fuente
<i>Inscripción en el RNVE*</i>	% sobre el patrimonio del emisor	0,008% Min: 6 SMMLV** Max: 300 SMMLV	Una Vez	Resolución 1245 de 2006 Superfinanciera
<i>Autorización de Oferta Pública</i>	% del tamaño de la emisión	0,035% Min: 6 SMMLV** Max: 300 SMMLV	Una Vez	Resolución 1245 de 2006 Superfinanciera
<i>Inscripción en la BVC***</i>	Fijo (Sector Financiero)	13 millones	Una Vez	Circular Unica de la BVC
	% Monto Ofertado (Sector no Financiero)	0,0564% Max 63 MM	Una Vez	Circular Unica de la BVC
<i>Calificación de la emisión</i>	Tamaño de la emisión	Ver tabla Calificaciones	Una Vez	Definido por cada calificador
<i>Impresión del prospecto</i>	Fijo	5,4 millones	Una Vez	Banca De Inversión Bancolombia
<i>Roadshow y visitas de comercialización de la emisión</i>	Fijo	11 millones aprox.	Una Vez	Banca De Inversión Bancolombia
<i>Aviso de oferta pública</i>	Fijo	7,5 millones	Una Vez	Banca De Inversión Bancolombia
<i>Subasta, adjudicación y cumplimiento bajo sistema BVC</i>	% del monto colocado	0,0075% Min: 8 millones Max: 23,7 millones	Por emisión	Circular Unica de la BVC
<i>Comisión de estructuración colocación</i>	Cantidad fija o como un % del monto de la emisión	0.10%	Por monto colocado	Banca De Inversión Bancolombia

Fuente: Banca de Inversión Bancolombia

* RNVE: Registro Nacional de Valores y Emisores

** SMMLV: Salario Mínimo Mensual Legal Vigente. Para el 2010 es de 515.000 pesos

*** BVC: Bolsa de Valores de Colombia S.A.

Tabla 3. Costos de mantenimiento de la Emisión y otros gastos

COSTOS DE MANTENIMIENTO DE LA EMISION Y OTROS GASTOS				
Trámite	Base	Tarifa	Frecuencia	Normatividad/Fuente
RNVE	% sobre el patrimonio del emisor	0,008% Min: 6 SMMLV Max: 300 SMMLV	Anual	Resolución 1245 de 2006 Superfinanciera
BVC	Fijo (Sector Financiero)	13 millones	Anual	Circular Unica de la BVC
	% Monto Ofertado (Sector no Financiero)	0,0280% Max 31 MM	Anual	Circular Unica de la BVC
Agente de Dposito (DECEVAL)	% sobre el monto en circulación de la emisión	Ver tabla, costos de DECEVAL	Mensual	Instructivo de tarifas DECEVAL
Mantenimiento de la calificación de riesgo	50% de la tarifa inicial de calificación (Ajustada cada año con la inflación).	Ver tabla Calificaciones	Anual	Definido por cada calificadora
Representante de los tenedores de Bonos	Fija	Aprox 3 SMMLV	Mensual	Banca De Inversión Bancolombia
Estructuración Patrimonio Autonomo	Fija	Aprox 3 millones Cop	Una Vez	Fiduciaria Bancolombia
Registro PA en Camara de Comercio	Calculo	(Admon PAX #meses x smmlv) x Cobro Ccio	Una Vez	Fiduciaria Bancolombia
Administración de Patrimonio Autonomo	Fija	Aprox. 1.5 SMMLV	Mensual	Fiduciaria Bancolombia

Fuente: Banca de Inversión Bancolombia

Tabla 4. Deceval

DECEVAL		
Rango de los montos en circulación de la emisión (COP MM)		Tarifa Emisiones Pesos -Million Año
-	28,765.00	288
28,765.00	57,530.00	273
57,530.00	115,060.00	248
115,060.00	162,130.00	254
162,130.00	209,200.00	248
209,200.00	256,270.00	232
256,270.00	303,340.00	225
303,340.00	350,410.00	220
350,410.00	397,480.00	213
397,480.00	444,550.00	205
444,550.00	491,620.00	197
491,620.00	538,690.00	190
538,690.00	585,760.00	184
585,760.00	632,830.00	177
632,830.00	679,900.00	173
679,900.00	732,200.00	170
732,200.00	784,500.00	167
784,500.00	836,800.00	162
836,800.00	1,046,000.00	159
1,046,000.00	1,255,200.00	153
1,255,200.00	1,464,400.00	149
1,464,400.00	1,673,600.00	148
1,673,600.00	1,882,800.00	145
1,882,800.00	2,092,000.00	144
2,092,000.00	+	143

Fuente: DECVAl, Instructivo de tarifas 2010.

Tabla 5. Calificación de Riesgo sin Iva

CALIFICACIÓN DE RIESGO SIN IVA			
Rango del monto de la emisión (COP MM)		Tarifa Fija (COP MM)	% de la diferencia entre el monto de la emisión y el límite inferior
-	10,000.00	12.5	-
10,000.00	30,000.00	12.5	0.065%
30,000.00	60,000.00	25.5	0.055%
60,000.00	120,000.00	42.0	0.045%
120,000.00	200,000.00	69.0	0.035%
200,000.00	+	97.0	0.025%

Fuente: DCR Colombia

6.2 FINANCIACIÓN A TRAVÉS DEL SISTEMA FINANCIERO TRADICIONAL

Para acceder a una financiación con una Entidad Bancaria, es necesario tener un buen comportamiento financiero y esto debe reflejarse en sus Estados Financieros.

Este comportamiento se analiza a través de las razones e indicadores económicos²⁰ para interpretar las diferentes relaciones que existen entre las cuentas o grupos de cuentas tanto del balance general como del estado de resultados, que sirven de medición de la gestión y como punto de partida para mejorar el desempeño de la gestión hasta lograr la excelencia y la competitividad en el sector.

Si bien las razones e indicadores económicos se construyen con datos históricos, su condición de ser del pasado constituye como un punto de partida para realizar el diagnóstico de la compañía y prever su comportamiento en un futuro cercano.

Teniendo en cuenta que las empresas de un mismo sector pueden tener similitudes, las razones e indicadores financieros sirven como método de medición para las entidades bancarias y al tener la información de un número importante de empresas en su base de datos, pueden establecer comparativos y de esta forma determinar el estado y desempeño de la compañía a evaluar en un sector determinado.

²⁰ Tomado del libro Diagnóstico Empresarial

Existen diferentes tipos de razones, entre las más comunes se encuentran las de Liquidez, Eficiencia, Eficacia, Productividad y Endeudamiento.

Cualquiera de las dos vías por las cuales se vaya a dar la capitalización, es necesario calcular las principales razones financieras que enunciarnos a continuación²¹:

6.2.1 Liquidez. Estos indicadores surgen de la necesidad de medir la capacidad que tienen las empresas para cancelar sus obligaciones de corto plazo. Sirven para establecer la facilidad o dificultad que presenta una compañía para pagar sus pasivos corrientes con el producto de convertir a efectivo sus activos corrientes.

- $\text{Liquidez Corriente} = \text{Total Activo Corriente} / \text{Total Pasivo Corriente}$
- $\text{Liquidez Acida} = (\text{Total Activo Corriente} - \text{Inventario}) / \text{Total Pasivo Corriente}$
- $\text{Capital neto de Trabajo} = \text{Activo corriente} - \text{Pasivo corriente}$
- $\text{Solidez} = (\text{Activo corriente} - \text{Cartera}) / \text{Pasivo Corriente}$

6.2.2 Eficiencia. Estos indicadores llamados también indicadores de rotación tratan de medir la eficiencia con la cual una empresa utiliza sus activos, según la velocidad de recuperación de los valores aplicados en ellos.

- $\text{Cuentas por Cobrar} = \text{Ventas Netas} / \text{Cuentas por Cobrar}$
- $\text{Cuentas por Pagar} = \text{Costos Operacionales} / \text{Cuentas por Pagar}$
- $\text{Ciclo de Efectivo} = (\text{Inversiones} + \text{Deuda LP}) - \text{Intangibles}$
- $\text{Rotación Activo Fijo Neto} = \text{Ventas Netas} / \text{Activo Fijo Neto}$
- $\text{Rotación Activo Total} = \text{Ventas Netas} / \text{Activo Total}$
- $\text{Días de Inventario} = (365 * \text{Inventario}) / \text{Costos Operacionales}$

6.2.3 Eficacia:

- $\text{Utilidad por acción} = \text{Utilidad líquida} / \text{Acciones en circulación}$

²¹ www.corfinsura.com Manual de Inversión Financiera Bancolombia

- Valor intrínseco = Total Patrimonio / No. de acciones en circulación
- Margen de contribución = Precio de venta – Costo variable unitario

6.2.4 Endeudamiento. Los indicadores de endeudamiento tienen por objeto medir en qué grado y de qué forma participan los acreedores dentro del financiamiento de la empresa.

