



Vigilada Mineducación

ANÁLISIS DEL IMPACTO EN EL COSTO DE LA DEUDA MEDIANTE LA TRANSICIÓN  
DE ENTE REGULADOR: UN CASO DE ESTUDIO SOBRE DIVERSIFICACIÓN DE  
FUENTES DE FONDEO EN UNA COMPAÑÍA DE FINANCIAMIENTO DE COLOMBIA  
Analysis of the impact on cost of debt through regulatory transition: A case study on  
diversification of funding sources in a Colombian finance company

AUTORES:

PAULA ANDREA ALZATE IDÁRRAGA

paalzatei@eafit.edu.co

NATALIA LÓPEZ GALLEGO

nlopezg3@eafit.edu.co

Tesis de Maestría

ASESOR

JUAN FELIPE CARDONA LLANO

UNIVERSIDAD EAFIT  
ESCUELA DE FINANZAS, ECONOMÍA Y GOBIERNO  
MAESTRÍA EN ADMINISTRACIÓN FINANCIERA - MAF  
MEDELLÍN  
2025

## Resumen

El estudio realizado, analiza el impacto en el costo de la deuda de una compañía de financiamiento colombiana al cambiar su ente regulador de la Superintendencia de Sociedades a la Superintendencia Financiera. Para ello, se utilizaron los estados financieros históricos entre 2020 y 2024, aplicando una metodología cuantitativa para realizar el backtesting de los distintos escenarios regulatorios y su impacto en los estados financieros. A través del análisis de los requisitos normativos, se modela la captación de recursos y se evalúa el efecto en indicadores como el costo de la deuda y el WACC. Se espera identificar si el cambio permite una diversificación más eficiente de las fuentes de financiamiento, reducción en los costos de fondeo y generación de mayor valor para los accionistas, a pesar de las exigencias regulatorias adicionales.

**Palabras clave:** Compañía de financiamiento, Costo de la deuda, Diversificación de fuentes de financiación, Entes reguladores.

## Abstract

The study analyzes the impact on a Colombian finance company's cost of debt when its regulatory authority changed from the Superintendency of Companies to the Superintendency of Finance. To this end, historical financial statements from 2020 to 2024 were used, applying a quantitative methodology to backtest the different regulatory scenarios and their impact on the financial statements. Through the analysis of regulatory requirements, fundraising is modeled, and the effect on indicators such as the cost of debt and WACC is evaluated. The study aims to determine whether the change allows for more efficient diversification of financing sources, reduction in funding costs, and generation of greater for shareholders, despite the additional regulatory requirements.

**Key words:** Financing company, Cost of debt, Diversification of financing sources, Regulatory bodies.

## Tabla de Contenido

<b>Lista de Tablas .....</b>	<b>v</b>
<b>Lista de Figuras.....</b>	<b>vi</b>
<b>Capítulo 1: Introducción .....</b>	<b>1</b>
1.1.    Objetivos	2
1.1.1.    Objetivo General	2
1.1.2.    Objetivos Específicos	2
<b>Capítulo 2: Marco teórico .....</b>	<b>4</b>
2.1. Sistema Financiero	4
2.2. Productos de captación de recursos	6
2.2.1. Certificado de Depósito a Término (CDT)	6
<b>Capítulo 3: Metodología .....</b>	<b>8</b>
<b>Capítulo 4: Resultados.....</b>	<b>11</b>
4.1. Revisión normativa de requerimientos SFC	11
4.2. Análisis de tasas CDT	15
4.3. Backtesting	18
4.3.1. Análisis escenario base	18
4.3.2. Análisis escenario SFC	24
4.3.3. Análisis de tasas vs TES	31
<b>Capítulo 5: Conclusiones y Recomendaciones.....</b>	<b>34</b>
5.1. Conclusiones	34
5.2. Recomendaciones	36
<b>Referencias.....</b>	<b>37</b>

## Lista de Tablas

<b>Tabla 1</b> <i>Capital requerido por SFC</i> .....	12
<b>Tabla 2</b> <i>Costos de implementación</i> .....	14
<b>Tabla 3</b> <i>Costos recurrentes anuales</i> .....	14
<b>Tabla 4</b> <i>Estado de la Situación Financiera.</i> .....	18
<b>Tabla 5</b> <i>Estado de resultados Escenario base</i> .....	21
<b>Tabla 6</b> <i>Indicadores financieros Escenario base</i> .....	23
<b>Tabla 7</b> <i>EVA Escenario base</i> .....	24
<b>Tabla 8</b> <i>Supuestos captación</i> .....	25
<b>Tabla 9</b> <i>Saldo depósitos y nueva deuda</i> .....	26
<b>Tabla 10</b> <i>Balance General Escenario SFC</i> .....	27
<b>Tabla 11</b> <i>Estado de resultados escenario SFC</i> .....	28
<b>Tabla 12</b> <i>Diferencia en utilidad neta</i> .....	29
<b>Tabla 13</b> <i>Indicadores financieros Escenario SFC</i> .....	30

## Lista de Figuras

<i>Figura 1 Plazos en meses de las obligaciones financieras de la compañía.....</i>	<i>15</i>
<i>Figura 2 Comportamiento histórico de las tasas de CDT en Colombia. ....</i>	<i>16</i>
<i>Figura 3 Tasas Promedio de CDT.....</i>	<i>17</i>
<i>Figura 4 Saldo de cartera por tipo de negocio .....</i>	<i>19</i>
<i>Figura 5 Comportamiento obligaciones financieras vs cartera.....</i>	<i>20</i>
<i>Figura 6 Comportamiento intereses recibidos vs pagados .....</i>	<i>22</i>
<i>Figura 7 Comparación TES, CDT y Kd .....</i>	<i>32</i>
<i>Figura 8 Spread CDT y Kd.....</i>	<i>33</i>
<i>Figura 9 Resumen escenarios.....</i>	<i>34</i>

## Capítulo 1: Introducción

Una compañía de financiación actualmente, bajo la vigilancia de la Superintendencia de Sociedades, se encuentra en un punto estratégico de análisis, motivada por la búsqueda de fuentes de fondeo más flexibles y con condiciones financieras más favorables que el modelo tradicional de financiamiento bancario. El cambio de ente regulador hacia la Superintendencia Financiera podría permitirle captar dinero del público, ampliando significativamente sus opciones de financiamiento y mejorando su estructura de capital.

Esta transición de ente regulador puede impactar significativamente el costo de la deuda corporativa, dado que aun cuando los requisitos normativos son más estrictos, la diversificación de las fuentes de financiación puede mitigar los costos (Brunnermeier & Krishnamurthy, 2020), permitiendo flexibilizar el margen de intermediación y el riesgo de mercado y financiero al que la compañía se encuentra expuesto.

El estudio abordará el análisis del cambio regulatorio mediante un análisis integral cuantitativo que permita comprender el impacto estratégico y financiero de la transición entre entes supervisores, con el objetivo de explorar alternativas de financiamiento más eficientes y competitivas y cuantificando el beneficio o impacto en los márgenes de intermediación.

En Colombia existen diferentes entes reguladores que supervisan o controlan las actividades económicas de las empresas, para el marco del presente estudio se realizará énfasis en la Superintendencia de Sociedades y Superintendencia Financiera de Colombia.

La Superintendencia de Sociedades (SuperSociedades), es un organismo gubernamental encargado de inspeccionar, vigilar y controlar las sociedades comerciales (Función, 2020), y la Superintendencia Financiera de Colombia “tiene por objetivo 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.” (Superintendencia Financiera de Colombia, 2024)

El sistema financiero de Colombia, el cual está vigilado por la Superintendencia Financiera de Colombia, está conformado por tres segmentos: sociedades de servicios financieros (Fiduciarias, AFP, Comisionistas de bolsa), establecimientos de crédito (bancos, cooperativas, compañías de financiamiento) y otras entidades financieras (aseguradoras, sociedades de capitalización, intermediarios de seguros).

## **1.1.Objetivos**

### **1.1.1. Objetivo General**

Analizar el impacto en el costo de la deuda de una compañía actualmente bajo la vigilancia de la Superintendencia de Sociedades de Colombia al pasar a la regulación de la Superintendencia Financiera de Colombia, considerando la diversificación de fuentes de fondeo, mediante la simulación de los estados financieros reales de la compañía entre los años 2020 y 2024.

### **1.1.2. Objetivos Específicos**

Analizar y detallar los requerimientos del ente regulador (Superintendencia Financiera de Colombia) que pueden afectar los Estados Financieros y los principales indicadores de desempeño de la compañía, con el fin de cumplir con los estándares establecidos, desde el ámbito operativo, de estructura organizacional y los requerimientos en la estructura financiera.

Realizar el backtesting de los Estados Financieros (Balance General y Estado de Resultados) entre los años 2020 y 2024, simulando el comportamiento de las carteras de los diferentes productos del portafolio de la compañía de financiamiento que implique captación de recursos, bajo el escenario del nuevo ente regulador.

Analizar las diferentes tasas de fondeo (la actual y el fondeo a través de captación) entre los años 2020 y 2024, y compararlas con la curva de los bonos TES, para así determinar el spread de riesgo que implica cada alternativa de financiación.

Determinar, a través del análisis de la modelación, cuál de los escenarios propuestos (mantenerse bajo la vigilancia de la Superintendencia de Sociedades o cambiar a la Superintendencia Financiera) agrega mayor valor al accionista, considerando el impacto en el costo de la deuda y la diversificación de las fuentes de financiación.

## Capítulo 2: Marco teórico

### 2.1. Sistema Financiero

El ente regulador del sistema financiero colombiano es la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC), organismo adscrito al Ministerio de Hacienda y Crédito Público. Según el Decreto 4327 de 2005, su objetivo es supervisar y regular las entidades financieras, aseguradoras y bursátiles, garantizando la estabilidad, seguridad y confianza del sistema (Función Pública, 2005). Sus funciones incluyen la inspección, vigilancia y control de las instituciones que realizan actividades financieras, la expedición de normas que aseguren la transparencia del mercado de valores, la protección de los derechos de inversionistas, ahorradores y asegurados, así como la imposición de sanciones a quienes incumplan la regulación vigente (Superintendencia Financiera de Colombia, 1991).

