



El mercado de capitales como fuente de financiación de las mipymes colombianas

The Securities Market as a Financing Source for Medium, Small and Micro
Companies in Colombia

Por

Jorge A. Espinosa S.

Manuela Orozco J.

Trabajo de grado presentado como requisito para obtener el título de Magíster en
Administración Financiera

Asesor

Gustavo A. Sánchez Ribero

UNIVERSIDAD EAFIT

Maestría en Administración Financiera

Bogotá, julio de 2022

RESUMEN

Con la expedición del Decreto 817 del 2020, el Gobierno nacional levantó la restricción que prohibía a las Sociedades por Acciones Simplificadas inscribir valores en el Registro Nacional de Valores; a partir de ese momento, y por un término de dos años, dichas sociedades podrían inscribir títulos de deuda en el Registro Nacional de Valores para ser emitidos en el segundo mercado por medio de una bolsa de valores.

En este trabajo de grado se analizarán, desde la teoría, las características de las sociedades por acciones simplificadas y las razones que llevaron al Gobierno nacional a permitir la emisión de títulos de deuda en el segundo mercado. Lo anterior, con el propósito de concluir si esta medida fue efectiva y tuvo efectos materiales.

Palabras clave: títulos de deuda, Registro Nacional de Valores, Sociedades por Acciones Simplificadas, mipymes, segundo mercado, bolsa de valores, Decreto 817 de 2020.

ABSTRACT

With the expedition of Decree 817 of 2020, the Colombian government allowed Simplified Stock Companies to register securities in the National Securities Registry. As of that moment, and for a term of two years, these companies could register debt securities in the National Securities Registry to be issued in the second market of the Colombian stock market.

The purpose of this thesis is to analyze the characteristics of simplified joint-stock companies and the reasons that led the national government to allow the issuance of debt securities in the second market from a theoretical perspective, with the purpose of concluding whether this measure was effective and had material effects.

Kay Word: Securities, National Securities Registry, Simplified Joint-stock companies, Medium and Small Companies, Colombian Stock Market, Second Market, Decree 817 of 2020.

TABLA DE CONTENIDO

RESUMEN.....	3
ABSTRACT.....	4
1. INTRODUCCIÓN.....	8
2. METODOLOGÍA.....	10
3. MARCO TEÓRICO.....	11
3.1 Análisis de la prohibición de emitir valores en la bolsa de valores por parte de las S. A. S.....	12
3.2 Análisis de la necesidad de otorgar nuevas fuentes de financiamiento a las S. A. S.....	15
3.3 Relación entre el mercado de capitales y el crecimiento.....	22
3.4 Características de la emisión de títulos de deuda bajo el Decreto 817 de 2020.....	25
3.4.1 Antecedentes de la autorización.....	25
3.5 Requisitos en materia de gobierno corporativo.....	32
3.6 Análisis práctico de las operaciones de emisión.....	34
3.6.1 Caracterización de las emisiones.....	34
3.6.2 Subcostos de la emisión.....	39
3.7 Análisis de caso práctico.....	42
4. CONCLUSIONES.....	43
5. REFERENCIAS.....	45

LISTA DE FIGURAS

Figura 1. Fuentes de financiación para pymes.....	19
Figura 2. Principales fuentes de financiamiento.....	20
Figura 3. Necesidades de financiación de las pymes.....	21

LISTA DE TABLAS

Tabla 1. Comparativo Emisiones S. A. S.	37
Tabla 2. Comparativo tasa emisión vs all-in cost	40
Tabla 3. Comparativo tasas de emisión vs. sistema financiero	41

1. INTRODUCCIÓN

Desde la creación de la Sociedad por Acciones Simplificada (S. A. S.), el legislador consideró que estas no podrían registrar sus acciones o valores en el Registro Nacional de Valores de Emisores (RNVE) ni cotizar en bolsa. Dicha restricción se debió a la amplia discrecionalidad que caracteriza esta forma societaria.

No obstante, con ocasión de la pandemia del covid-19, el Gobierno nacional analizó el riesgo de insolvencia de las empresas colombianas y concluyó que, en los peores escenarios macroeconómicos, este se situaba entre el 17,8 % y el 37 % de las empresas del país; de este porcentaje, entre el 96 % y 98 % de las empresas eran mipymes (micro, pequeñas y medianas empresas), lo que obligó al Gobierno a buscar alternativas de financiación para todo tipo de empresas, de manera que el riesgo de insolvencia se mitigara.

Debido a esto, el 4 de junio de 2020 el Gobierno nacional, por intermedio del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, haciendo uso de las facultades extraordinarias concedidas dentro del estado de emergencia sanitaria, expidió el Decreto 817 que levantó, de forma temporal, la restricción de las S. A. S. para emitir títulos de deuda por un periodo de dos años, y en el marco del segundo mercado.