De la misma manera se trata de establecer el riesgo que incurren tales acreedores, el riesgo de los dueños y la conveniencia o inconveniencia de un determinado nivel de endeudamiento para la empresa.

- Apalancamiento = Pasivo Total / Activo Total
- Concentración CP = Obligaciones Financieras CP / (Total Deuda CP y LP)
- Cobertura de Intereses = EBIT / Intereses
- Autonomía = Pasivo Total / Patrimonio

6.2.5 Rentabilidad. Los indicadores de rendimiento denominados también de rentabilidad o lucratividad sirven para medir la efectividad de la administración de la empresa, para controlar los costos y los gastos y, de esta manera convertir las ventas en utilidades.

- Margen = Utilidad después de Impuestos / Ventas Netas
- ROA Operacional = EBIT / Activo Total

PRODUCTIVIDAD

- Carga Financiera = Gasto Financiero / Utilidad Operacional

6.2.6 EVA (Economic Value Added). Compara la rentabilidad obtenida por una compañía con el costo de los recursos gestionados por la misma. Si el EVA es positivo, significa que la compañía ha generado valor por encima de los costos de capital. Si es negativo, significa que la compañía no ha generado recursos para cubrir sus costos de capital.

EVA = Utilidad Operativa después de Impuestos – Costo del Capital

Costo del Capital = WACC * Capital Invertido

$$\text{WACC} = K_e * \frac{\text{CAA}}{\text{CAA} + \text{D}} + K_d (1 - T) * \frac{\text{D}}{\text{CAA} + \text{D}}$$

WACC:	Promedio Ponderado del Costo de Capital
K_e :	Tasa de Costo de Oportunidad de los accionistas
CAA:	Capital aportado por los Accionistas
D:	Deuda financiera
K_d :	Costo de la Deuda Financiera
T:	Tasa de Impuesto

6.3 SIMULACIÓN

Existen 5 empresas con necesidades de apalancamiento, todas del sector real y calificadas como Empresas Medianas en el mercado. El tipo de sociedad de las 5 empresas es Sociedad Anónima.

Se trabajan 3 alternativas de financiación. Una alternativa es adquirir deuda con el sector financiero, una segunda opción es salir al mercado de capitales con emisiones de Bonos cada una por separado y la última y tercera opción es hacer una emisión sindicada en el mercado de valores buscando disminuir costos operativos de emisión al repartirlos entre todas y lograr una tasa de interés favorable.

Trabajamos bajo el supuesto que cada una de las empresas requiere entre 14.000 y 18.000 millones de pesos para ejecutar sus proyectos de crecimiento e inversión.

6.3.1 Alternativa 1. financiación tradicional. La primera alternativa que tiene cada una de las empresas es tomar un crédito con el sector financiero por separado. Cada empresa deberá aspirar a unas condiciones de financiación favorables, pero esto depende de sus indicadores financieros actuales y de la percepción que el Banco obtenga después de analizarlas detalladamente y estudiar su capacidad de generación de caja actual y futura. En este crédito se asume que a cada empresa el Banco le otorgo 2 años de gracia sobre el capital.

Tabla 6. Condiciones del crédito Bancario por cada una de las empresas

	<i>Empresa A</i>	<i>Empresa B</i>	<i>Empresa C</i>	<i>Empresa D</i>	<i>Empresa E</i>
Monto	15,000,000,000	14,000,000,000	18,000,000,000	16,000,000,000	17,000,000,000
Plazo (años)	5	5	5	5	5
Tasa	DTF + 5.8% a.t.a.	DTF + 6.2% a.t.a.	DTF + 6.5% a.t.a.	DTF + 6% a.t.a.	DTF + 5.5% a.t.a.
Pago de intereses	TV	TV	TV	TV	TV
Pago de Capital	AV	AV	AV	AV	AV
Años de gracia	2	2	2	2	2
* DTF t.a. =	3.82%				

Fuente: Diseño propio con datos suministrados por Bancolombia Banca de Empresas y Gobierno.

Tabla 7. Proyección de la variación de la tasa de interés de acuerdo a la DTF proyectada hasta el año 5.

	<i>Tasa</i>	<i>AÑO 1</i>	<i>AÑO 2</i>	<i>AÑO 3</i>	<i>AÑO 4</i>	<i>AÑO 5</i>
<i>Empresa A</i>	DTF + 5.8% a.t.a.	9.61%	10.42%	11.42%	12.04%	12.32%
	Tasa E.A.	10.22%	11.14%	12.28%	13.00%	13.33%
	Tasa T.V.	2.46%	2.67%	2.94%	3.10%	3.18%
<i>Empresa B</i>	DTF + 6.2% a.t.a.	10.01%	10.82%	11.82%	12.44%	12.72%
	Tasa E.A.	10.67%	11.59%	12.75%	13.47%	13.80%
	Tasa T.V.	2.57%	2.78%	3.04%	3.21%	3.28%
<i>Empresa C</i>	DTF + 6.5% a.t.a.	10.31%	11.12%	12.12%	12.74%	13.02%
	Tasa E.A.	11.01%	11.94%	13.10%	13.82%	14.15%
	Tasa T.V.	2.65%	2.86%	3.12%	3.29%	3.36%
<i>Empresa D</i>	DTF + 6% a.t.a.	9.81%	10.62%	11.62%	12.24%	12.52%
	Tasa E.A.	10.44%	11.36%	12.52%	13.24%	13.56%
	Tasa T.V.	2.51%	2.73%	2.98%	3.16%	3.23%
<i>Empresa E</i>	DTF + 5.5% a.t.a.	9.31%	10.12%	11.12%	11.74%	12.02%
	Tasa E.A.	9.88%	10.79%	11.94%	12.65%	12.98%
	Tasa T.V.	2.38%	2.60%	2.86%	3.02%	3.10%
DTF*** =		3.81%	4.62%	5.62%	6.24%	6.52%

** Todas las tasas aquí expuestas son cálculos propios

*** Se utiliza la DTF promedio proyectada por el grupo Bancolombia a partir del año 2010

Tabla 8. Costo Total por empresa al tomar un crédito

	AÑO	1	2	3	4	5	Costo Total
Empresa A (15.000.000.000)	Abono a Capital	-	-	5,000,000,000.00	5,000,000,000.00	5,000,000,000.00	
	Intereses	1,476,984,553.91	1,604,805,174.80	1,763,343,455.66	1,241,365,089.18	635,575,732.56	
	Total Anual	1,476,984,553.91	1,604,805,174.80	6,763,343,455.66	6,241,365,089.18	5,635,575,732.56	21,722,074,006.12
						VF	21,722,074,006.12
					VPN	\$ 14,783,034,893.07	
Empresa B (14.000.000.000)	Abono a Capital	-	-	4,666,666,666.67	4,666,666,666.67	4,666,666,666.67	
	Intereses	1,437,370,188.98	1,556,914,538.26	1,705,188,314.70	1,198,334,881.48	613,096,467.67	
	Total Anual	1,437,370,188.98	1,556,914,538.26	6,371,854,981.37	5,865,001,548.15	5,279,763,134.34	20,510,904,391.09
						VF	20,510,904,391.09
					VPN	\$ 13,784,025,888.71	
Empresa C (18.000.000.000)	Abono a Capital	-	-	6,000,000,000.00	6,000,000,000.00	6,000,000,000.00	
	Intereses	1,904,898,765.69	2,058,835,630.53	2,249,767,969.48	1,579,094,148.63	807,483,590.88	
	Total Anual	1,904,898,765.69	2,058,835,630.53	8,249,767,969.48	7,579,094,148.63	6,807,483,590.88	26,600,080,105.21
						VF	26,600,080,105.21
					VPN	\$ 17,709,042,716.34	
Empresa D (16.000.000.000)	Abono a Capital	-	-	5,333,333,333.33	5,333,333,333.33	5,333,333,333.33	
	Intereses	1,609,062,251.72	1,745,544,198.47	1,914,825,686.18	1,346,812,461.32	689,308,695.50	
	Total Anual	1,609,062,251.72	1,745,544,198.47	7,248,159,019.52	6,680,145,794.65	6,022,642,028.84	23,305,553,293.20
						VF	23,305,553,293.20
					VPN	\$ 15,760,920,113.39	
Empresa E (17.000.000.000)	Abono a Capital	-	-	5,666,666,666.67	5,666,666,666.67	5,666,666,666.67	
	Intereses	1,620,415,162.92	1,765,055,914.64	1,944,455,873.28	1,370,765,294.73	702,235,510.42	
	Total Anual	1,620,415,162.92	1,765,055,914.64	7,611,122,539.94	7,037,431,961.40	6,368,902,177.09	24,402,927,755.99
						VF	24,402,927,755.99
					VPN	\$ 16,766,102,525.77	

Fuente: Cálculos propios

** Los valores están en pesos.

*** Cálculos propios.

6.3.1.1 Supuestos:

- Los Bancos le otorgaran a cada empresa el crédito solicitado.
- Todas las empresas solicitaran crédito al mismo plazo.
- Todos los créditos tendrán una tasa de interés indizada al DTF.
- Todos los créditos tendrán las mismas condiciones de pago de intereses y de capital.
- Habrá dos años de gracia.
- Se utilizara la DTF promedio anual proyectada por el Grupo Bancolombia.