El sistema financiero colombiano está conformado por el conjunto de instituciones, mercados y productos que permiten canalizar el ahorro hacia la inversión, promoviendo el crecimiento económico. Se estructura en tres segmentos principales:

- **Sociedades de servicios financieros:** entidades que no captan recursos del público de manera directa, pero prestan servicios de apoyo y asesoría en la gestión de inversiones y administración de activos (ej. fiduciarias, AFP y comisionistas de bolsa). (Superintendencia Financiera de Colombia, 2025)
- **Establecimientos de crédito:** son las entidades que cumplen la función central de captar recursos del público mediante cuentas de ahorro, depósitos a término y otros instrumentos, para colocarlos posteriormente a través de préstamos u operaciones de crédito. (Superintendencia Financiera de Colombia, 2025)

- **Otras entidades financieras:** incluyen aseguradoras, sociedades de capitalización e intermediarios de seguros, que cumplen un papel complementario en la protección de riesgos y financiamiento especializado. (Banco de la República, 2013)

Dentro de los establecimientos de crédito, se encuentran las compañías de financiamiento, entidades cuyo objeto principal es la captación de recursos a término fijo con el fin de colocarlos en operaciones de crédito, arrendamiento financiero (leasing), factoring y compra de cartera. Estas instituciones se diferencian de los bancos en la medida en que no ofrecen servicios de ahorro masivo ni cuentas corrientes, pero cumplen un papel clave al atender segmentos de mercado que requieren alternativas de fondeo más flexibles. Así, las compañías de financiamiento representan una fuente importante de apoyo a empresas y personas que demandan recursos para proyectos, consumo o necesidades de capital de trabajo, integrándose como actores relevantes dentro del sistema financiero colombiano (Superintendencia Financiera de Colombia, 2025).

Entre las principales actividades que realiza una compañía de financiamiento, se tienen los siguientes:

- **Otorgamiento de créditos:** Estas entidades pueden ofrecer créditos a personas naturales y jurídicas, especialmente a aquellas que no pueden obtener créditos a través de las entidades financieras tradicionales.
- **Leasing o arrendamiento financiero:** Es un mecanismo de financiación mediante el cual la compañía de financiamiento adquiere un bien y lo pone a disposición de una persona o una empresa para que esta haga uso de él durante un tiempo determinado y brindándole la opción de compra al final del contrato. (Asociación Bancaria y de Entidades Financieras de Colombia, 2021)

- **Factoring:** Es el proceso mediante el cual una empresa vende sus cuentas por cobrar a la compañía de financiamiento a cambio de un pago inmediato y trasladando a dicha entidad la gestión de cobro e, incluso, el riesgo asociado a esas obligaciones. (Asociación Bancaria y de Entidades Financieras de Colombia , 2008)
- **Compra de carteras:** La compañía de financiamiento adquiere los derechos de cobro de una deuda existente dentro de la empresa a cambio de una cantidad de dinero con el fin de consolidar, refinanciar o mejorar las condiciones de pago. (Superintendencia Financiera de Colombia, 2010)

## 2.2. Productos de captación de recursos

Existen diferentes productos que permiten la captación de recursos en el sistema financiero:

- Certificado de depósito a término (CDT)
- Cuentas de ahorros
- Cuentas corrientes
- Bonos y papeles comerciales
- Fondos de inversión colectiva (FIC)

Al analizar la compañía y las alternativas disponibles para la captación de recursos, se concluye que el producto más alineado con el core del negocio son los CDT. Esto se debe a que es una opción que se ajusta mejor a las características operativas de la organización, ya que implica una menor carga logística y administrativa en comparación con otros productos, como las cuentas de ahorro, lo que facilita una gestión más sencilla y eficiente.

### 2.2.1. Certificado de Depósito a Término (CDT)

Un Certificado de Depósito a Término (CDT) es un instrumento de inversión de renta fija, el cual es formalizado mediante la emisión de un certificado por parte de una entidad financiera,

en el cual se deja constancia del depósito de una suma de dinero por parte de un cliente, a cambio de una remuneración previamente pactada y bajo la condición de mantener los fondos por un plazo determinado, este plazo suele ser de 30, 60, 90, 180 o 360 días, sin embargo, pueden establecerse periodos más largos dependiendo de las políticas de la entidad emisora y del perfil del inversionista.

Las tasas de interés asociadas a los CDT corresponden a tasas de captación o pasivas, es decir, aquellas que las entidades financieras ofrecen como compensación a los depositantes por colocar su dinero durante un periodo previamente acordado. Estas tasas reflejan el rendimiento que obtendrá el inversionista y varían en función del valor depositado y la duración del instrumento. (Banco de la República, 2025).

El CDT es considerado un instrumento de bajo riesgo dentro de un portafolio de inversión, dado que el capital invertido por el cliente está protegido, exceptuando en los casos de incumplimiento. Sin embargo, en Colombia se cuenta con la cobertura del Fondo de Garantías de Instituciones Financieras (Fogafin) hasta un montón determinado, lo que refuerza la seguridad para el público inversionista. (Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia, 2025)

### **Capítulo 3: Metodología**

La metodología de este estudio se enmarca en un enfoque cuantitativo, basado en el análisis numérico y la modelación de escenarios para evaluar el impacto del cambio de ente regulador en una compañía de financiamiento, buscando evaluar el impacto financiero en la compañía ante el cambio del ente regulador de la Superintendencia de Sociedades a la Superintendencia Financiera, considerando tanto los efectos normativos como las implicaciones en los estados financieros y en la estrategia corporativa. Manejando un enfoque descriptivo y retrospectivo, describiendo la situación actual de la empresa bajo la Superintendencia de Sociedades y analizar los efectos financieros que generaría la transición a la Superintendencia Financiera basados en los estados financieros de los últimos 5 años (2020-2024). Para ello, se utilizará un diseño transversal y comparativo, que permitirá analizar y contrastar ambos escenarios regulatorios, estructurado en tres fases interconectadas que responden directamente a los objetivos específicos de la investigación.

En la fase inicial de este estudio, se realizará un análisis de la incidencia regulatoria a través de una revisión documental pertinente, con el propósito de identificar las diferencias normativas entre Superintendencia de Sociedades y Superintendencia Financiera, así como los requerimientos y costos asociados a la transición entre ambos entes reguladores. Es de resaltar que la transición de un organismo puede impactar significativamente el costo de la deuda corporativa, especialmente cuando el nuevo regulador impone requisitos de cumplimiento más estrictos. (Brunnermeier & Krishnamurthy, 2020)

Como resultado, se elaborará una lista de requisitos, que permitirá evaluar el impacto de estas diferencias en los estados financieros de la compañía. Este análisis proporcionará una visión clara de las variaciones derivadas de estar regulado por alguna de las entidades mencionadas en

el estudio, y facilitará la anticipación de los ajustes necesarios en las políticas y procedimientos financieros de la empresa.

La segunda fase se abordará el estudio de las diferentes tasas de fondeo disponibles para la compañía entre los años 2020 y 2024, con el fin de comparar la tasa actualmente empleada, la cual proviene de la financiación bancaria, con las tasas promedio de los productos de captación de recursos del sistema financiero para el mismo periodo mencionado. Para ello, se recopilará información histórica de las tasas efectivas asumidas por la entidad durante el periodo de estudio, y se modelarán las condiciones de fondeo bajo el marco regulatorio aplicable a cada alternativa.

Posteriormente, se realizará el backtesting de los estados financieros —Balance General y Estado de Resultados— de la compañía durante el periodo 2020 a 2024. Este ejercicio contempla la simulación del cambio regulatorio, modelando el comportamiento de las carteras asociadas a los diferentes productos del portafolio, particularmente aquellos que implican captación de recursos del público, bajo el escenario del nuevo ente regulador. En este proceso de modelación se analizarán variables clave como las tasas de captación, los costos de financiamiento y los indicadores financieros claves, buscando reflejar las condiciones reales del mercado financiero y ajustarlas a los lineamientos regulatorios establecidos.

Además, se analizará la estructura de capital en los diferentes escenarios del ente regulador. De forma específica, se analizarán las diferencias entre las modalidades de fondeo disponibles —como el acceso a crédito bancario versus los mecanismos de captación del público—, evaluando su impacto en la sostenibilidad financiera, la eficiencia del apalancamiento y la flexibilidad operativa de la entidad. Esta comparación busca aportar una visión clara sobre los retos y oportunidades que conlleva la transición regulatoria, especialmente en lo relacionado con la diversificación de fuentes de fondeo y la adaptación estratégica frente al nuevo entorno normativo.

Se analizarán los principales indicadores financieros, como la liquidez, la rentabilidad sobre el patrimonio (ROE) y la eficiencia operativa, se evaluará en detalle el impacto que tiene la captación de recursos sobre el costo de fondeo ( $K_d$ ) y el costo promedio ponderado de capital (WACC) de la compañía. Esta evaluación permitirá observar cómo varía la estructura de capital bajo los diferentes esquemas regulatorios y cómo dichas variaciones afectan la rentabilidad ajustada por riesgo. Buscando identificar si la captación directa permite optimizar el costo del capital, mejorar la competitividad de la empresa en términos financieros y aumentar su capacidad de adaptación frente a distintas condiciones del mercado. Este análisis será clave para entender la flexibilidad financiera que ofrecen las diversas fuentes de financiamiento.

Finalmente, las tasas recopiladas en la fase dos serán contrastadas con la curva de rendimiento de los bonos TES del mismo periodo, la cual se tomará como referencia de tasa libre de riesgo en el mercado colombiano. A partir de esta comparación, se calculará el spread de riesgo asociado a cada una de las alternativas de financiación. Este análisis permitirá estimar de manera más precisa el costo relativo de cada fuente de fondeo y el nivel de prima exigido por el mercado frente a los riesgos percibidos en cada estructura. Asimismo, aportará insumos para la evaluación de la eficiencia financiera y la viabilidad estratégica del cambio regulatorio propuesto.

La fase final del estudio se enfocará en una evaluación comparativa integral, en la que se consolidarán los hallazgos obtenidos en las fases anteriores. Lo anterior permitirá determinar cuál de los escenarios regulatorios analizados, ya sea bajo la supervisión de la Superintendencia de Sociedades o de la Superintendencia Financiera de Colombia, genera mayor valor agregado para los accionistas y demás stakeholders de la compañía. El análisis estará sustentado en variables clave como el retorno sobre el capital (ROE), el costo de fondeo total y el margen de intermediación. Así, esta fase no solo busca cuantificar el impacto financiero, sino también evaluar la coherencia entre la regulación, el modelo de negocio y la creación de valor sostenible.