Ahora, si bien el Gobierno estimó que este fuera un mecanismo al cual pudieran acceder todo tipo de empresas, lo cierto es que los altos costos administrativos e indirectos de la emisión dificultaron que dicha alternativa fuera acogida ampliamente por las compañías del país.

En efecto, a la fecha de la elaboración de esta tesis, cuando el plazo de los dos años otorgados por el Decreto 817 ya concluyó, se encuentra que solo tres empresas accedieron a esta fuente de financiación.

Se destaca que, aunque el Gobierno nacional haya tratado de simplificar los requisitos de emisión al limitar estos tipos de emisión al segundo mercado, lo cierto es que los costos administrativos e indirectos, y, en ocasiones las tasas, hacen que este mecanismo no supla las necesidades de flujo de caja inmediatas y haga más costosa la deuda.

Así las cosas, este trabajo de grado pretende demostrar el desarrollo y la aplicación del Decreto 817 de 2020 con el fin de concluir su efectividad.

2. METODOLOGÍA

Teniendo en cuenta la novedad de esta regulación, este trabajo se desarrollará bajo una metodología de investigación teórica, de la siguiente manera:

1. Se realizará un análisis descriptivo de la regulación incorporada por el Decreto 817 del 2020, mediante el cual se habilita a las S. A. S. a emitir títulos de deuda en el segundo mercado.
2. Se hará un estudio comparado de algunas emisiones que se efectuaron bajo el Decreto 817 de 2020, comparando sus características con una emisión por parte de una sociedad anónima.
3. Se analizarán las tasas de mercado establecidas para el sector financiero, con el fin de determinar si las tasas propuestas para las emisiones de títulos de deuda resultan más favorables.
4. Se hará una revisión de los costos indirectos asociados a la emisión de los títulos de deuda, para determinar si este mecanismo de financiación es competitivo.

3. MARCO TEÓRICO

El 4 de junio del 2020, el Gobierno nacional, por medio del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, expidió el Decreto 817 del 2020, en el cual autorizó, por un término de dos años, a las S. A. S. a emitir títulos de deuda en la bolsa de valores.

Este decreto fue dictado haciendo uso de las facultades extraordinarias conferidas dentro del estado de emergencia económico, social y ecológico ocasionado por la pandemia del covid-19.

De acuerdo con la exposición de motivos de este decreto, esta nueva alternativa de financiación era necesaria para subsanar los efectos de la pandemia, en la medida que

el mercado de capitales es una fuente de financiación a través de las cuales las empresas pueden acceder para obtener recursos, de manera tal que puedan mantener su operación, permitiéndoles afrontar la afectación económica mencionada y, por ende, preservar el empleo (República de Colombia (2020a).

Dicha regulación fue una novedad, toda vez que, desde la creación de las S. A. S mediante la Ley 1258 del 2008, esta tipología de sociedades tenía prohibido inscribir acciones y valores en el RNVE y negociarlos en la bolsa (República de Colombia, 2008, art. 4). No obstante, con la crisis económica ocasionada por la pandemia del covid-19, el Gobierno nacional se vio obligado a otorgar nuevas fuentes de financiación a las empresas colombianas (República de Colombia, 2020a).

Ahora bien, estas emisiones se caracterizaron por tres aspectos claves (República de Colombia, 2020a, arts. 1 a 3) que enumeramos a continuación: 1) la emisión se debe realizar en el segundo mercado, 2) el plazo máximo de las emisiones será de cinco años, 3) las emisiones podrán ser garantizadas por el

Fondo Nacional de Garantías (FNG) y 4) la emisión se debe realizar dentro de los dos años siguientes a la expedición del decreto.

3.1 Análisis de la prohibición de emitir valores en la bolsa de valores por parte de las S. A. S.

Las S. A. S. surgen en Colombia como una propuesta para flexibilizar el esquema societario que se había establecido en el país desde el Código de Comercio. En efecto, los tipos societarios dispuestos en dicho código se caracterizaban por tener altos costos de constitución, operación y mantenimiento, que limitaban la actividad comercial y, en consecuencia, la autonomía de la voluntad (Mendoza, 2010).

Con el fin de contrarrestar estos efectos nacieron las S. A. S. como una propuesta híbrida entre un contrato de colaboración empresarial y una figura societaria, asimilándose más a una figura de *partnership*, concebida en el derecho anglosajón, que a la sociedad anónima. Esto permitió que los accionistas tuvieran una separación patrimonial y pudieran desarrollar empresa sin comprometer su patrimonio personal, pero, a su vez, tuvieran discrecionalidad para definir las reglas de juego y las instituciones que querían incorporar a su actividad.