6.3.1.2 Ventajas de tomar crédito por separado:

- Las empresas con mejores indicadores no se ven afectadas por otras que no tengan indicadores financieros tan buenos.
- Cada una puede tomar decisiones de prepago del crédito en cualquier momento. (Total autonomía).
- No se incurre en los costos que se tendrían en una emisión de Bonos o de acceder al mercado de capitales.

6.3.1.3 Desventajas de tomar crédito por separado:

- Cada una obtendrá una tasa de interés diferente y en algunos casos no serán muy atractivas.
- En algunos casos los Bancos pueden colocar comisiones de prepago (1% del valor a prepagar).
- Por lo general los Bancos exigen pago de capital durante la vida del crédito, muy pocas veces es al vencimiento. Esto exige necesidades de caja muy alta para el pago de capital periódicamente.
- Tasa de financiación más alta que si se accede al mercado de capitales a través de Bonos.

6.3.2 Alternativa 2. Emisión Individual. La segunda alternativa que tiene cada una de las empresas es realizar una emisión de bonos de manera individual.

Tabla 9. Costos Operativos de una Emisión Individual

	<i>Empresa A</i>	<i>Empresa B</i>	<i>Empresa C</i>	<i>Empresa D</i>	<i>Empresa E</i>
Monto	15,000,000,000	14,000,000,000	18,000,000,000	16,000,000,000	17,000,000,000
Patrimonio Emisor	20,000,000,000	15,000,000,000	20,000,000,000	15,000,000,000	15,000,000,000
Costos de Autorización de la emisión y de oferta pública					
Inscripción en el RNVE*	1,600,000.00	1,200,000.00	1,600,000.00	1,200,000.00	1,200,000.00
Autorización de Oferta Pública	5,250,000	4,900,000	6,300,000	5,600,000	5,950,000
Inscripción en la BVC***	8,460,000	7,896,000	10,152,000	9,024,000	9,588,000
Calificación de la emisión	17,250,000	16,700,000	18,900,000	17,800,000	18,350,000
Impresión del prospecto	5,400,000	5,400,000	5,400,000	5,400,000	5,400,000
Roadshow y visitas de comercialización de la emisión	11,000,000	11,000,000	11,000,000	11,000,000	11,000,000
Aviso de oferta pública	7,500,000	7,500,000	7,500,000	7,500,000	7,500,000
Subasta, adjudicación y cumplimiento bajo sistema BVC	1,125,000	1,050,000	1,350,000	1,200,000	1,275,000
Comisión de estructuración y colocación	15,000,000	14,000,000	18,000,000	16,000,000	17,000,000
Total	72,585,000	69,646,000	80,202,000	74,724,000	77,263,000
Costos de mantenimiento de la emisión y otros costos					
RNVE	8,000,000.00	6,000,000.00	8,000,000.00	6,000,000.00	6,000,000.00
BVC	21,000,000	19,600,000	25,200,000	22,400,000	23,800,000
Agente de Dposito (DECEVAL)	21,600,000	20,160,000	25,920,000	23,040,000	24,480,000
Mantenimiento de la calificación de riesgo	43,125,000	41,750,000	47,250,000	44,500,000	45,875,000
Representante de los tenedores de Bonos	92,700,000	92,700,000	92,700,000	92,700,000	92,700,000
Estructuración Patrimonio Autonomo	3,000,000	3,000,000	3,000,000	3,000,000	3,000,000
Registro PA en Camara de Comercio	695,250	695,250	695,250	695,250	695,250
Constitución de Patrimonio Autonomo	46,350,000.00	46,350,000.00	46,350,000.00	46,350,000.00	46,350,000.00
Total	236,470,250.00	230,255,250.00	249,115,250.00	238,685,250.00	242,900,250.00
Costo Total Gastos de Emisión	309,055,250.00	299,901,250.00	329,317,250.00	313,409,250.00	320,163,250.00

* RNVE: Registro Nacional de Valores y Emisores

** SMMLV: Salario Mínimo Mensual Legal Vigente. Para el 2010 es de 515.000 pesos

*** BVC: Bolsa de Valores de Colombia S.A.

****DECEVAL: Deposito centralizado de Valores.

Fuente: Diseño propio con datos suministrados por la Banca de inversión Bancolombia

Tabla 10. Condiciones emisión Individual (Supuesto)

	<i>Empresa A</i>	<i>Empresa B</i>	<i>Empresa C</i>	<i>Empresa D</i>	<i>Empresa E</i>
Monto	15,000,000,000	14,000,000,000	18,000,000,000	16,000,000,000	17,000,000,000
Plazo (años)	5	5	5	5	5
Tasa IPC ****	IPC + 5.05% ea	IPC + 5.05% ea	IPC + 5.05% ea	IPC + 5.05% ea	IPC + 5.05% ea
Pago de Intereses	TV	TV	TV	TV	TV
Pago de Capital	AL VTO	AL VTO	AL VTO	AL VTO	AL VTO

**** Tasa tomada de la emisión de Bonos Ordinarios de EPSA el 2010/04/21, más prima de riesgo

Fuente: Diseño propio con datos suministrados por la Banca de inversión Bancolombia

Tabla 11. Proyección de la variación de la tasa de interés de acuerdo al IPC anual proyectado hasta el año 5.

	<i>Tasa</i>	<i>AÑO 1</i>	<i>AÑO 2</i>	<i>AÑO 3</i>	<i>AÑO 4</i>	<i>AÑO 5</i>
<i>Empresa A</i>	IPC + 5.05% ea	8.60%	9.04%	8.73%	8.73%	8.73%
	<i>Tasa T.V.</i>	2.08%	2.19%	2.11%	2.11%	2.11%
<i>Empresa B</i>	IPC + 5.05% ea	8.60%	9.04%	8.73%	8.73%	8.73%
	<i>Tasa T.V.</i>	2.08%	2.19%	2.11%	2.11%	2.11%
<i>Empresa C</i>	IPC + 5.05% ea	8.60%	9.04%	8.73%	8.73%	8.73%
	<i>Tasa T.V.</i>	2.08%	2.19%	2.11%	2.11%	2.11%
<i>Empresa D</i>	IPC + 5.05% ea	8.60%	9.04%	8.73%	8.73%	8.73%
	<i>Tasa T.V.</i>	2.08%	2.19%	2.11%	2.11%	2.11%
<i>Empresa E</i>	IPC + 5.05% ea	8.60%	9.04%	8.73%	8.73%	8.73%
	<i>Tasa T.V.</i>	2.08%	2.19%	2.11%	2.11%	2.11%
IPC*** proyectada		3.38%	3.80%	3.50%	3.50%	3.50%

*** IPC Proyectada por el Grupo Bancolombia

Fuente: Diseño propio con datos suministrados por Bancolombia

Tabla 12. Costo Financiero por empresa de realizar una emisión individual.

	<i>AÑO</i>	<i>1</i>	<i>2</i>	<i>3</i>	<i>4</i>	<i>5</i>	<i>Costo Total</i>	
<i>Empresa A</i> (15.000.000.000)	<i>Abono a Capital</i>					15,000,000,000.00		
	<i>Intereses</i>	1,250,465,904.06	1,312,581,632.02	1,268,232,538.53	1,268,232,538.53	1,268,232,538.53		
	<i>Total Anual</i>	1,250,465,904.06	1,312,581,632.02	1,268,232,538.53	1,268,232,538.53	16,268,232,538.53		
							VF	21,367,745,151.67
							VPN	\$ 14,839,000,656.58
<i>Empresa B</i> (14.000.000.000)	<i>Abono a Capital</i>					14,000,000,000.00		
	<i>Intereses</i>	1,167,101,510.45	1,225,076,189.88	1,183,683,702.63	1,183,683,702.63	1,183,683,702.63		
	<i>Total Anual</i>	1,167,101,510.45	1,225,076,189.88	1,183,683,702.63	1,183,683,702.63	15,183,683,702.63		
							VF	19,943,228,808.23
							VPN	\$ 13,849,733,946.14
<i>Empresa C</i> (18.000.000.000)	<i>Abono a Capital</i>	-	-	-	-	18,000,000,000.00		
	<i>Intereses</i>	1,500,559,084.87	1,575,097,958.42	1,521,879,046.24	1,521,879,046.24	1,521,879,046.24		
	<i>Total Anual</i>	1,500,559,084.87	1,575,097,958.42	1,521,879,046.24	1,521,879,046.24	19,521,879,046.24		
							VF	25,641,294,182.00
							VPN	\$ 17,806,800,787.90
<i>Empresa D</i> (16.000.000.000)	<i>Abono a Capital</i>	-	-	-	-	16,000,000,000.00		
	<i>Intereses</i>	1,333,830,297.66	1,400,087,074.15	1,352,781,374.43	1,352,781,374.43	1,352,781,374.43		
	<i>Total Anual</i>	1,333,830,297.66	1,400,087,074.15	1,352,781,374.43	1,352,781,374.43	17,352,781,374.43		
							VF	22,792,261,495.12
							VPN	\$ 15,828,267,367.02
<i>Empresa E</i> (17.000.000.000)	<i>Abono a Capital</i>	-	-	-	-	17,000,000,000.00		
	<i>Intereses</i>	1,417,194,691.27	1,487,592,516.29	1,437,330,210.34	1,437,330,210.34	1,437,330,210.34		
	<i>Total Anual</i>	1,417,194,691.27	1,487,592,516.29	1,437,330,210.34	1,437,330,210.34	18,437,330,210.34		
							VF	24,216,777,838.56
							VPN	\$ 16,817,534,077.46

Fuente: Diseño propio con datos suministrados por la Banca de inversión Bancolombia

Tabla 13. Costo total financiero y operativo por empresa al hacer una emisión de Bonos de manera individual.