## Capítulo 4: Resultados

### 4.1. Revisión normativa de requerimientos SFC

Según la lista de chequeo para la constitución de entidades vigiladas (Superintendencia Financiera de Colombia , 2025), se tienen como requisitos los siguientes:

- **Carta de solicitud** debidamente suscrita por los accionistas
- Proyecto de **Estatutos sociales**
- Monto de **capital y forma de pago** (capital mínimo) – Por lo menos el 50% debe pagarse al momento de la constitución y el saldo restante dentro del año siguiente
- Justificación de **origen de los recursos** (no se pueden obtener de financiación)
- Inversiones de capital que los potenciales constituyentes posean en otras sociedades
- Indicar si los potenciales constituyentes tienen endeudamiento con entidades financieras
- Hoja de vida de accionistas y administradores
- Estados financieros y declaración de renta de los futuros accionistas
- **Estudio de factibilidad** (justificación, estudio mercado, organigrama, talento humano, control interno, plataforma tecnológica, proyecciones financieras, talento humano)
- Proyectos de **manuales de sistemas de administración de riesgos**: implementar sistema de **riesgo de crédito**
- Código de conducta y buen gobierno
- Reglamentación en materia de **conflictos de interés**
- Políticas de **remuneración** de junta directiva y administradores
- Proyecto de texto de aviso con intención de constituir la sociedad en un diario nacional

De acuerdo con lo anterior, se identificaron los siguientes impactos financieros en los que incurriría la compañía al estar supervisada por la Superintendencia Financiera.

En primera instancia, se evidencian costos asociados a la implementación de buenas prácticas de gobierno corporativo, entre ellos, la inclusión de miembros independientes en la Junta Directiva u órgano equivalente, no solo exige el cumplimiento de requisitos específicos y un porcentaje mínimo de participación, sino que también trae consigo una inversión financiera representada en los honorarios que deben ser reconocidos a estos miembros por su rol especializado en la supervisión estratégica y control de la entidad (Departamento Administrativo de la Función Pública, 2005). De acuerdo a lo anterior, y revisando la información de mercado, se encuentra que los honorarios por cada sesión de la junta directiva se define el valor según el conocimiento, experiencia, responsabilidad legal, estratégica y reputacional del miembro de junta y de la compañía; para el caso de estudio, se definió un valor de \$2.000.000 por sesión y 10 sesiones por año, para un total de \$40.000.000 al año por las 2 personas independientes en la junta directiva.

Adicionalmente, la Superintendencia Financiera exige un monto de capital mínimo conforme a la normativa vigente y al tipo de entidad financiera, lo cual implica una transformación del patrimonio actual, afectado la estructura financiera de la compañía, como se observa en la **Tabla 1.** (Superintendencia Financiera de Colombia., 2025).

**Tabla 1**

*Capital requerido por SFC*

<b>Año</b>	<b>Capital mínimo</b>
2020	25,893,000,000
2021	26,310,000,000
2022	27,789,000,000
2023	31,435,000,000
2024	34,353,000,000

Fuente: Construcción propia con información de la Superintendencia Financiera de Colombia. (Superintendencia Financiera de Colombia., 2025).

Así mismo, es necesario realizar un estudio de factibilidad, el cual implica, una evaluación detallada de los riesgos inherentes a la operación, implementando con ello un sistema de

administración del riesgo, mediante el cual una entidad identifica, mide, monitorea y controla el riesgo que pueda afectar a la compañía, generando un incremento en los costos operativos (Ministerio de Ciencia, Tecnología e Innovación, 2025).

Dentro de este Sistema de Administración del Riesgo, la Superintendencia Financiera de Colombia exige que las entidades bajo su supervisión adopten un Sistema de Administración de Riesgos de Lavado de Activos y de la Financiación del Terrorismo (SARLAFT), con el cual se busca proteger a las organizaciones de ser utilizadas como instrumentos para ocultar o legitimar recursos de origen ilícito y para canalizar fondos destinados a la ejecución de actividades terroristas (Superintendencia Financiera de Colombia, 2024).

Adicional a este, también se deben agregar los Sistemas para el Riesgo Crediticio (SARC) el cual debe ser implementado por las entidades vigiladas para identificar, medir, controlar y monitorear el riesgo de que los deudores no cumplan con sus obligaciones. Su propósito es apoyar decisiones oportunas que permitan mitigar pérdidas asociadas al crédito, fortaleciendo la gestión del riesgo en todo el proceso crediticio (Superintendencia de la Economía Solidaria, 2022). El Riesgo Operativo (SARO) cuyo objetivo es identificar, medir, controlar y monitorear los riesgos de pérdida derivados de fallas en procesos internos, personas, tecnología, infraestructura o de eventos externos, este sistema busca facilitar decisiones oportunas que permitan mitigar los efectos adversos del riesgo operativo y garantizar la continuidad de la operación (Superintendencia Financiera de Colombia, 2007). El Riesgo de liquidez (SARL) tiene el propósito es identificar, medir, controlar y monitorear la exposición de las entidades vigiladas a este riesgo, su función principal es garantizar que las organizaciones cuenten con los recursos suficientes para atender sus obligaciones en el desarrollo de sus actividades (Superintendencia de la Economía Solidaria, 2022). El Riesgo de Mercado (SARM) es el sistema que permite a las entidades vigiladas identificar, medir, controlar y monitorear eficazmente las pérdidas potenciales derivadas de variaciones en

tasas de interés, tipos de cambio, precios de acciones u otros instrumentos financieros, su objetivo es facilitar decisiones oportunas que mitiguen este riesgo y, cuando corresponda, definir el capital adecuado según el nivel de exposición de cada entidad. (Superintendencia Financiera de Colombia, 2007)

En la **Tabla 2** se presentan los costos asociados a la implementación de los Sistemas de Administración de Riesgos, que en el presente ejercicio se asumen ya implementados, se incluyen como referencia en caso de requerirse su adopción futura.

**Tabla 2**

*Costos de implementación*

<b>Costos de Implementación</b>		
<b>Proceso</b>	<b>Detalle</b>	<b>Valor</b>
Implementación Sistema Admon de Riesgos	Consultoría	85,000,000
	Capacitación equipo	21,250,000
	Desarrollo e implementación	67,500,000
	Documentación	38,750,000
Desarrollo e Infraestructura Tecnológica	Infraestructura física	132,500,000
	Red de comunicaciones y conectividad segura	35,000,000
	Canales de servicios	45,000,000
	Seguridad de la información	50,000,000
	Plan de continuidad y contingencia	17,500,000
<b>Total</b>		<b>492,500,000</b>

Fuente: Elaboración propia

**Tabla 3**

*Costos recurrentes anuales*

<b>Costos Recurrentes Anuales</b>		
<b>Proceso</b>	<b>Detalle</b>	<b>Valor</b>
Junta Directiva		40,000,000
Sistema Admon Riesgos	Mantenimiento	51,250,000
Operación de captación	Director de Operaciones	297,000,000
	Oficial de cumplimiento	198,000,000
	Analista de riesgos	130,500,000
	Asesor comercial de captación	198,000,000
<b>Total</b>		<b>914,750,000</b>

Fuente: Elaboración propia

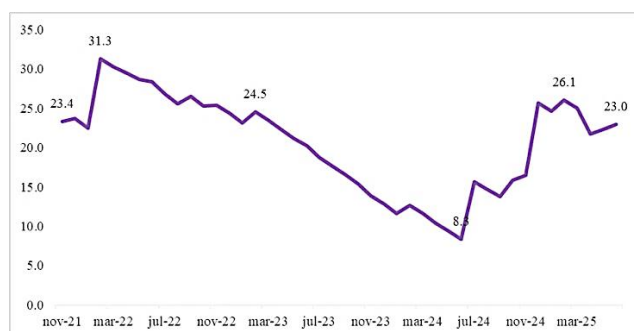
En la **Tabla 3** se detalla los gastos correspondientes al mantenimiento anual de los sistemas de administración de riesgo, los honorarios de junta directiva y los costos asociados al recurso humano necesario.

El cumplimiento de los lineamientos regulatorios exige inversiones adicionales en infraestructura tecnológica y en capital humano especializado. Una estructura de control interno robusta requiere personal especializado como el oficial de cumplimiento, representando un aumento en los honorarios y los costos de operación. A este equipo se suman cargos clave como el director de operaciones, el analista de riesgos y los asesores comerciales de captación, quienes fortalecen la gestión y supervisión de los procesos, pero también representan un mayor compromiso financiero para la entidad. Además, la adecuación tecnológica de la entidad implica gastos en centros de cómputo, seguridad, comunicaciones y planes de contingencia. Finalmente, la elaboración e implementación de los manuales de los Sistemas de Administración de Riesgos implica una inversión sostenida en gestión y cumplimiento, consolidando un componente financiero adicional en la operación bajo el marco de la supervisión de la Superintendencia Financiera de Colombia.

## 4.2. Análisis de tasas CDT

### Figura 1

*Plazos en meses de las obligaciones financieras de la compañía*

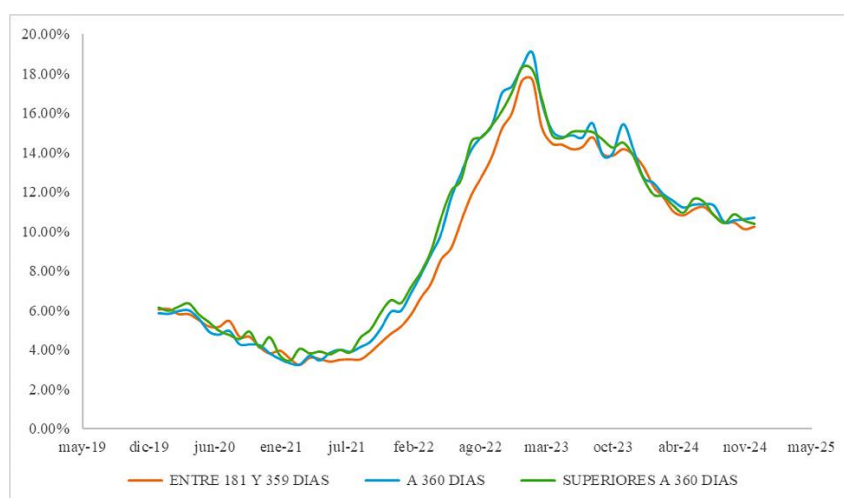


Fuente: Creación propia con datos de la compañía

Realizando un análisis inicial de los plazos de las obligaciones financieras de la compañía, ilustradas en la **Figura 1**, se observa que ha presentado un promedio en los plazos de la deuda que oscila entre 25 y 30 meses durante el 2022, y luego, como respuesta a las estrategias de reducción de cartera de la compañía que se explica en el apartado **0**, se disminuyó el plazo llegando a un promedio de 8 a 10 meses. Con base en lo anterior, se decidió enfocar el análisis en las tasas de los CDT de compañías de financiamiento, reportados en la Superintendencia Financiera de Colombia, con plazos entre 181 y 359 días, a 360 días, y superiores a 360 días.

## Figura 2

*Comportamiento histórico de las tasas de CDT en Colombia.*



Fuente: elaboración propia con datos de la Superfinanciera

A partir de la **Figura 2** se puede concluir que las tasas de los CDT, independientemente del plazo analizado, tienen un comportamiento similar, por lo cual, para efecto del ejercicio se trabajará con un promedio de la curva, el cual es el ilustrado en la **Figura 3**.