Entre las novedades más relevantes de esta forma societaria se encontraban:

- La posibilidad de que tuviera un único accionista

Desde su concepción en el Código de Comercio, las sociedades se caracterizaron por ser un pacto entre dos personas, quienes se obligaban a hacer un aporte en dinero, especie o trabajo con el fin de repartirse entre sí las utilidades obtenidas en la empresa o actividad social (República de Colombia, 1971, art. 98).

De esta forma, las sociedades establecidas en el Código de Comercio únicamente existen con un número mínimo de asociados. Este número dependerá del tipo societario y en ningún caso podía ser único accionista.

Ahora bien, tras pasar el fracaso de la sociedad unipersonal, la Ley 1258 del 2008 retoma la posibilidad de que las sociedades de capitales tengan desde un

accionista, lo que flexibiliza la posibilidad de constituir empresa (República de Colombia, 2008, art. 1).

- La simplificación de los trámites de constitución y reformas

Las S. A. S. se mostraron como un instrumento novedoso al permitir su constitución y posteriores reformas mediante documento privado autenticado en notaría, excepto en los casos en los que se aportarán inmuebles al momento de la constitución, caso en el cual se debe realizar por escritura pública (República de Colombia, 2008, art. 5).

En contraposición, los demás tipos societarios deben ser constituidos mediante escritura pública; cualquier modificación que se quiera hacer al contrato social se debe realizar mediante escritura pública también (República de Colombia, 1971, art. 110).

- Flexibilización en el pago de los aportes

De conformidad con el artículo 9 de la Ley 1258 del 2008, el capital social de la sociedad se podrá pagar en los dos años siguientes a su suscripción y no es necesario suscribir un porcentaje específico del capital autorizado.

Por su parte, a modo de contraste, la Sociedad Anónima (el tipo societario con mayores rasgos comunes a la S. A. S y que puede cotizar en la bolsa) requiere que al momento de su constitución los accionistas suscriban, al menos, el 50 % del capital autorizado y pagar, al menos, el 30 % del capital suscrito (República de Colombia, 1971, art. 376).

- Simplificación de las reglas de gobierno corporativo

Según señala el artículo 17 de la Ley 1258 del 2008, los accionistas son libres de elegir la estructura orgánica de la sociedad, así como definir sus reglas. Esto permite que la sociedad no deba contar con una junta directiva¹ o revisor fiscal (este último, únicamente en el evento que cumpla con los topes establecidos en la ley relativos

¹ Salvo previsión estatutaria. En caso de que no se estipule la creación de una junta directiva, la totalidad de las funciones de administración y representación legal le corresponderán al representante legal designado por la asamblea.

a ingresos y patrimonio², instituciones que sí se exigen en sociedades como la anónima y que derivan en mayores costos de operación y mantenimiento).

Adicionalmente, los accionistas podrán hacer parte de la gerencia de la sociedad y participar en las decisiones de la asamblea de accionistas. En el caso de las Sociedades Anónimas, los accionistas que hagan parte de la gerencia de la sociedad no tienen voto en la asamblea de accionistas, lo que impide que puedan opinar sobre las decisiones claves de la sociedad.

- Objeto social indeterminado

Quizás lo más revolucionario de las S. A. S. es la posibilidad de que las sociedades tuvieran un objeto social indeterminado y, por ende, pudieran desarrollar cualquier actividad comercial sin incurrir en nulidades por realizar actividades que no estuvieran en el objeto social de la compañía (República de Colombia, 1971, art. 5).

No obstante, esto respalda la prohibición de cotizar la sociedad en la bolsa de valores, ya que las sociedades abiertas son vigiladas por la Superintendencia Financiera y estas “solo pueden desarrollar las operaciones o actividades que expresamente les autoriza la ley como objeto social principal, y las conexas con este” (“Concepto 2010012904-002. Superintendencia Financiera”, 2010).

A partir de lo anterior, se hace evidente que las S. A. S. no fueron diseñadas para estar inscritas en la bolsa de valores, pues la amplia libertad contractual y la reducción de órganos de control son incompatibles con las reglas de protección de inversionistas en el mercado público de valores (Reyes Villamizar, 2011). Así, aunque una institucionalidad fuerte no mitiga el riesgo inherente de la actividad bursátil, sí evita una mayor predisposición al riesgo moral y a la selección adversa (Fonseca Struss y García Hernández, 2011).

Así las cosas, desde su concepción, las S. A. S. no fueron vistas como un vehículo para desarrollar actividades bursátiles, toda vez que las restricciones a la

² Al momento de elaborar este trabajo de grado, los topes para tener revisor fiscal son los siguientes: 3.000 SMLMV (Salario Mínimo Legal Mensual Vigente) en ingresos brutos o 5.000 SMLMV de patrimonio bruto.

autonomía contractual de los accionistas se traducen en garantías para terceros acreedores (Reyes Villamizar, 2011), las cuales buscan salvaguardar el interés público; por esta razón, en el artículo 4 de la Ley 1258 de 2008, el legislador prohibió que las acciones y demás valores emitidos por las S. A. S. se inscribieran en el RNVE y se negociaran en la bolsa.