	<i>Empresa A</i>	<i>Empresa B</i>	<i>Empresa C</i>	<i>Empresa D</i>	<i>Empresa E</i>
Costo total Emisión K + I	21,367,745,151.67	19,943,228,808.23	25,641,294,182.00	22,792,261,495.12	24,216,777,838.56
Costos operativos emisión	309,055,250.00	299,901,250.00	329,317,250.00	313,409,250.00	320,163,250.00
Costo Total Emisión K + I + G operativo	21,676,800,401.67	20,243,130,058.23	25,970,611,432.00	23,105,670,745.12	24,536,941,088.56
Ahorro frente al crédito convencional	45,273,604.45	267,774,332.87	629,468,673.20	199,882,548.08	(134,013,332.57)

Fuente: Diseño propio.

El valor negativo indica que es más económico para esa empresa solicitar un crédito convencional con el sector financiero en este caso.

6.3.2.1 Ventajas de la emisión individual:

- Como la ley establece que los miembros de las emisiones sindicadas deben ser solidarios entre sí, una ventaja de la emisión individual es que la empresa mediana tiene pleno conocimiento de cuanto es su riesgo y no entra a respaldar las obligaciones de terceros.
- Tiene plena autonomía para retirar la emisión del mercado cuando tenga la liquidez o cuando así lo considere. Una recompra de Bonos es posible si queda estipulado en el prospecto de la emisión.

6.3.2.2 Desventajas de la emisión individual:

- Generalmente, las medianas empresas en Colombia requieren montos de inversión que no son tan altos, y por tanto, los costos para emitir bonos no logran diversificarse y terminan siendo muy significativos, derivando en la mayoría de los casos que la emisión no resulte viable. Esto conlleva a que la poca liquidez por tener un bajo volumen de emisión, muy pocos inversionistas se vean atraídos a demandar bonos.
- Debe asumir todos los altos costos operativos de la emisión.
- Si en ocasiones la empresa no cuenta con reconocimiento en el mercado de capitales es posible que los inversionistas exijan primas de riesgo muy altas.
- En algunas ocasiones debido a los altos costos de hacer una emisión de Bonos, podría ser más económico pedir créditos directamente a los Bancos.

6.3.3 Alternativa 3. Emisión Conjunta o sindicada:

Tabla 14. Costos Operativos de una Emisión Sindicada

	<i>Empresa A</i>	<i>Empresa B</i>	<i>Empresa C</i>	<i>Empresa D</i>	<i>Empresa E</i>	<i>Emisión Total</i>
Monto	15,000,000,000	14,000,000,000	18,000,000,000	16,000,000,000	17,000,000,000	80,000,000,000
% sobre la emisión total	19%	18%	23%	20%	21%	
Patrimonio Emisor	20,000,000,000	15,000,000,000	20,000,000,000	15,000,000,000	15,000,000,000	85,000,000,000
% sobre el patrimonio total	24%	18%	24%	18%	18%	
Costos de Autorización de la emisión y de oferta pública						
Inscripción en el RNVE* de acuerdo a participación	1,340,000.00	1,192,000.00	1,544,000.00	1,328,000.00	1,396,000.00	6,800,000.00
Autorización de Oferta Publica de acuerdo a participación	5,250,000	4,900,000	6,300,000	5,600,000	5,950,000	28,000,000
Inscripción en la BVC*** de acuerdo a participación	8,460,000	7,896,000	10,152,000	9,024,000	9,588,000	45,120,000
Calificación de la emisión de acuerdo a participación	9,937,500	9,275,000	11,925,000	10,600,000	11,262,500	53,000,000
Impresión del prospecto	1,080,000	1,080,000	1,080,000	1,080,000	1,080,000	5,400,000
Roadshow y visitas de comercialización de la emisión	2,200,000	2,200,000	2,200,000	2,200,000	2,200,000	11,000,000
Aviso de oferta pública	1,500,000	1,500,000	1,500,000	1,500,000	1,500,000	7,500,000
Subasta, adjudicación y cumplimiento bajo sistema BVC %	1,125,000	1,050,000	1,350,000	1,200,000	1,275,000	6,000,000
Comisión de estructuración y colocación %	15,000,000	14,000,000	18,000,000	16,000,000	17,000,000	80,000,000
Total	45,892,500	43,093,000	54,051,000	48,532,000	51,251,500	242,820,000
Costos de mantenimiento de la emisión y otros costos						
RNVE %	6,700,000.00	5,960,000.00	7,720,000.00	6,640,000.00	6,980,000.00	34,000,000.00
BVC %	21,000,000	19,600,000	25,200,000	22,400,000	23,800,000	112,000,000
DECEVAL %	18,600,000	17,360,000	22,320,000	19,840,000	21,080,000	99,200,000
Mantenimiento de la calificación de riesgo %	24,843,750	23,187,500	29,812,500	26,500,000	28,156,250	132,500,000
Representante de los tenedores de Bonos	18,540,000	18,540,000	18,540,000	18,540,000	18,540,000	92,700,000
Estructuración Patrimonio Autonomo	600,000	600,000	600,000	600,000	600,000	3,000,000
Registro PA en Camara de Comercio	139,050	139,050	139,050	139,050	139,050	695,250
Constitución de Patrimonio Autonomo	9,270,000.00	9,270,000.00	9,270,000.00	9,270,000.00	9,270,000.00	46,350,000
Total	99,692,800.00	94,656,550.00	113,601,550.00	103,929,050.00	108,565,300.00	520,445,250.00
Costo Total Gastos de Emisión	145,585,300.00	137,749,550.00	167,652,550.00	152,461,050.00	159,816,800.00	763,265,250.00

* RNVE: Registro Nacional de Valores y Emisores

** SMMLV: Salario Mínimo Mensual Legal Vigente. Para el 2010 es de 515.000pesos

*** BVC: Bolsa de Valores de Colombia S.A.

****DECEVAL: Deposito centralizado de Valores.

***** Se le da un peso del 80% al monto emitido y de un 20% al patrimonio de cada empresa para definir su participación en la totalidad de los costos de la emisión.

Fuente: Diseño propio con datos suministrados por la Banca de inversión Bancolombia

En esta tabla se distribuyeron los costos totales de emisión (Columna 7 "Emisión Total"), de acuerdo al porcentaje solicitado por cada empresa sobre la emisión

total. Y en los rubros donde se tiene en cuenta el patrimonio del emisor (como en el caso de la Inscripción en el RNVE y su mantenimiento anual), se calculo dándole un peso al monto emitido por empresa sobre la emisión total y a su patrimonio sobre el patrimonio total.

Tabla 15. Condiciones emisión conjunta (Supuesto)

	<i>Empresa A</i>	<i>Empresa B</i>	<i>Empresa C</i>	<i>Empresa D</i>	<i>Empresa E</i>	<i>Emisión Conjunta</i>
Monto	15,000,000,000	14,000,000,000	18,000,000,000	16,000,000,000	17,000,000,000	80,000,000,000
Plazo (años)	5	5	5	5	5	5
Tasa IPC ****	IPC + 4.58% ea	IPC + 4.58% ea	IPC + 4.58% ea	IPC + 4.58% ea	IPC + 4.58% ea	IPC + 4.58% ea
Pago de Intereses	TV	TV	TV	TV	TV	TV
Pago de Capital	AL VTO	AL VTO	AL VTO	AL VTO	AL VTO	AL VTO
IPC EA =	1.84%					
DIF t.a. =	3.82%					

**** Tasa tomada de la emisión de Bonos Ordinarios de EPSA el 2010/04/21

Fuente: Diseño propio con datos suministrados por la Banca de inversión Bancolombia

Tabla 16. Proyección de la variación de la tasa de interés de acuerdo al IPC anual proyectado hasta el año 5.