**Figura 3***Tasas Promedio de CDT*

Fuente: elaboración propia con datos de la Superfinanciera

Como contexto del comportamiento de las tasas, durante el periodo observado se tiene que entre 2020 y 2021 se tuvieron unos niveles muy bajos en tasas, entre 3% y 6%, dadas las políticas monetarias expansivas que se implementaron debido a la pandemia del COVID-19. Posterior a este acontecimiento, se dio un incremento de tasas hasta mayo de 2023, superando el 18%, buscando controlar la aceleración inflacionaria post pandemia. A partir del segundo semestre del 2023, las tasas tomaron una tendencia decreciente llegando a valores cercanos al 10%, esta caída está asociada al descenso en la inflación y un cambio de política monetaria con el fin de estimular el consumo, la inversión y la actividad económica en general.

### 4.3. Backtesting

#### 4.3.1. Análisis escenario base

A continuación, se presentan los estados financieros actuales de la compañía, bajo la vigilancia de la Superintendencia de Sociedades de Colombia. Para conservar el anonimato de esta, los estados financieros fueron modificados con una variable, cuyo valor específico no se presenta en este documento por razones de confidencialidad institucional.

Para efectos de análisis no se presentan la totalidad de las cuentas del estado de situación financiera y del estado de resultados, dado que no hacen parte del objeto del presente caso de estudio.

**Tabla 4**

*Estado de la Situación Financiera.*

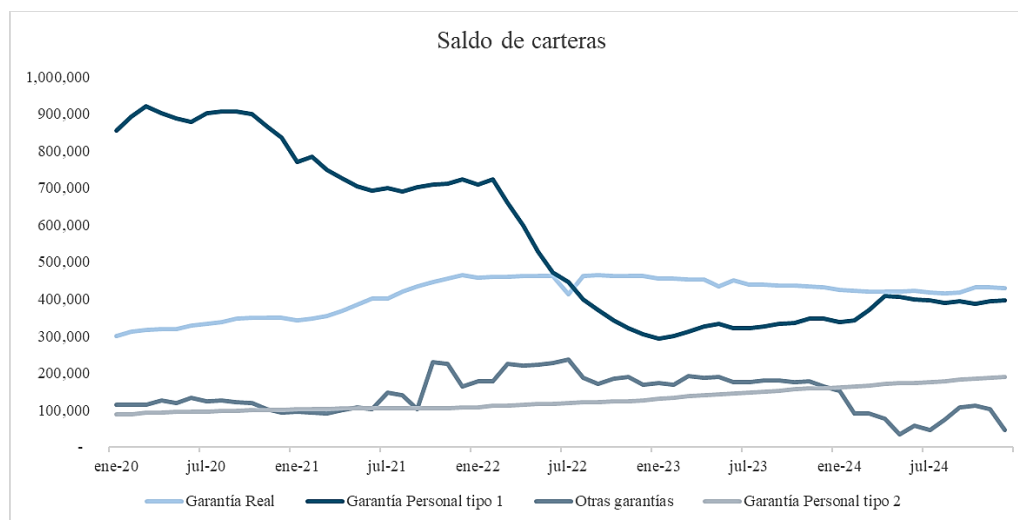
	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24
<b>Activo</b>	<b>1,666,192</b>	<b>1,891,262</b>	<b>1,582,264</b>	<b>1,716,814</b>	<b>1,747,014</b>
Cuentas comerciales por cobrar	1,378,039	1,457,133	1,059,645	1,102,904	1,060,228
Garantía Real	348,587	464,046	461,399	431,947	429,511
Garantía Personal tipo 1	835,693	722,442	303,823	347,866	394,944
Garantía Personal tipo 2	101,138	106,530	127,134	159,470	189,172
Otras garantías	92,620	164,114	167,289	163,621	46,601
Efectivo y equivalentes de efectivo	72,307	86,106	62,510	20,912	29,431
Inversiones	54,334	186,444	186,444	245,771	330,858
<b>Pasivo</b>	<b>956,367</b>	<b>1,105,034</b>	<b>764,077</b>	<b>860,995</b>	<b>886,767</b>
Préstamos y obligaciones financieras	888,079	1,017,889	581,857	621,032	609,747
Cuentas comerciales por pagar	28,390	41,485	37,835	34,151	81,068
Pasivos por Impuesto corriente	22,526	31,210	18,212	22,693	36,455
Beneficios a empleados	4,244	3,342	4,190	5,057	4,385
Pasivo por impuestos diferidos	7,803	7,885	7,423	4,304	6,044
<b>Patrimonio</b>	<b>709,825</b>	<b>786,228</b>	<b>818,187</b>	<b>855,819</b>	<b>860,246</b>
Capital suscrito y pagado	80	80	80	80	80
Prima en colocación de acciones	111,024	111,024	111,024	111,024	111,024
Reservas	519,216	536,232	602,600	624,850	660,202
Resultado del ejercicio	25,820	75,613	31,958	35,693	16,792
Ganancias acumuladas	47,648	57,605	66,935	76,727	64,065
Otros resultados integrales	6,036	5,674	5,589	7,444	8,083

Fuente: Construcción propia con datos de la compañía.

En la **Tabla 4** se puede apreciar que en 2022 se tuvo una disminución de la cartera (Cuentas comerciales por cobrar) en la línea de negocio “Garantía Personal tipo 1”, como se detalla en la **Figura 4**, dadas las estrategias de financiamiento del grupo empresarial al que pertenece. Así mismo, se observa una disminución proporcional en los Préstamos y obligaciones financieras, lo que demuestra que existe correlación entre ambas cuentas; al calcular el coeficiente de correlación entre estas resulta ser 0.95, lo que evidencia una fuerte dependencia positiva, es decir, al aumentar o disminuir las cuentas por cobrar, los préstamos bancarios incrementan o disminuyen linealmente, como se observa en la **Figura 5**.

### Figura 4

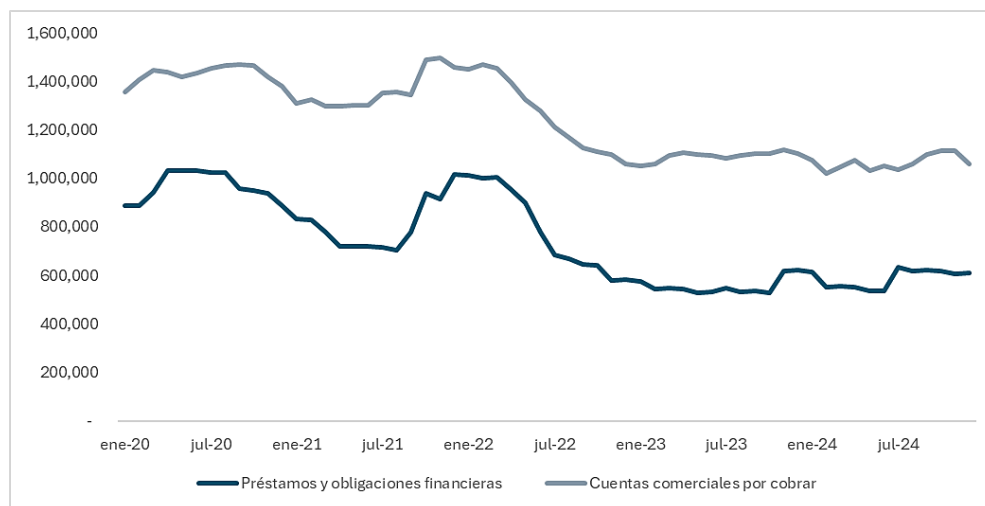
*Saldo de cartera por tipo de negocio*



Fuente: Construcción propia con datos de la compañía.

**Figura 5**

*Comportamiento obligaciones financieras vs cartera*



Fuente: Construcción propia con datos de la compañía.

Lo anterior permite inferir que toda estrategia de crecimiento en la cartera comercial de la compañía debe ser apalancada por préstamos bancarios y genera alta exposición a los cambios del mercado, es ahí donde el caso de estudio actual cobra relevancia.

Vale la pena mencionar que la compañía no realiza repartición de dividendos, por lo tanto, las utilidades del periodo hacen parte del fondeo para apalancar el aumento de capital de trabajo.

**Tabla 5***Estado de resultados Escenario base*

	<b>dic-20</b>	<b>dic-21</b>	<b>dic-22</b>	<b>dic-23</b>	<b>dic-24</b>
Intereses Corrientes	172,329	148,402	160,683	164,092	163,539
Garantía Real	11,630	22,349	56,330	54,157	45,080
Garantía Personal tipo 1	143,307	110,803	79,159	59,534	79,693
Garantía Personal tipo 2	12,176	12,275	19,995	31,976	34,325
Otras garantías	5,216	2,975	5,200	18,426	4,441
Intereses por Mora	3,627	5,920	4,982	3,698	3,384
<b>Total Ingresos</b>	<b>184,006</b>	<b>207,335</b>	<b>183,697</b>	<b>200,147</b>	<b>176,291</b>
Bonificaciones de Ventas	16,101	13,551	6,753	6,746	7,445
Comisiones de Recaudo	5,925	5,940	4,175	2,169	2,159
Intereses Creditos Financieros	42,248	22,271	62,784	77,055	75,158
Provision Cartera	- 1,093	4,958	1,210	4,758	6,886
<b>Total Costo</b>	<b>75,768</b>	<b>65,252</b>	<b>80,253</b>	<b>91,216</b>	<b>101,767</b>
<b>Utilidad Bruta</b>	<b>108,238</b>	<b>142,084</b>	<b>103,444</b>	<b>108,931</b>	<b>74,523</b>
Gastos Generales	45,855	26,796	38,013	34,599	25,784
Gastos Nomina	12,293	15,505	17,902	21,839	19,479
Gastos de Proyectos	4,818	2,062	400	167	-
Depreciaciones	692	847	1,203	1,182	1,771
<b>Total Gasto Administrativo</b>	<b>63,658</b>	<b>45,209</b>	<b>57,518</b>	<b>57,787</b>	<b>47,035</b>
<b>Utilidad Operativa</b>	<b>44,580</b>	<b>96,875</b>	<b>45,926</b>	<b>51,144</b>	<b>27,489</b>
Resultado No Operacional	- 2,263	- 4,640	6,453	7,120	6,969
<b>Utilidad antes de impuestos</b>	<b>42,317</b>	<b>92,235</b>	<b>52,379</b>	<b>58,264</b>	<b>34,458</b>
Impuesto sobre la renta	16,496	16,622	20,421	22,572	17,665
<b>Utilidad Neta</b>	<b>25,820</b>	<b>75,613</b>	<b>31,958</b>	<b>35,693</b>	<b>16,792</b>