	<i>Tasa</i>	<i>AÑO 1</i>	<i>AÑO 2</i>	<i>AÑO 3</i>	<i>AÑO 4</i>	<i>AÑO 5</i>
<i>Empresa A</i>	IPC + 4.58% ea	8.11%	8.55%	8.24%	8.24%	8.24%
	<i>Tasa T.V.</i>	1.97%	2.07%	2.00%	2.00%	2.00%
<i>Empresa B</i>	IPC + 4.58% ea	8.11%	8.55%	8.24%	8.24%	8.24%
	<i>Tasa T.V.</i>	1.97%	2.07%	2.00%	2.00%	2.00%
<i>Empresa C</i>	IPC + 4.58% ea	8.11%	8.55%	8.24%	8.24%	8.24%
	<i>Tasa T.V.</i>	1.97%	2.07%	2.00%	2.00%	2.00%
<i>Empresa D</i>	IPC + 4.58% ea	8.11%	8.55%	8.24%	8.24%	8.24%
	<i>Tasa T.V.</i>	1.97%	2.07%	2.00%	2.00%	2.00%
<i>Empresa E</i>	IPC + 4.58% ea	8.11%	8.55%	8.24%	8.24%	8.24%
	<i>Tasa T.V.</i>	1.97%	2.07%	2.00%	2.00%	2.00%
<i>IPC*** =</i>		3.38%	3.80%	3.50%	3.50%	3.50%

*** Se utiliza la IPC proyectada por el grupo Bancolombia a partir del año 2010

Fuente: Diseño propio con datos suministrados por Bancolombia

Tabla 17. Costo Financiero por empresa de realizar una emisión conjunta.

	AÑO	1	2	3	4	5	Costo Total
Empresa A (15.000.000.000)	Abono a Capital					15,000,000,000.00	
	Intereses	1,181,841,095.25	1,243,887,228.96	1,199,587,824.05	1,199,587,824.05	1,199,587,824.05	
	Total Anual	1,181,841,095.25	1,243,887,228.96	1,199,587,824.05	1,199,587,824.05	16,199,587,824.05	21,024,491,796.35
						VF	21,024,491,796.35
						VPN	\$ 14,854,151,260.22
Empresa B (14.000.000.000)	Abono a Capital					14,000,000,000.00	
	Intereses	1,103,051,688.90	1,160,961,413.70	1,119,615,302.44	1,119,615,302.44	1,119,615,302.44	
	Total Anual	1,103,051,688.90	1,160,961,413.70	1,119,615,302.44	1,119,615,302.44	15,119,615,302.44	19,622,859,009.93
						VF	19,622,859,009.93
						VPN	\$ 13,863,874,509.54
Empresa C (18.000.000.000)	Abono a Capital	-	-	-	-	18,000,000,000.00	
	Intereses	1,418,209,314.30	1,492,664,674.76	1,439,505,388.86	1,439,505,388.86	1,439,505,388.86	
	Total Anual	1,418,209,314.30	1,492,664,674.76	1,439,505,388.86	1,439,505,388.86	19,439,505,388.86	25,229,390,155.62
						VF	25,229,390,155.62
						VPN	\$ 17,824,981,512.27
Empresa D (16.000.000.000)	Abono a Capital	-	-	-	-	16,000,000,000.00	
	Intereses	1,260,630,501.60	1,326,813,044.23	1,279,560,345.65	1,279,560,345.65	1,279,560,345.65	
	Total Anual	1,260,630,501.60	1,326,813,044.23	1,279,560,345.65	1,279,560,345.65	17,279,560,345.65	22,426,124,582.78
						VF	22,426,124,582.78
						VPN	\$ 15,844,428,010.90
Empresa E (17.000.000.000)	Abono a Capital	-	-	-	-	17,000,000,000.00	
	Intereses	1,339,419,907.95	1,409,738,859.49	1,359,532,867.25	1,359,532,867.25	1,359,532,867.25	
	Total Anual	1,339,419,907.95	1,409,738,859.49	1,359,532,867.25	1,359,532,867.25	18,359,532,867.25	23,827,757,369.20
						VF	23,827,757,369.20
						VPN	\$ 16,834,704,761.59

Fuente: Diseño propio.

Tabla 18. Costo total financiero y operativo por empresa al hacer una emisión de Bonos de manera conjunta.

	Empresa A	Empresa B	Empresa C	Empresa D	Empresa E
Costo total Emisión K + I	21,024,491,796.35	19,622,859,009.93	25,229,390,155.62	22,426,124,582.78	23,827,757,369.20
Costos operativos emisión	145,585,300.00	137,749,550.00	167,652,550.00	152,461,050.00	159,816,800.00
Costo Total Emisión K + I + G operativo	21,170,077,096.35	19,760,608,559.93	25,397,042,705.62	22,578,585,632.78	23,987,574,169.20
Ahorro frente al credito convencional	551,996,909.76	750,295,831.16	1,203,037,399.58	726,967,660.42	415,353,586.79

Fuente: Diseño propio.

6.3.3.1 Ventajas de la emisión sindicada:

- Se logra acceder a una alternativa de financiación, en donde se puede apalancar mejor mediante la distribución de los costos fijos de una emisión entre todos los emisores, mejorando los índices del costo de capital de la empresa.
- Se puede acceder al mercado de capitales con una emisión más líquida que si se hiciera de manera individual.

- Se puede acceder a una mejor tasa de financiación comparada con la tasa de un crédito convencional y la de una emisión de manera individual.
- Durante la vida del crédito se paga solamente intereses, lo cual permite tener disponibilidad de caja por el no pago de capital hasta el vencimiento. Esto permite que la empresa o el grupo de empresas realicen una emisión al plazo necesario en el cual el proyecto empieza a generar la caja suficiente para honrar el capital de la deuda.
- Relacionado con el punto anterior, en las emisiones se pueden obtener plazos mucho más largos que en un crédito bancario convencional, pues normalmente los bancos no prestan a plazos muy largos. Según información adquirida en la página de internet de la Bolsa de Valores de Colombia (BVC), se han visto últimamente en el mercado Colombiano de Capitales emisiones a 20 años (EPSA) y a 40 años (Gruposura a una tasa del IPC + 6.98%ea).

6.3.3.2 Desventajas de la emisión sindicada:

- No se tiene plena autonomía del manejo de la emisión, por tanto, cualquier decisión debe ser concertada con los demás emisores.
- Hay que incurrir en costos adicionales para darle tranquilidad a los inversionistas con la garantía del pago. Como normalmente los emisores no son solidarios entre sí, se debe constituir una fuente de pago a través de una fiduciaria (Patrimonio Autónomo) y así garantizar a los posibles compradores el pago de los cupones y el principal de los Bonos.

Tabla 18. Cuadro resumen con el costo de las diferentes alternativas

Costo	Empresa A	Empresa B	Empresa C	Empresa D	Empresa E	Total
Crédito						
<i>Convencional (1)</i>	21,722,074,006.12	20,510,904,391.09	26,600,080,105.21	23,305,553,293.20	24,402,927,755.99	
Emisión						
<i>Individual (2)</i>	21,676,800,401.67	20,243,130,058.23	25,970,611,432.00	23,105,670,745.12	24,536,941,088.56	
<i>Emisión</i>						
<i>sindicada (3)</i>	21,170,077,096.35	19,760,608,559.93	25,397,042,705.62	22,578,585,632.78	23,987,574,169.20	
(3) vs. (1)	551,996,909.76	750,295,831.16	1,203,037,399.58	726,967,660.42	415,353,586.79	3,647,651,387.71
(3) vs. (2)	506,723,305.32	482,521,498.30	573,568,726.38	527,085,112.34	549,366,919.36	2,639,265,561.69

Fuente: Diseño propio.

En la Tabla 18 se puede observar como la emisión sindicada muestra un ahorro sustancial frente al crédito tradicional, para el total de empresas participantes en la emisión. El ahorro total logrado alcanza la cifra \$3.647.651.387,71 es decir, un 4.56% del valor total de la emisión y ahorros individuales del 3.68%, 5.36%, 6.68%, 4.54% y 2.44% respectivamente. Esta cifra es muy importante si recordamos que el modelo es aplicable a empresas medianas en Colombia, y para

las cuales los recursos son escasos y una disminución promedio del 4.56% en el costo financiero es bastante significativa.

6.4. CASO REAL EMISIÓN SINDICADA BONOS CORONA²²

En la Industria podemos ver casos exitosos de emisiones sindicadas. Es el caso de la emisión sindicada de Bonos Corona, en el año 2001, en donde participaron Colcerámica S.A., Sumicol S.A., Locería Colombiana S.A., Electroporcelana Gamma S.A y Almacenes Corona S.A.

Cada compañía emisora se obligaba a responder por los montos establecidos a su cargo, siendo una obligación independiente por lo que no existía entre ellas solidaridad alguna.

Las compañías emisoras celebraron un acuerdo escrito de sindicación con base en el cual se definieron los términos y condiciones de la emisión.

La emisión cuenta con el aval de la Organización Corona S.A. sobre la totalidad de capital e intereses que deben pagarse por la emisión de bonos. Por tanto, si se hubiere presentado un incumplimiento por parte de cualquiera de las compañías involucradas y los inversionistas hubieran hecho exigibles las obligaciones de dichas compañías, Organización Corona S.A. hubiera desembolsado los recursos faltantes para cumplir con la obligación.