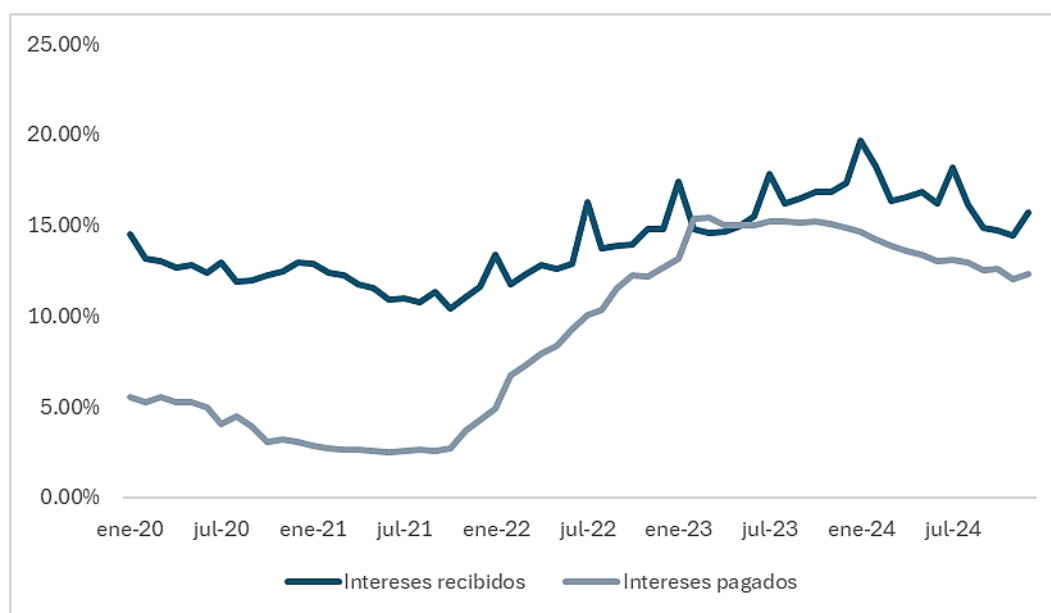
Fuente: Construcción propia con datos de la compañía.

Como se puede observar en la **Tabla 5**, los intereses corrientes han disminuido conforme ha decrecido la cartera de la línea de negocio Garantía Personal tipo 1. Así como se observó el incremento en tasas de CDT en el mercado colombiano ilustrado en la **Figura 2**, la compañía se vio afectada por el incremento de las tasas de interés del sector financiero entre los años 2022 y 2024, esta alza refleja el endurecimiento de las condiciones financieras en el país, y coinciden con la política monetaria restrictiva del Banco de la República para contener la inflación, por lo que las entidades financieras aumentaron sus tasas activas como respuesta al aumento de las tasas de referencia (Banco de la República de Colombia, 2025); a pesar de esto, la compañía permaneció

en tasas de interés constantes en su cartera para no perjudicar a sus clientes, disminuyendo así el margen de intermediación, entre el interés recibido y el interés pagado, pasando de un gap de 9% en enero de 2020 a -0.8% en marzo de 2023, y para diciembre de 2024 quedar en 3.4% como se puede observar en la **Figura 6**. Lo anterior, resalta la necesidad de la compañía de buscar fuentes de financiamiento alternativas que permita mejorar la rentabilidad a través del spread entre los intereses recibidos por la cartera y los pagados por la fuente de financiamiento.

### Figura 6

*Comportamiento intereses recibidos vs pagados*



Fuente: Construcción propia con datos de la compañía.

Al analizar los indicadores financieros de la compañía en el escenario base mostrados en la **Tabla 6** se puede observar una rentabilidad decreciente en los años, a la par que los costos de la deuda aumentan, lo que sustenta el análisis previamente realizado donde se evidencia la fuerte dependencia por el costo de los intereses bancarios y la estructura del fondeo.

**Tabla 6***Indicadores financieros Escenario base*

<b>Indicadores</b>	<b>dic-20</b>	<b>dic-21</b>	<b>dic-22</b>	<b>dic-23</b>	<b>dic-24</b>
<b>Rentabilidad</b>					
ROE	3.6%	9.6%	3.9%	4.2%	2.0%
ROA	1.5%	4.0%	2.0%	2.1%	1.0%
Margen Neto	15.0%	51.0%	19.9%	21.8%	10.3%
<b>Estructura de capital y fondeo</b>					
KD	4.8%	2.2%	10.8%	12.4%	12.3%
KD*(1-T)	3.1%	1.4%	7.0%	8.1%	8.0%
KE	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%
WACC	5.6%	4.6%	8.0%	8.5%	8.5%
Nivel de apalancamiento	134.7%	140.5%	93.4%	100.6%	103.1%
Estructura de fondeo	55.6%	56.4%	41.6%	42.1%	41.5%
<b>Eficiencia y riesgo</b>					
Liquidez Corriente	1.31	1.13	1.04	0.34	0.24
Cobertura de intereses	2.06	5.35	1.73	1.66	1.37
Eficiencia operativa	75.8%	53.3%	75.0%	74.4%	84.4%
Tasa interes cartera	12.5%	10.2%	15.2%	14.9%	15.4%
Tasa interes bancos	4.8%	2.2%	10.8%	12.4%	12.3%
Margen de intermediación	7.7%	8.0%	4.4%	2.5%	3.1%
Margen neto de intereses	9.4%	8.7%	9.2%	7.9%	8.3%

Fuente: Construcción propia con datos de la compañía.

Para el análisis del costo de capital, se asume que el CAPM de la compañía es 9% basado en análisis internos de la organización. La comparación entre rentabilidad y costo de capital permite identificar que solo en el año 2021 la compañía crea valor económico (EVA), pues el ROE (9.6%) supera al WACC (4.6%), con un spread de aproximadamente 5.1 puntos. En los demás años se presenta destrucción de valor, como se puede apreciar en la **Tabla 7**. Esta dinámica es explicada por el comportamiento del costo de la deuda (KD), dado que cae hasta 2.2% en 2021, pero se eleva por encima de 10% desde 2022, presionando el WACC y haciendo inviable mantener retornos sobre el patrimonio por encima del costo.

**Tabla 7***EVA Escenario base*

	<b>dic-20</b>	<b>dic-21</b>	<b>dic-22</b>	<b>dic-23</b>	<b>dic-24</b>
ROE	3.6%	9.6%	3.9%	4.2%	2.0%
WACC	5.6%	4.6%	8.0%	8.5%	8.5%
<b>EVA</b>	<b>-2.0%</b>	<b>5.1%</b>	<b>-4.1%</b>	<b>-4.3%</b>	<b>-6.5%</b>

Fuente: Construcción propia con datos de la compañía.

En la **Tabla 6** se puede evidenciar que los indicadores de liquidez y cobertura muestran una tensión financiera dado que la liquidez corriente desciende gradualmente de 1.31 en 2020 a 0.24 en 2024, y la cobertura de intereses cae de 2.06x a 1.37x, implicando que la compañía es sensible a variaciones en tasas de interés e ingresos de intereses corrientes. Este debilitamiento operativo también se refleja en el deterioro de la eficiencia operativa, que pasa del 75.8% al 84.4% por la combinación de un margen bruto más estrecho y gastos fijos constantes en el tiempo.

En síntesis, el escenario base muestra como al encarecerse el fondeo, los márgenes se estrechan, cae la cobertura de intereses y se erosiona la liquidez, lo cual impide generar valor a la compañía, dejando en evidencia la alta dependencia y vulnerabilidad de la organización a las tasas de interés del mercado.

#### **4.3.2. Análisis escenario SFC**

En esta sección se evaluará la sensibilidad del modelo de negocio de la compañía bajo el régimen de inspección, vigilancia y control de la Superintendencia Financiera de Colombia. El paso a este marco regulatorio habilita nuevas fuentes de fondeo regulado, que para el caso específico se aplicará la captación mediante CDT, y, al mismo tiempo, demanda el cumplimiento de estándares de solvencia, gestión integral de riesgos, lineamientos de gobierno corporativo y protección al consumidor financiero, como se mencionó en el apartado **4.1. Revisión normativa de requerimientos SFC**.

En este marco regulatorio, y para cuantificar el efecto de la captación mediante CDT sobre el costo de fondeo, se dimensiona la base potencial de ahorro de la compañía. Esta base susceptible de captación se estimó tomando como público potencial el total de empleados de la compañía y aplicando los siguientes supuestos, que se pueden observar en la **Tabla 8**:

- Tasa de participación del 30% sobre el número de empleados
- Crecimiento del 5% anual de la base de empleados
- Una capacidad de ahorro equivalente al 10% de la remuneración anual de cada empleado diferenciado por cargo
- Reinversión del 20% del saldo de depósitos del año anterior

**Tabla 8**

*Supuestos captación*

	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24
<b>Empleados</b>	<b>6,689</b>	<b>7,024</b>	<b>7,375</b>	<b>7,743</b>	<b>8,131</b>
<i>ANALISTA</i>	2,605	2,735	2,872	3,015	3,166
<i>ASESOR</i>	1,502	1,578	1,656	1,739	1,826
<i>AUXILIAR</i>	2,042	2,145	2,252	2,364	2,483
<i>COORDINADOR</i>	196	206	216	227	238
<i>DIRECTOR</i>	176	184	193	203	213
<i>GERENTE</i>	30	31	33	34	36
<b>Monto x empleado x año</b>	<b>5.7</b>	<b>6.0</b>	<b>6.3</b>	<b>6.6</b>	<b>6.9</b>
<i>ANALISTA</i>	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0
<i>ASESOR</i>	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0
<i>AUXILIAR</i>	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
<i>COORDINADOR</i>	10.8	10.8	10.8	10.8	10.8
<i>DIRECTOR</i>	24.0	24.0	24.0	24.0	24.0
<i>GERENTE</i>	36.0	36.0	36.0	36.0	36.0

Fuente: Construcción propia con datos de la compañía.

Con base en los supuestos definidos, se dimensionó el saldo de depósitos por CDT y, a partir de ello, se recalculó el requerimiento de nueva deuda de cada periodo. En términos

operativos, los depósitos captados sustituyen parcialmente la necesidad de fondeo bancario de cada año, por tanto, la nueva deuda corresponde a la porción no cubierta con CDT.

En la **Tabla 9** se muestra, para cada periodo, el monto de nueva deuda luego de descontar los depósitos estimados, junto con las tasas aplicables a cada fuente de fondeo (tasa de interés de deuda y tasa de interés de CDT) y el cálculo de los intereses derivados de cada una.