Los recursos obtenidos con la emisión de bonos fueron utilizados por las compañías participantes para reestructurar sus pasivos y obligaciones financieras al igual que para adelantar inversiones para atender el crecimiento del mercado de exportación.

Recordemos que el Sector de la Construcción vivió un gran dinamismo en la década de los años 2000, presentando indicadores de crecimiento de 15.98% entre el primer semestre de 2006 y 2007, de acuerdo al Departamento Administrativo Nacional de Estadísticas (DANE).

A continuación relacionamos las principales características de los títulos.

²² Primera Emisión Sindicada Bonos Corona. BRC Investor Services S.A. – Sociedad Calificadora de Valores

Tabla 19. Características de los Títulos Corona

TITULOS	Bonos Ordinarios
EMPRESAS EMISORAS	Colcerámica S.A., Sumicol S.A., Locería Colombiana S.A., Electroporcelana Gamma S.A y Almacenes Corona S.A.
MONTO	\$60.000.000.000 colocados el 1 de Agosto de 2001
SERIES	1 y 2 cada una con cuatro sub-series A, B, C y D
PLAZO ESPECIFICO	\$52.000.000.000 a diez años (serie D2), \$5.000.000.000 a 7 años (serie C2) y 3.000.000.000 a 5 años (serie B2)
PAGO DE INTERESES	Trimestralmente a partir de Noviembre de 2001
PAGO DE CAPITAL	Agosto de 2008 y 2011 Series B2, C2 y D2 respectivamente.
GARANTIA	Aval del 100% del principal e intereses por parte de Organización Corona S.A. (Holding)
ADMINISTRADOR	Deceval
REPRESENTANTE TENEDORES	Helm Trust S.A.
CALIFICACIÓN	AA + (Doble A más)

Fuente: Primera Emisión Sindicada Bonos Corona. BRC Investor Services S.A.

Tabla 20. Participación porcentual de las compañías en la emisión sindicada

COMPAÑÍA	\$ (Millones)	PARTICIPACIÓN
Colcerámica S.A.	\$44.000	73.3%
Locería Colombiana S.A.	\$7.000	11.7%
Sumicol S.A.	\$5.000	8.3%
Almacenes Corona S.A.	\$2.000	3.3%
Electroporcelana Gama S.A.	\$2.000	3.3%
TOTAL	\$60.000	100%

Fuente: Primera Emisión Sindicada Bonos Corona. BRC Investor Services S.A.

Tabla 21. Términos de Colocación

MONTO (Millones)	PLAZO	TASA
\$3.000	5 años	IPC + 7.8%
\$5.000	7 años	IPC + 8%
\$52.000	10 años	IPC + 8.4%

Fuente: Primera Emisión Sindicada Bonos Corona. BRC Investor Services S.A.

7. CONCLUSIONES

- Al desarrollar el Trabajo de Grado, se pudo concluir que hacer una emisión de bonos sindicada entre 5 medianas empresas es más factible, si tenemos en cuenta que de una emisión total de \$80.000.000.000 se logran ahorros de \$3.647.651.388 de pesos en el pago de intereses frente al crédito tradicional con un Banco comercial y \$1.067.419.312 de pesos en el pago de intereses frente a una emisión individual de cada una de las empresas. Esto se puede observar en la tabla #18 "Cuadro resumen con el costo de las diferentes alternativas"
- Los costos operativos de hacer una emisión de Bonos en el Mercado de Capitales Colombiano son onerosos, pues dependen de factores como el monto a emitir y el capital del emisor. En nuestra simulación estos costos estuvieron entre \$300 y \$330 millones de pesos dependiendo de la empresa, "Tabla # 8". Pero si se realiza una emisión conjunta como se plantea en la tercera alternativa de financiación de nuestra simulación y se puede ver en la tabla # 13 "Costos Operativos de una Emisión Sindicada", se pueden distribuir los costos entre los integrantes de la emisión y de esta manera sería más económica para cada una de las empresas, entre \$137 y \$167 millones de pesos.
- Las emisiones que normalmente se ven en el mercado deben tener suficiente liquidez para que exista un mercado atractivo para los inversionistas. Este puede ser la limitante más fuerte que pueden tener las empresas medianas, pues el monto que emitirían normalmente no es muy alto como para entrar al mercado de capitales con una colocación líquida. Este problema se puede sobrepasar con una emisión sindicada, pues al sumar el monto de capital solicitado por todas las empresas sindicadas se haría una oferta de Bonos más grande. Según sondeo realizado por nosotros a diferentes traders del mercado Colombiano, una emisión líquida mínimo debe ser de \$50.000 millones de pesos.
- Hace falta más divulgación de alternativas de inversión para las medianas empresas, pues se cae mucho en el error que el crédito tradicional con los bancos es la única solución de financiamiento. Esto hace que el costo de capital de las medianas empresas sea más alto pues no tienen el poder de negociación para mejorar sus tasas de financiación.
- En Colombia existe un limitante entre las empresas o gremios que no permiten que este tipo de integraciones pueda materializarse, pues existe el temor a ser solidarias con el compromiso de deuda de cada una. Este temor o limitante es eliminado con la constitución de la fuente de pago a través de una Fiduciaria, de esta forma no hay necesidad de buscar solidaridad entre las empresas emisoras y se le genera confianza a los inversionistas. Así se garantiza que cada empresa responda oportunamente con la obligación adquirida.

- Las agremiaciones deben fortalecer el establecimiento de clusters que no solo piensen en apalancarse en temas operativos sino que puedan pasar a un mayor nivel de unión y trabajo en equipo a través de una integración financiera, que permita bajar los costos de financiación y cada empresa pueda presentar indicadores de operación más favorables, volviéndose más competitiva.

BIBLIOGRAFÍA

Autorregulador del Mercado de Valores AMV

Código Marco de Buen Gobierno Corporativo para Pequeñas y Medianas Empresas, www.gobiernocorporativo.com.co

Decreto 3139 del 12 de Septiembre de 2006

Ingeniería Económica, Guillermo Baca Curea, Séptima Edición, Capítulo 9, Pág.193

Ley 905 de 2004

Ley 964 del 8 de Julio de 2005

Registro nacional de Agentes del mercado de Valores RNAMV

Registro nacional de Valores y Emisores RNVE

Resolución 400 del 22 de Mayo 1995

Sistema Integral de información del Mercado de Valores SIMEV

www.bvc.com.co

www.superfinanciera.gov.co

www.supersociedades.gov.co

ANEXOS

Anexo A. RESOLUCIÓN 400 DEL 22 DE MAYO DE 1995

Art. 1.2.4.1.- Modificado. Res. 135 de 2001, art. 1º. Entidades emisoras y autorizaciones estatales.

Podrá emitir bonos para ser colocados mediante oferta pública, previa autorización de la oferta por parte de la Superintendencia de Valores, toda entidad que de conformidad con su régimen legal tenga capacidad para hacerlo.

Art. 1.2.4.1.1. Emisiones sindicadas. Adicionado Res. 135 de 2001, art. 2º.

Podrán realizarse emisiones sindicadas de bonos, por un número plural de entidades, siempre y cuando:

1. Se constituya aval sobre la totalidad del capital e intereses que hayan de pagarse para atender la emisión sindicada, o alternativamente, todos los emisores agrupados en la emisión sindicada se constituyan en deudores solidarios de la misma,
2. Se establezca un acuerdo escrito entre los emisores sindicados, donde se prevea, como mínimo:
 - La identificación de las entidades que realizarán la emisión sindicada;
 - Las reglas necesarias para la sindicación;
 - El monto total de la emisión sindicada y sus características;
 - El monto que aspira a recibir cada una de ellas del total de la colocación;
 - Las reglas que se establezcan para la distribución de dichos recursos entre los participantes de la sindicación;
 - El monto por el cual cada una de las entidades sindicadas responderá, de pactarse la sindicación a través de aval;
 - La obligación de pago de los bonos por cada una de las entidades que participan en la sindicación, la cual es de carácter personal, directo e incondicional;
 - El procedimiento a seguir cuando los emisores sindicados se constituyen en deudores solidarios de la emisión sindicada;
 - Los procedimientos específicos que deberán poner en práctica cada una de las entidades sindicadas, con el objeto de asegurar el cumplimiento de las obligaciones que se adquieran con los suscriptores de los valores emitidos;
 - La representación legal única de sus participantes, para todos los efectos de la emisión;
 - La relación entre dicha sindicación y el representante de tenedores de bonos;

- Las demás que con el fin de cumplir los cometidos establecidos en la ley, resulten indispensables a juicio de la Superintendencia de Valores;

3. Se confiera la administración de la emisión sindicada, a una sola entidad fiduciaria, o, a un depósito centralizado de valores.

Notas:

1.El Artículo 2.1.1.9. del Estatuto Orgánico del Mercado Público de Valores corresponde al artículo 2.1.1.3.1. del Decreto 1763 de 1992 que modificó el Decreto 1730 de 1991 y el Artículo 5o de la Ley 27 de 1990.