**Tabla 9**

*Saldo depósitos y nueva deuda*

	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24
<b>Nueva deuda</b>	<b>849,908</b>	<b>970,175</b>	<b>530,231</b>	<b>566,519</b>	<b>552,447</b>
<b>Depósitos</b>	<b>38,171</b>	<b>47,714</b>	<b>51,626</b>	<b>54,513</b>	<b>57,300</b>
<i>Tasa interes deuda</i>	4.8%	2.2%	10.8%	12.4%	12.3%
<i>Tasa interés CDT</i>	5.2%	4.1%	11.0%	15.5%	11.2%
<i>Intereses deuda</i>	40,432	21,227	57,213	70,291	68,095
<i>Intereses CDT</i>	2,001	1,955	5,668	8,441	6,402

Fuente: Construcción propia con datos de la compañía.

En la **Tabla 10** se detalla el Balance General de la compañía bajo la supervisión de la Superintendencia Financiera de Colombia, donde se puede evidenciar la composición entre los depósitos y nueva deuda en el pasivo de la compañía; así como también la recomposición del patrimonio dadas las exigencias de capital mínimo para la entidad, para la cual se trasladaron recursos de las Reservas actuales.

**Tabla 10***Balance General Escenario SFC*

	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24
<b>Activo</b>	<b>1,665,592</b>	<b>1,889,842</b>	<b>1,581,684</b>	<b>1,715,248</b>	<b>1,746,890</b>
Cuentas comerciales por cobrar	1,378,039	1,457,133	1,059,645	1,102,904	1,060,228
Garantía Real	348,587	464,046	461,399	431,947	429,511
Garantía Personal tipo 1	835,693	722,442	303,823	347,866	394,944
Garantía Personal tipo 2	101,138	106,530	127,134	159,470	189,172
Otras garantías	92,620	164,114	167,289	163,621	46,601
Efectivo y equivalentes de efectivo	71,707	84,686	61,930	19,346	29,307
Inversiones	54,334	186,444	186,444	245,771	330,858
<b>Pasivo</b>	<b>956,367</b>	<b>1,105,034</b>	<b>764,077</b>	<b>860,995</b>	<b>886,767</b>
Préstamos y obligaciones financieras	849,908	970,175	530,231	566,519	552,447
Depósitos	38,171	47,714	51,626	54,513	57,300
Cuentas comerciales por pagar	28,390	41,485	37,835	34,151	81,068
Pasivos por Impuesto corriente	22,526	31,210	18,212	22,693	36,455
Beneficios a empleados	4,244	3,342	4,190	5,057	4,385
Pasivo por impuestos diferidos	7,803	7,885	7,423	4,304	6,044
<b>Patrimonio</b>	<b>709,226</b>	<b>784,808</b>	<b>817,606</b>	<b>854,252</b>	<b>860,123</b>
Capital suscrito y pagado	25,973	26,390	27,869	31,515	34,433
Prima en colocación de acciones	111,024	111,024	111,024	111,024	111,024
Reservas	493,323	509,922	574,811	593,415	625,849
Resultado del ejercicio	25,221	74,193	31,378	34,127	16,669
Ganancias acumuladas	47,648	57,605	66,935	76,727	64,065
Otros resultados integrales	6,036	5,674	5,589	7,444	8,083

Fuente: Construcción propia con datos de la compañía.

A continuación, en la **Tabla 11** se presenta el estado de resultados del escenario SFC. Sobre la base histórica se recalibra el gasto financiero por la nueva mezcla de fondeo (incluyendo depósitos por CDT), y se incorporan los gastos asociados al cambio de ente regulador bajo la línea “Gastos adicionales SFC”. Este rubro comprende nómina especializada, tecnología, gobierno corporativo y auditoría, necesarios para la transición y su operación recurrente. Los ajustes se reflejan en los rubros de Intereses Créditos Financieros, Intereses CDT y en el Total Gasto Administrativo (Gastos adicionales SFC), con impacto final en Utilidad Operativa y Utilidad Neta.

**Tabla 11***Estado de resultados escenario SFC*

	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24
Intereses Corrientes	172,329	148,402	160,683	164,092	163,539
Garantía Real	11,630	22,349	56,330	54,157	45,080
Garantía Personal tipo 1	143,307	110,803	79,159	59,534	79,693
Garantía Personal tipo 2	12,176	12,275	19,995	31,976	34,325
Otras garantías	5,216	2,975	5,200	18,426	4,441
Intereses por Mora	3,627	5,920	4,982	3,698	3,384
<b>Total Ingresos</b>	<b>184,006</b>	<b>207,335</b>	<b>183,697</b>	<b>200,147</b>	<b>176,291</b>
Bonificaciones de Ventas	16,101	13,551	6,753	6,746	7,445
Comisiones de Recaudo	5,925	5,940	4,175	2,169	2,159
Intereses Creditos Financieros	40,432	21,227	57,213	70,291	68,095
Intereses CDT	2,001	1,955	5,668	8,441	6,402
Costo Amortizado	3,767	11,834	- 414	- 4,485	2,676
Provision Cartera	- 1,093	4,958	1,210	4,758	6,886
Nomina Tecnica	8,806	6,646	5,728	4,962	4,490
Otros costos de operacion	14	53	17	11	2,953
<b>Total Costo</b>	<b>75,953</b>	<b>66,163</b>	<b>80,351</b>	<b>92,893</b>	<b>101,106</b>
<b>Utilidad Bruta</b>	<b>108,052</b>	<b>141,172</b>	<b>103,347</b>	<b>107,254</b>	<b>75,185</b>
Gastos Generales	45,855	26,796	38,013	34,599	25,784
Gastos adicionales SFC	797	821	854	880	915
Gastos Nomina	12,293	15,505	17,902	21,839	19,479
Gastos de Proyectos	4,818	2,062	400	167	-
Depreciaciones	692	847	1,203	1,182	1,771
<b>Total Gasto Administrativo</b>	<b>64,455</b>	<b>46,030</b>	<b>58,372</b>	<b>58,666</b>	<b>47,949</b>
<b>Utilidad Operativa</b>	<b>43,597</b>	<b>95,142</b>	<b>44,975</b>	<b>48,588</b>	<b>27,235</b>
Resultado No Operacional	- 2,263	- 4,640	6,453	7,120	6,969
<b>Utilidad antes de impuestos</b>	<b>41,334</b>	<b>90,502</b>	<b>51,428</b>	<b>55,708</b>	<b>34,204</b>
Impuesto sobre la renta	16,113	16,309	20,050	21,581	17,535
<b>Utilidad Neta</b>	<b>25,221</b>	<b>74,193</b>	<b>31,378</b>	<b>34,127</b>	<b>16,669</b>

Fuente: Construcción propia con datos de la compañía.

Al contrastar el escenario base vs el escenario bajo la supervisión de la SFC, las diferencias provienen de la estructura de fondeo y del OPEX regulatorio que incorpora el tránsito a SFC. En este último, el gasto financiero se reconfigura entre Intereses Créditos Financieros e Intereses CDT. Visto en conjunto, los intereses totales resultan ligeramente superiores al base en los años entre 2021 y 2023. Este comportamiento refleja que la diversificación con CDT ayuda a amortiguar el encarecimiento del crédito, pero no lo neutraliza mientras las tasas sean mayores a los de los créditos bancarios y la masa de depósitos aún no haya escalado.

La combinación de mayores intereses agregados y OPEX regulatorio explica que, aun con ingresos equivalentes, la Utilidad Operativa del escenario SFC sea inferior al base en todo el periodo. El efecto se traslada a la Utilidad Neta, que también resulta menor en el escenario SFC como se muestra en la **Tabla 12** con la mayor diferencia en 2023, cuando el pico de tasas presiona con fuerza el gasto financiero.

**Tabla 12**

*Diferencia en utilidad neta*

	<b>dic-20</b>	<b>dic-21</b>	<b>dic-22</b>	<b>dic-23</b>	<b>dic-24</b>
Utilidad Neta Base	25,820	75,613	31,958	35,693	16,792
Utilidad Neta SFC	25,221	74,193	31,378	34,127	16,669
<b>Diferencia</b>	<b>- 600</b>	<b>- 1,420</b>	<b>- 580</b>	<b>- 1,566</b>	<b>- 124</b>

Fuente: Construcción propia con datos de la compañía.

Es posible observar que el paso a estar bajo la supervisión de la SFC mejora la calidad y profundidad del fondeo, dado que habilita la captación regulada, y prepara a la compañía para crecer con cumplimiento; no obstante, en el corto plazo el Estado de Resultados luce más estrecho que en el escenario base por los intereses elevados en un entorno de tasas altas y la capa de costos regulatorios. Para que el escenario SFC supere al base en resultados, se requiere escalar la captación (mayor saldo y plazo promedio de CDT), optimizar el costo de los depósitos respecto a los bancarios y diluir los gastos SFC mediante automatización y economías de escala en la operación.

**Tabla 13***Indicadores financieros Escenario SFC*

<b>Indicadores</b>	<b>dic-20</b>	<b>dic-21</b>	<b>dic-22</b>	<b>dic-23</b>	<b>dic-24</b>
<b>Rentabilidad</b>					
ROE	3.6%	9.5%	3.8%	4.0%	1.9%
ROA	1.5%	3.9%	2.0%	2.0%	1.0%
Margen Neto	14.6%	50.0%	19.5%	20.8%	10.2%
<b>Estructura de capital y fondeo</b>					
KD	4.8%	2.3%	10.8%	12.7%	12.2%
KD*(1-T)	3.1%	1.5%	7.0%	8.2%	7.9%
KE	8.97%	8.97%	8.97%	8.97%	8.97%
WACC	5.6%	4.6%	8.0%	8.6%	8.4%
Nivel de apalancamiento	134.8%	140.8%	93.5%	100.8%	103.1%
Estructura de fondeo	54.5%	55.3%	39.3%	39.9%	39.1%
<b>Eficiencia y riesgo</b>					
Liquidez Corriente	1.30	1.11	1.03	0.31	0.24
Cobertura de intereses	2.08	5.48	1.79	1.69	1.40
Eficiencia operativa	76.3%	54.1%	75.5%	75.7%	84.6%
Tasa interes cartera	12.5%	10.2%	15.2%	14.9%	15.4%
Tasa interes bancos	4.8%	2.3%	10.8%	12.7%	12.2%
Diferencia en tasas	7.7%	7.9%	4.4%	2.2%	3.2%
Margen neto de intereses - CDT	9.4%	8.6%	9.2%	7.7%	8.4%

Fuente: Construcción propia con datos de la compañía.