2.El Decreto 2155 de 1992 fue derogado por el Decreto 1080 de 1996 por el cual se reestructuró la Superintendencia de Sociedades.

3.Sobre la constitucionalidad del Decreto 1080 de 1996, véase: sent. C-180/97 de la Corte Constitucional.

4.El Decreto 2126 de 1997 establece el reconocimiento de sentencias y conciliaciones judiciales mediante la emisión de bonos. Estos bonos podrán ser administrados directamente por la Nación o ésta podrá celebrar con el Banco de la República o con otras entidades nacionales o extranjeras contratos de administración fiduciaria y todos aquellos necesarios para la agencia, administración de los mismos y de los cupones que representan sus rendimientos se realice a través de depósitos centralizados de valores.

5.El Decreto 266 de 2000, por medio del cual se suprimirán y reformarán trámites y procedimientos, establece en el artículo 93 que las emisiones de bonos que efectúen las entidades sometidas a control exclusivo de la Superintendencia de Valores no requerirán ninguna autorización especial. Lo anterior, sin perjuicio de la obligación de inscribir el respectivo valor en el Registro Nacional de Valores y de solicitar la autorización de la oferta pública correspondiente, cuando sea del caso.

Art. 1.2.4.2.- Modificado. Res. 334 de 2000, art. 2°. Requisitos para la emisión de bonos.

1. El monto de la emisión de bonos objeto de inscripción en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios para realización de oferta pública o para inscripción en bolsa, no debe ser inferior a dos mil (2000) salarios mínimos mensuales, salvo que se trate de emisiones de bonos de riesgo, para las cuales no aplicará esta limitante.

2. Cuando se trate de realizar la emisión de bonos convertibles en acciones o de bonos con cupones para la suscripción de acciones, con el objeto de realizar

oferta pública, o con el de posterior inscripción en bolsa, se requerirá que las acciones se encuentren inscritas en bolsa de valores. En tal caso, estos bonos deberán inscribirse en bolsa.

No obstante lo dispuesto en el inciso anterior, no se requerirá que las acciones estén inscritas en una bolsa de valores cuando se cumpla una cualquiera de las siguientes condiciones:

- 2.1. Que los bonos vayan a ser colocados exclusivamente entre los accionistas;
 - 2.2. Que los bonos vayan a ser colocados exclusivamente entre acreedores con el objeto de capitalizar obligaciones de la sociedad emisora, siempre y cuando se trate de créditos ciertos debidamente comprobados y adquiridos con anterioridad a la emisión de bonos, y
 - 2.3. Que se trate de bonos de riesgo.
3. Los bonos ordinarios que se vayan a colocar por oferta pública deberán ser inscritos en una bolsa de valores con anterioridad a la misma.
4. Ninguna entidad podrá efectuar una nueva emisión de bonos cuando:
- 4.1. Haya incumplido las obligaciones de una emisión anterior, salvo que se trate de entidades en proceso de reestructuración;
 - 4.2. Haya colocado los bonos en condiciones distintas a las autorizadas;
 - 4.3. Se encuentre pendiente el plazo de suscripción de una emisión, y
 - 4.4. Tratándose de bonos convertibles que deban colocarse con sujeción al derecho de preferencia, se encuentre pendiente una suscripción de acciones.
5. No podrán emitirse bonos con vencimientos inferiores a un (1) año. Sin embargo, cuando se trate de bonos convertibles en acciones, en el prospecto de emisión podrá preverse que la conversión puede realizarse antes de que haya transcurrido un año contado a partir de la suscripción del respectivo bono.

Parágrafo 1º.- Cuando la totalidad o parte de la emisión de bonos se vaya a ofrecer públicamente en el exterior, la calificación de los mismos podrá ser otorgada por una sociedad calificadoras de valores extranjera de reconocida trayectoria a juicio de la Superintendencia de valores.

Parágrafo 2º.- Adicionado. Res. 352 de 2002, art. 4º. Lo establecido en el numeral 4.3 del presente artículo no será aplicable a las emisiones de bonos comprendidas en un programa de emisión y colocación. Por consiguiente, el emisor podrá efectuar ofertas simultáneas de las emisiones de bonos que hagan parte del programa de emisión y colocación.

La entidad emisora deberá indicar en cada aviso de oferta, que los bonos hacen parte de un programa de emisión y colocación, señalando el monto máximo del cupo global y los montos de las emisiones de bonos que se encuentren con plazo de colocación vigente.

Artículo 1.2.4.3.- Modificado. Res. 334 de 2000, art. 3°. Contenido de los títulos.

Los títulos de los bonos contendrán por lo menos las siguientes enunciaciones:

1. La palabra "Bono"; tratándose de bonos de riesgo, se empleará la denominación "Bono de Riesgo". La fecha de expedición y la indicación de su ley de circulación. Los bonos convertibles en acciones serán nominativos;
2. El nombre de la entidad emisora y su domicilio principal;
3. La serie, número, valor nominal y primas, si las hubiere;
4. El rendimiento del bono;
5. El monto de la emisión, la forma, lugar y plazo para amortizar el capital y los intereses;
6. El número de cupones que lleva adheridos;
7. En cada cupón deberá indicarse el título al cual pertenece, su número, valor y la fecha en que puede hacerse efectivo, además los cupones deberán tener la misma ley de circulación del bono;
8. La firma del representante legal de la entidad emisora y de la entidad avalista con indicación del monto del aval, o de las personas autorizadas para el efecto;
9. Si los bonos son convertibles en acciones y las condiciones de conversión respectivas;
10. Tratándose de bonos de riesgo, las normas especiales que les sean aplicables y las condiciones que se pacten en el acuerdo de reestructuración de conformidad con las normas legales vigentes;
11. La advertencia en caracteres destacados de que la inscripción en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios y la autorización para realizar la oferta pública, no implican certificación sobre la bondad del valor o la solvencia del emisor, y
12. Las demás indicaciones que, en concepto de la Superintendencia de Valores sean convenientes.

Art. 1.2.4.4.- Modificado. Primer inciso. Res. 334 de 2000, art. 4°. Modificado. Res. 1210 de 1995, art. 2° Representante de los tenedores

Los bonos emitidos para su colocación o negociación en el mercado público de valores, deberán contar con un representante de tenedores de los bonos.

Tratándose de bonos de riesgo podrá nombrarse un representante de dichos tenedores.

Serán representantes de los tenedores de bonos las entidades autorizadas legalmente para ello.

Art. 1.2.4.5.- Emisiones de bonos que vayan a circular en Colombia y en el extranjero.

Cuando se trate de emisiones de bonos que vayan a circular en Colombia y en el exterior, la Superintendencia de Valores podrá autorizar que el nombramiento del representante legal de tenedores de los bonos se sustituya por alguna otra figura jurídica que, a su criterio, vele en forma adecuada por los intereses de los tenedores de los bonos y el cumplimiento de las obligaciones contraídas con los mismos por parte de la sociedad emisora.

Art. 1.2.4.6.- Modificado. Res. 1210 de 1995, art. 3°. Contrato.

La entidad emisora y el representante legal de los tenedores de bonos deberán suscribir un contrato de representación de tenedores de bonos, el cual contendrá, cuando menos, lo siguiente:

1. Las cláusulas que hayan de regir las relaciones jurídicas entre la entidad emisora y el representante legal de los tenedores de bonos;
2. Las obligaciones del representante legal de los tenedores de bonos, y
3. La obligación para la entidad emisora de suministrar al representante de los tenedores todas las informaciones que éste requiera para el desempeño de sus funciones, y de permitirle inspeccionar, en la medida que sea necesario para el mismo fin, sus libros, documentos y demás bienes. Igualmente en dicho contrato la entidad emisora ordenará a su revisor fiscal suministrar al representante de los tenedores todas las informaciones que éste requiera para el desempeño de sus funciones.

Cuando la asamblea de tenedores de bonos designe un nuevo representante legal, el respectivo contrato entre la entidad emisora y la persona designada como nuevo representante legal de los tenedores de bonos deberá suscribirse e inscribirse en el Registro Mercantil dentro de los diez (10) días hábiles siguientes a la realización de la asamblea, salvo justa causa que deberá acreditarse plenamente ante la Superintendencia de Valores.

Art. 1.2.4.7- Garantías y otros aspectos.

De conformidad con el artículo 2.3.1.11. del Estatuto Orgánico del Mercado Público de Valores, una vez ejecutoriada la resolución mediante la cual se haya autorizado la emisión, el representante legal de la entidad emisora constituirá las respectivas garantías, si fuere el caso, y suscribirá el correspondiente contrato con el representante de los futuros tenedores de bonos.

Copia de la resolución por la cual se autoriza la emisión será inscrita en el Registro Mercantil de la Cámara de Comercio del domicilio principal de la entidad emisora. En dicho Registro se inscribirá también el nombramiento del representante de los tenedores de conformidad con lo dispuesto por el artículo 1.2.4.10. de la presente resolución.