En términos de desempeño financiero, como se observa en la **Tabla 13**, los resultados del escenario SFC muestran un comportamiento mixto. Por un lado, la diversificación del fondeo mediante CDT permite reducir la dependencia de la deuda bancaria y genera un alivio parcial en el costo de capital, lo que se refleja en la mejora de algunos márgenes financieros. Sin embargo, la utilidad operativa y la utilidad neta exhiben una tendencia decreciente en el horizonte 2022–2024, debido al incremento en los gastos administrativos asociados al nuevo marco regulatorio y al aumento de las tasas de interés de mercado. Esta presión también se evidencia en los indicadores de rentabilidad, donde el ROE y el ROA alcanzan su punto máximo en 2021 para luego descender progresivamente, señalando que el retorno para los accionistas y sobre los activos se reduce de manera significativa. Asimismo, la liquidez corriente y la cobertura de intereses reflejan niveles

críticos hacia el final del periodo, lo que indica vulnerabilidad en la capacidad de atender obligaciones de corto plazo.

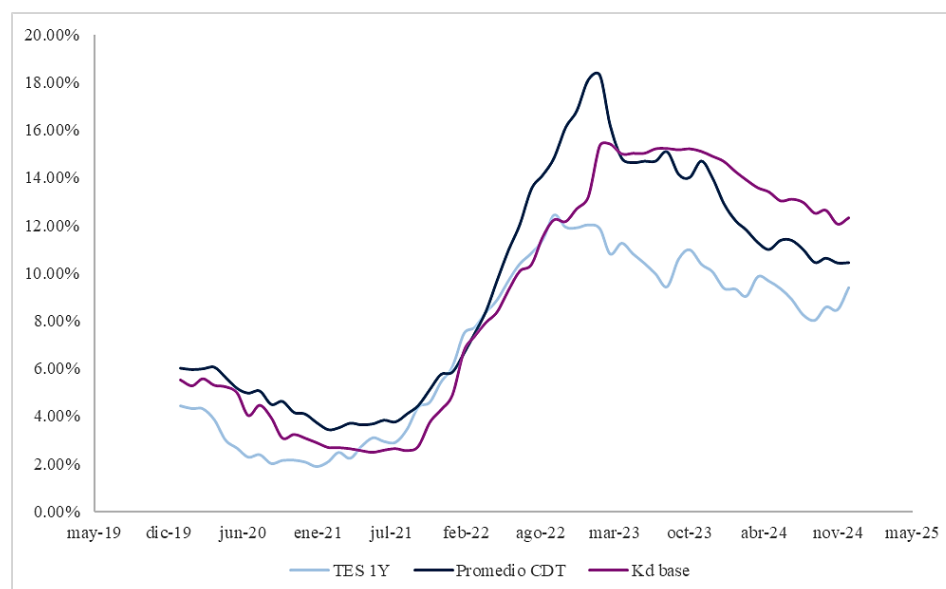
En conjunto, el escenario regulado por la SFC refuerza la estabilidad institucional y abre nuevas alternativas de fondeo, pero a costa de un mayor sacrificio en la rentabilidad y en la flexibilidad operativa de la compañía en el corto y mediano plazo.

#### **4.3.3. Análisis de tasas vs TES**

En la **Figura 7** se observa el comportamiento de las tasas TES a un año, el promedio de los CDT y el costo de la deuda (Kd base). Entre 2019 y mediados de 2021 las tres tasas presentaron una tendencia descendente, coherente con la política monetaria expansiva implementada en ese periodo. A partir de inicios de 2022 se evidencia un incremento acelerado que alcanza su punto máximo en 2023, con la TES 1Y cercana al 18 %, los CDT alrededor del 15 % y la deuda bancaria por encima del 14 %. Posteriormente, las tasas comienzan a descender, aunque se mantienen en niveles elevados hacia 2024 y 2025. En este contexto, la TES actúa como referencia del mercado, mientras que los CDT se ubican sistemáticamente por debajo del costo de la deuda bancaria, confirmando que la captación de depósitos resulta más eficiente que el fondeo exclusivamente bancario.

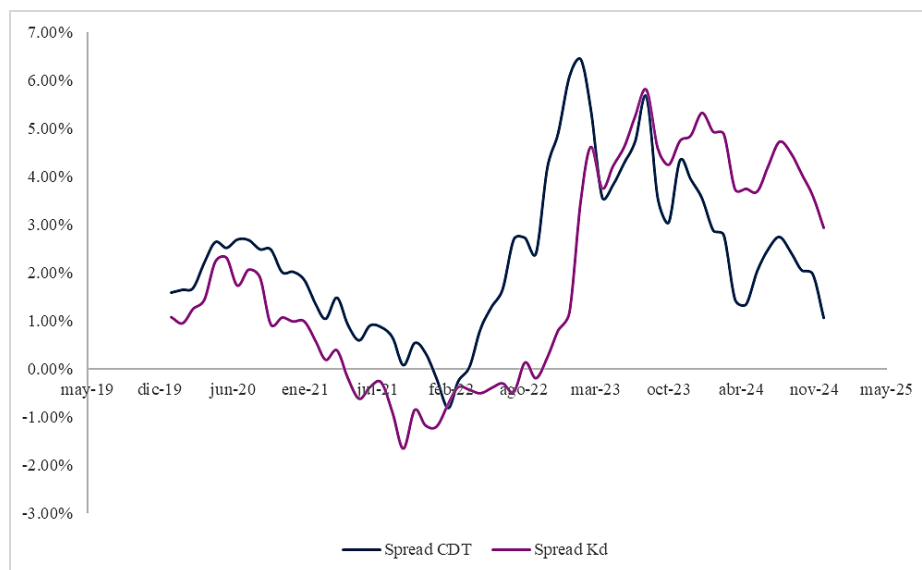
## Figura 7

### Comparación TES, CDT y Kd



Fuente: construcción propia con datos de la Superfinanciera, del Banco de la República y de la compañía.

Por su parte, la **Figura 8** muestra el comportamiento de los diferenciales frente a la tasa TES, hasta 2021 los spreads de CDT y Kd se mantuvieron cercanos a cero, con periodos incluso negativos, lo que indica que las tasas de captación y endeudamiento estaban alineadas con la referencia soberana. A partir de 2022, en un entorno de política monetaria restrictiva, los spreads se ampliaron significativamente, alcanzando en 2023 niveles cercanos al 6 % para los CDT y al 5,5 % para la deuda bancaria. Aunque ambos diferenciales disminuyen en el periodo posterior, permanecen positivos, evidenciando que tanto la banca como la captación de depósitos implican un sobre costo frente a la tasa soberana. En este sentido, si bien los CDT ofrecen un fondeo relativamente más barato que la deuda bancaria, su costo sigue siendo altamente sensible al ciclo de tasas de interés, lo que refleja la vulnerabilidad de la compañía a choques macroeconómicos.

**Figura 8***Spread CDT y Kd*

Fuente: construcción propia con datos de la Superfinanciera, del Banco de la República y de la compañía

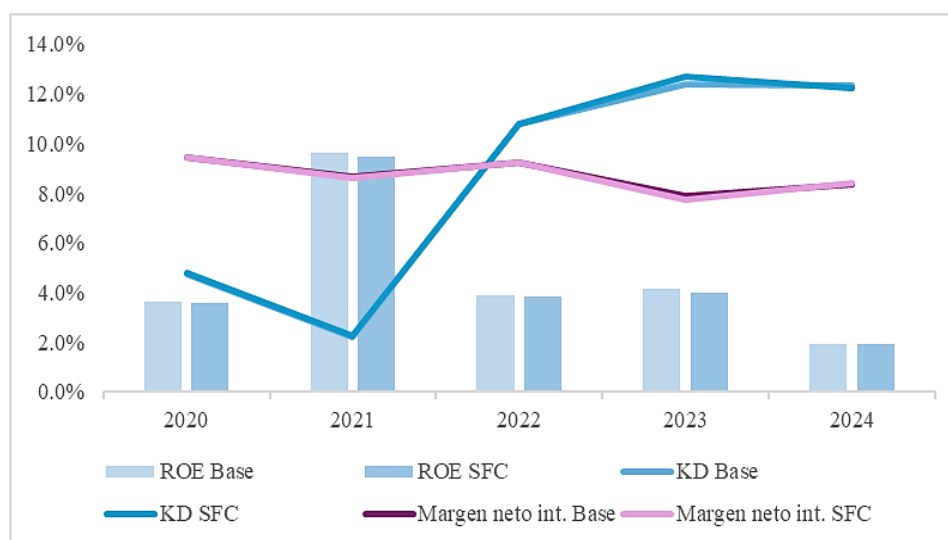
## Capítulo 5: Conclusiones y Recomendaciones

### 5.1. Conclusiones

Bajo la supervisión actual de la Superintendencia de Sociedades, la empresa opera con un esquema de inspección y control que no permite la captación de recursos del público, por lo que el fondeo depende principalmente del sistema bancario. Estar bajo la supervisión de la Superintendencia Financiera de Colombia abre la puerta a la captación regulada y al acceso a mercado, permitiendo profundizar y diversificar las fuentes de recursos; a cambio, exige estándares de solvencia, gobierno corporativo, gestión integral de riesgos y protección al consumidor financiero, que se traducen en costos operativos adicionales recurrentes y operando bajo un marco de gestión de riesgos más riguroso. En síntesis, la Superintendencia de Sociedades ofrece menor fricción regulatoria pero mayor exposición al ciclo bancario; la Superintendencia Financiera de Colombia impone una capa de cumplimiento, pero crea opcionalidad financiera y capacidad de escalar con fondeo más competitivo en el tiempo.

### Figura 9

#### Resumen escenarios



Fuente: construcción propia

En el análisis financiero se evidenció que la compañía enfrenta una fuerte dependencia del crédito bancario, lo que la hace sensible a los diferentes ciclos en las tasas de interés. En la **Figura 9** se puede observar que el ROE del escenario SFC se mueve en una trayectoria muy próxima a la del escenario base: cuando el entorno es favorable ambos mejoran, y cuando el ciclo se tensiona ambos decrecen. Las curvas de  $K_d$  (costo de la deuda) del escenario base y SFC replican casi el mismo comportamiento, y las líneas del margen neto de intereses se mantienen superpuestas, lo que indica que la financiación por CDT amortigua el costo pero no alcanza, por sí sola, a separar de manera visible el desempeño frente al escenario base en un contexto de tasas elevadas. En síntesis, el beneficio del escenario SFC es más estratégico que inmediato: sin un saldo de depósitos representativo ni tasas captación menores a la tasa de la deuda bancaria, el escenario SFC luce semejante al escenario base.

La comparación con las tasas TES confirma el resultado del análisis financiero, donde los CDT se ubican de manera sistemática por debajo del costo de la deuda bancaria, aunque permanecen sensibles al ciclo de tasas. Los spreads observados evidencian que, si bien ambas fuentes presentan un sobre costo frente a la tasa soberana, la captación mediante CDT ofrece un fondeo relativamente más eficiente y competitivo frente al endeudamiento bancario.