La entidad deberá acreditar ante la Superintendencia de Valores el cumplimiento de lo dispuesto en el presente artículo en la forma y términos que ésta señale.

Art. 1.2.4.8.- Modificado. Res. 1210 de 1995, art. 4°. Funciones del representante etc.

El representante legal de los tenedores de bonos colocados o negociados en el mercado público de valores tendrá las siguientes funciones:

1. Realizar todos los actos de administración y conservación que sean necesarios para el ejercicio de los derechos y la defensa de los intereses comunes de los tenedores;
2. Llevar a cabo los actos de disposición para los cuales lo faculte la asamblea de tenedores en los términos de la presente resolución;
3. Actuar en nombre de los tenedores de bonos en los procesos judiciales y en los de quiebra o concordato, así como también en los que se adelanten como consecuencia de la toma de posesión de los bienes y haberes o la intervención administrativa de que sea objeto la entidad emisora. Para tal efecto, el representante de los tenedores deberá hacerse parte en el respectivo proceso dentro del término legal, para lo cual acompañará a su solicitud como prueba del crédito copia auténtica del contrato de emisión y una constancia con base en sus registros sobre el monto insoluto del empréstito y sus intereses;

4. Representar a los tenedores en todo lo concerniente a su interés común o colectivo;
5. Intervenir con voz pero sin voto en todas las reuniones de la asamblea de accionistas o junta de socios de la entidad emisora;
6. Convocar y presidir la asamblea de tenedores de bonos;
7. Solicitar a la Superintendencia de Valores los informes que considere del caso y las revisiones indispensables de los libros de contabilidad y demás documentos de la sociedad emisora;
8. Informar a los tenedores de bonos y a la Superintendencia de Valores, a la mayor brevedad posible y por medios idóneos, sobre cualquier incumplimiento de sus obligaciones por parte de la entidad emisora.
9. Las demás funciones que se establezcan en el contrato o que le asigne la de tenedores de bonos.

Parágrafo. - Salvo en lo que concierne a la información a que se refiere el numeral 8 del presente artículo, el representante legal de los tenedores de bonos deberá guardar reserva sobre los informes que reciba respecto de la entidad emisora y le está prohibido revelar o divulgar las circunstancias o detalles que hubiere conocido sobre los negocios de ésta, en cuanto no fuere estrictamente indispensable para el resguardo de los intereses de los tenedores de bonos. (Carta circular externa 3 del 25 de enero de 1996. Funciones de los representantes legales de tenedores de bonos; circular externa 15 de 1995).

Anexo B. DECRETO 3139 DEL 12 DE SEPTIEMBRE DE 2006

Artículo 1.1.1.1. Definición.

El Sistema Integral de Información del Mercado de Valores, SIMEV, es el conjunto de recursos humanos, técnicos y de gestión que utilizará la Superintendencia Financiera de Colombia para permitir y facilitar el suministro de información al mercado.

Artículo 1.1.1.2. Conformación.

El SIMEV estará conformado así:

- a) El Registro Nacional de Valores y Emisores, RNVE, el cual tendrá por objeto inscribir las clases y tipos de valores, así como los emisores de los mismos y las emisiones que estos efectúen, y certificar lo relacionado con la inscripción de dichos emisores, clases y tipos de valores;
- b) El Registro Nacional de Agentes del Mercado de Valores, RNAMV, el cual tendrá por objeto la inscripción de las entidades señaladas en el numeral 1 del párrafo 3° del artículo 75 de la Ley 964 de 2005 así como las demás personas que se establecen en el artículo 1.1.3.1. de la presente resolución;
- c) El Registro Nacional de Profesionales del Mercado de Valores, RNPMV, el cual tendrá por objeto la inscripción de las personas naturales a que se refiere el artículo 1.1.4.2. de la presente resolución.

Artículo 1.1.1.3. Naturaleza de la información. La información que repose en el SIMEV será pública. En consecuencia, cualquier persona podrá consultarla, observando las reglas que para el efecto se establecen en la presente resolución;

Lo anterior sin perjuicio del principio de revelación dirigida, previsto en el artículo 51 de la Ley 964 de 2005, por virtud del cual la Superintendencia Financiera podrá determinar el momento en que divulgará al público determinada sanción, en los casos en los cuales la revelación inmediata de la misma pueda poner en riesgo la estabilidad del mercado;

Parágrafo 1. La veracidad de la información que repose en el SIMEV, así como los efectos que se produzcan como consecuencia de su divulgación serán de exclusiva responsabilidad de quienes la suministren al sistema.

Parágrafo 2. La información que reposa en el SIMEV se deberá manejar con las medidas técnicas necesarias para garantizar la seguridad de los registros, evitando su adulteración, pérdida o uso indebido.

Anexo C. LEY 964 DEL 8 DE JULIO DE 2005

Artículo 1°. Objetivos y criterios de la intervención.

El Gobierno Nacional ejercerá la intervención en las actividades de manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público que se efectúen mediante valores, con sujeción a los siguientes objetivos y criterios:

a) Objetivos de la intervención:

1. Proteger los derechos de los inversionistas.
2. Promover el desarrollo y la eficiencia del mercado de valores.
3. Prevenir y manejar el riesgo sistémico del mercado de valores.
4. Preservar el buen funcionamiento, la equidad, la transparencia, la disciplina y la integridad del mercado de valores y, en general, la confianza del público en el mismo.

b) Criterios de la intervención:

1. Que se promueva el desarrollo y la democratización del mercado de valores, así como su conocimiento por parte del público.
2. Que la regulación y la supervisión del mercado de valores se ajusten a las innovaciones tecnológicas y faciliten el desarrollo de nuevos productos y servicios dentro del marco establecido en la presente ley.
3. Que las normas y los procedimientos sean ágiles, flexibles y claros, y que las decisiones administrativas sean adoptadas en tiempos razonables y con las menores cargas administrativas posibles.
4. Que los costos de la supervisión y la disciplina del mercado de valores sean eficiente y equitativamente asignados, y que las cargas que se impongan a los participantes del mercado sean consideradas, teniendo en cuenta, en la medida de lo posible, la comparación entre el beneficio y el costo de las mismas.
5. Que se evite impedir o restringir la competencia.
6. Que se dé prelación al sentido económico y financiero sobre la forma, al determinar si algún derecho o instrumento es un valor, o si alguna actividad es de

aquellas que requieran autorización o registro y, en general, cuando expida normas dirigidas a la protección de los derechos de los inversionistas.

7. Que el mercado de valores esté provisto de información oportuna, completa y exacta.

8. Que se garantice que las operaciones realizadas en el mercado de valores sean llevadas hasta su puntual y exacta compensación y liquidación.

9. Que se propenda porque en la regulación y la supervisión se eviten los arbitrajes, procurando que exista uniformidad en las normas que se expidan.

Artículo 2°. Concepto de valor.

Para efectos de la presente ley será valor todo derecho de naturaleza negociable que haga parte de una emisión, cuando tenga por objeto o efecto la captación de recursos del público, incluyendo los siguientes:

- a) Las acciones;
- b) Los bonos;
- c) Los papeles comerciales;
- d) Los certificados de depósito de mercancías;
- e) Cualquier título o derecho resultante de un proceso de titularización;
- f) Cualquier título representativo de capital de riesgo;
- g) Los certificados de depósito a término;
- h) Las aceptaciones bancarias;
- i) Las cédulas hipotecarias;
- j) Cualquier título de deuda pública.

Parágrafo 1°. No se considerarán valores las pólizas de seguros y los títulos de capitalización.

Parágrafo 2°. Cuando concurren en un mismo emisor las calidades de acreedor y deudor de determinado valor, solo operará la confusión si el título estuviere vencido o si ella fue prevista en el correspondiente prospecto de emisión o, en su defecto, en las condiciones contractuales del respectivo valor.

Parágrafo 3°. Lo dispuesto en la presente ley y en las normas que la desarrollen y complementen será aplicable a los derivados financieros, tales como los contratos de futuros, de opciones y de permuta financiera, siempre que los mismos sean estandarizados y susceptibles de ser transados en las bolsas de valores o en otros sistemas de negociación de valores. Los productos a que se refiere el presente parágrafo solo podrán ser ofrecidos al público previa su inscripción en el Registro Nacional de Valores y Emisores.

Artículo 7°. El Sistema Integral de Información del Mercado de Valores.

El Sistema Integral de Información del Mercado de Valores, SIMEV, es el conjunto de recursos humanos, técnicos y de gestión que utilizará la Superintendencia de Valores para permitir y facilitar el suministro de información al mercado y estará conformado así:

a) El Registro Nacional de Valores y Emisores, el cual tendrá por objeto inscribir las clases y tipos de valores, así como los emisores de los mismos y las emisiones que estos efectúen, y certificar lo relacionado con la inscripción de dichos emisores y clases y tipos de valores.

Las ofertas públicas de valores deberán estar precedidas por la inscripción en el Registro Nacional de Valores y Emisores.