La supervisión bajo la Superintendencia Financiera de Colombia fortalece la posición estratégica de la compañía, dado que habilita una segunda palanca de fondeo y reduce la dependencia del sistema bancario; no obstante, el gasto financiero agregado y el OPEX regulatorio tienden a neutralizar parte del beneficio. La creación de valor aparece cuando se cumplan tres condiciones:

- La masa de depósitos se eleve de forma sostenida para que cobre relevancia en la participación de fondeo

- Que el ALM activo capture con rapidez las disminuciones de TES y contenga los aumentos
- Que las eficiencias operativas logren diluir los costos de las implementaciones tecnológicas y los recursos humanos adicionales requeridos.

Bajo esas premisas, el escenario SFC puede traducirse en un WACC más bajo, spreads defendidos y un ROE persistentemente superior al costo de capital.

## **5.2. Recomendaciones**

Se recomienda que, si se requiere volver a realizar la modelación, se realice un ejercicio prospectivo que modele el comportamiento de las tasas de captación en el futuro, dado que, en los periodos seleccionados para el backtesting se tienen inmersos retos macroeconómicos que hacen que las tasas de interés sean elevadas y no permitan ver beneficios tangibles en la compañía.

## Referencias

- Asociación Bancaria y de Entidades Financieras de Colombia. (15 de Abril de 2021). *Leasing: hacia un marco normativo ideal (Boletín Económico No. 1275)*. Obtenido de Asobancaria: [https://www.asobancaria.com/wp-content/uploads/2021/04/1275\\_BE.pdf](https://www.asobancaria.com/wp-content/uploads/2021/04/1275_BE.pdf)
- Asociación Bancaria y de Entidades Financieras de Colombia . (20 de Junio de 2008). *Factoring: instrumento clave para la financiación empresarial (Boletín Económico No. 951)*. Obtenido de Asobancaria: <https://asobancaria.com/ws/semanas-economicas/951-BE.pdf>
- Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia. (2025). *AMV Colombia*. Obtenido de ABC del Inversionista: <https://www.amvcolombia.org.co/attachments/data/20111118230853.pdf>
- Banco de la República. (2013). *El sistema financiero colombiano: estructura y evolución reciente*. Obtenido de [https://www.banrep.gov.co/sites/default/files/publicaciones/archivos/rbr\\_notas\\_1023.pdf](https://www.banrep.gov.co/sites/default/files/publicaciones/archivos/rbr_notas_1023.pdf)
- Banco de la República de Colombia. (30 de Abril de 2025). *Informe de política monetaria – abril de 2025*. Obtenido de Banco de la República: <https://www.banrep.gov.co/es/publicaciones-investigaciones/informe-politica-monetaria/abril-2025>
- Banco de la República. (Julio de 2025). *Certificado de depósito a término (CDT)*. Obtenido de Banco de la República: <https://www.banrep.gov.co/es/glosario/certificado-deposito-termino-cdt>

Brunnermeier, M., & Krishnamurthy, A. (2020). The macroeconomics of corporate debt. *The Review of Corporate Finance Studies*, 9(3), 656-665.

doi:<https://doi.org/10.1093/rcfs/cfaa015>

Departamento Administrativo de la Función Pública. (2005). *Ley 964 de 2005* . Obtenido de Función Pública:

[https://www.funcionpublica.gov.co/eva/gestornormativo/norma\\_pdf.php?i=22412](https://www.funcionpublica.gov.co/eva/gestornormativo/norma_pdf.php?i=22412)

Función Pública. (25 de Noviembre de 2005). *Función Pública* . Obtenido de Decreto 4327 de 2005: <https://www.funcionpublica.gov.co/eva/gestornormativo/norma.php?i=18320>

Función. (22 de Diciembre de 2020). *Función Pública*. Obtenido de Decreto 1736 de 2020: <https://www.funcionpublica.gov.co/eva/gestornormativo/norma.php?i=153926>

Ministerio de Ciencia, Tecnología e Innovación. (Agosto de 2025). *SISTEMA DE*

*ADMINISTRACIÓN DEL RIESGO (SAR)*. Obtenido de Minciencias:

[https://minciencias.gov.co/glosario/sistema-administracion-del-riesgo-](https://minciencias.gov.co/glosario/sistema-administracion-del-riesgo-sar#:~:text=Sistema%20a%20través%20del%20cual,monitorea%20y%20controla%20el%20Riesgo.)

[sar#:~:text=Sistema%20a%20través%20del%20cual,monitorea%20y%20controla%20el%20Riesgo.](https://minciencias.gov.co/glosario/sistema-administracion-del-riesgo-sar#:~:text=Sistema%20a%20través%20del%20cual,monitorea%20y%20controla%20el%20Riesgo.)

Superintendencia Financiera de Colombia. (10 de Diciembre de 1991). *Historico Presidencia*.

Obtenido de Decreto 2739 de 1991:

[http://historico.presidencia.gov.co/prensa\\_new/decretoslinea/1991/diciembre/06/dec2739061991.pdf](http://historico.presidencia.gov.co/prensa_new/decretoslinea/1991/diciembre/06/dec2739061991.pdf)

Superintendencia Financiera de Colombia. (9 de Julio de 2024). *Superfinanciera.gov.co*.

Obtenido de Acerca de la SFC:

<https://www.superfinanciera.gov.co/publicaciones/60607/nuestra-entidadacerca-de-la-sfc-60607/>

Superintendencia de Sociedades. (Enero de 2025). *Superintendencias de Sociedades*. Obtenido de

Quienes Somos: <https://www.supersociedades.gov.co/es/web/nuestra-entidad/quienes-somos>

Superintendencia Financiera de Colombia. (Marzo de 2025). *Compañías de Financiamiento*

*Comercial*. Obtenido de

<https://www.superfinanciera.gov.co/publicaciones/18716/normativaconceptos-y-jurisprudencia-conceptoshistorico-doctrina-y-conceptos-anteriores-superintendencias-bancaria-y-de-valores-doctrina-y-conceptos-indice-generalcompanias-de-financiamiento-comercial->

Superintendencia Financiera de Colombia. (Marzo de 2025). *Sociedades de Servicios*

*Financieros*. Obtenido de

<https://www.superfinanciera.gov.co/publicaciones/18510/normativaconceptos-y-jurisprudencia-conceptoshistorico-doctrina-y-conceptos-anteriores-superintendencias-bancaria-y-de-valores-doctrina-y-conceptos-financieros-indice-generalsociedades-de-servicios-fi>

Superintendencia Financiera de Colombia. (Marzo de 2025). *Conformación del Sistema*

*Financiero Colombiano*. Obtenido de

<https://www.superfinanciera.gov.co/publicaciones/11268/consumidor-financieroinformacion-generalinformacion-al-consumidor-financiero-lo-que-usted-debe-saber-generalidades-conformacion-del-sistema-financiero-colombiano-11268/>

Superintendencia Financiera de Colombia . (2025). *Lista de chequeo: Constitución de entidades*

*vigiladas* . Bogotá, Colombia : Superintendencia Financiera de Colombia .

Superintendencia Financiera de Colombia. (10 de Enero de 2025). *Entidades financieras –*

*Constitución y capital mínimo requerido [Archivo Excel]*. Obtenido de Superfinanciera:

<https://www.superfinanciera.gov.co/publicaciones/61318/industrias-supervisadasinteres-del-vigiladoconstitucioncapital-minimo-requerido-61318/>

Superintendencia Financiera de Colombia. (7 de Noviembre de 2024). *Parte I: Instrucciones generales aplicables a las entidades vigiladas - Título IV: Deberes y Responsabilidades - Capítulo IV: Instrucciones relativas a la administración del riesgo de Lavado de Activos y de la financiación del Terrorismo* . Obtenido de Superfinanciera:

<https://www.superfinanciera.gov.co/publicaciones/10083444/normativanormativa-generalcircular-basica-juridica-ce-parte-i-instrucciones-generales-aplicables-a-las-entidades-vigiladas-10083444/>

Superintendencia de la Economía Solidaria. (30 de 6 de 2022). *Capítulo II. Sistema de Administración del Riesgo de Crédito – SARC*. Obtenido de Superintendencia de la Economía Solidaria:

[https://www.supersolidaria.gov.co/sites/default/files/public/data/capitulo\\_ii\\_sistema\\_de\\_administracion\\_del\\_riesgo\\_de\\_credito\\_-\\_sarc\\_0.pdf](https://www.supersolidaria.gov.co/sites/default/files/public/data/capitulo_ii_sistema_de_administracion_del_riesgo_de_credito_-_sarc_0.pdf)

Superintendencia Financiera de Colombia. (30 de Junio de 2007). *Circular Externa 041 de 2007 – Capítulo XXIII: Reglas relativas a la administración del riesgo operativo*. Obtenido de Superintendencia Financiera de Colombia: <https://www.superfinanciera.gov.co>

Superintendencia de la Economía Solidaria. (30 de Junio de 2022). *Capítulo III. Sistema de Administración del Riesgo de Liquidez – SARL*. Obtenido de Superintendencia de la Economía Solidaria:

[https://www.supersolidaria.gov.co/sites/default/files/data/capitulo\\_iii\\_sistema\\_de\\_administracion\\_del\\_riesgo\\_de\\_liquidez\\_-\\_sarl\\_0\\_0.pdf](https://www.supersolidaria.gov.co/sites/default/files/data/capitulo_iii_sistema_de_administracion_del_riesgo_de_liquidez_-_sarl_0_0.pdf)

Superintendencia Financiera de Colombia. (15 de Febrero de 2007). *Riesgo de mercado – Sistema de Administración del Riesgo de Mercado (SARM)*. Obtenido de

Superintendencia Financiera de Colombia:

<https://www.superfinanciera.gov.co/publicaciones/16188/normativanormativa-generalboletin-juridico-superintendencia-financieraboletin-juridico-no-riesgo-de-mercado-sistema-de-administracion-del-riesgo-grabacion-de-llamadas-16188/>

Superintendencia Financiera de Colombia. (2010). *Conceptos y jurisprudencia – Factoring y compra de cartera*. Obtenido de Superintendencia Financiera de Colombia:

[https://www.superfinanciera.gov.co/publicaciones/18532/normativaconceptos-y-jurisprudencia-conceptoshistorico-doctrina-y-conceptos-anteriores-superintendencias-bancaria-y-de-valores-doctrina-y-conceptos-indice-generalindice-generalfactoring-18532/?utm\\_sou](https://www.superfinanciera.gov.co/publicaciones/18532/normativaconceptos-y-jurisprudencia-conceptoshistorico-doctrina-y-conceptos-anteriores-superintendencias-bancaria-y-de-valores-doctrina-y-conceptos-indice-generalindice-generalfactoring-18532/?utm_sou)