En nuestra opinión, esta restricción representa una limitación muy grande para el desarrollo estratégico de las empresas, en la medida en que estas requieren contar con acceso a alternativas de financiación como el mercado de capitales, dado que de otro modo están en desventaja con las demás formas jurídicas y se limitaría su desarrollo.

La Constitución Política de Colombia, en su artículo 355, estableció:

Las actividades financiera, bursátil, aseguradora y cualquier otra relacionada con el manejo, aprovechamiento e inversión de los recursos de captación a las que se refiere el literal d) del numeral 19 del artículo 150 son de interés público y solo pueden ser ejercidas previa autorización del Estado, conforme a la ley, la cual regulará la forma de intervención del Gobierno en estas materias y promoverá la democratización del crédito (República de Colombia, 1991).

En consecuencia, para permitir que las S. A. S. se registren como emisores de valores en el RNVE, las reglas de gobierno corporativo deberán ser estándar y definidas por el legislador, lo cual desnaturaliza por completo el carácter híbrido de esta forma societaria.

3.2 Análisis de la necesidad de otorgar nuevas fuentes de financiamiento a las S. A. S.

Según cifras del Banco Interamericano de Desarrollo, las mipymes corresponden al 99,5 % de las empresas de América Latina y el Caribe, las cuales emplean

alrededor del 60 % de la fuerza laboral y generan cerca del 25 % del Producto Interno Bruto (PIB).

A pesar de la importancia económica y social que representan para la región, a las mipymes les resulta difícil acceder a fuentes de financiación, pues tienen una baja productividad, ya que significan solo una cuarta parte de la producción. Por esta razón, los gobiernos han direccionado la política pública para fomentar este tipo de empresas.

Para el Banco Mundial, el acceso a la financiación y a los servicios del sistema financiero se convierte en determinante fundamental para el desempeño de las empresas, ya que facilitan el surgimiento de nuevas firmas como fuentes de inversión y el desarrollo de nuevos productos y servicios.

Tal como se ha venido planteando, dentro de las dificultades que enfrentan las S. A. S. se encuentra el acceso a fuentes de financiación; para abordar este aspecto, revisaremos cuáles son las dificultades de las mipymes al momento de definir su estructura de capital.

Berger y Udell (1998, citados por Vera-Colina *et al.*, 2014), analizan los problemas económicos de las mipymes alrededor del concepto del ciclo empresarial; para los autores, la definición de la estructura de capital de las mipymes se ve afectada por tres dimensiones, que son: 1) costos, 2) riesgo moral y 3) selección adversa y acceso a información; esto hace que el costo de capital no sea accesible para este tipo de empresas.

De acuerdo con los autores, esto explica la razón por la cual muchas de estas empresas en sus etapas iniciales recurren al apoyo de ángeles y no al sistema financiero.

Un cuarto elemento que podemos mencionar, desde nuestra experiencia, es que el nivel de formalidad es muy bajo. Sería interesante considerar que las

empresas, desde su constitución, insistieran en estructurarse con una visión empresarial sólida y avanzaran en su desarrollo empresarial, especialmente en los siguientes frentes:

- Junta directiva.
- Divulgación de información clara y rigurosa.
- Revisión del perfil del gerente general que se requiere según el ciclo de vida de la empresa y sus necesidades estratégicas³.
- Conflicto de interés entre los intereses del *management* y los accionistas.
- Enfoque excesivo en la contabilidad y las utilidades netas como medida de desempeño financiero.

Por su parte, Logan y Steele (2001, citados por Vera-Colina *et al.*, 2014) desarrollan una investigación cualitativa en mipymes británicas, y dentro de sus resultados plantean que la conformación de la estructura de capital es más compleja que lo sugerido por la teoría de selección jerárquica o de *pecking order*. Esto, debido a que la entrada de nuevos inversionistas no es obstaculizada por los accionistas existentes, sino que la verdadera causa es la falta de inversionistas interesados en invertir en las mipymes.

A su vez, Aybar, Casino y López (2003, citados por Vera-Colina *et al.*, 2014) analizan los determinantes de la estructura de capital de las mipymes españolas bajo la teoría de selección jerárquica o *pecking order*, y la relación entre las estrategias empresariales de las mipymes con sus decisiones de financiación.

Los resultados obtenidos muestran que los mejores resultados de las variables financieras se obtienen cuando se combinan con variables estratégicas, lo que

³ A veces se tiende a pensar que los creadores de las empresas deben ser los gerentes de las mismas, y es un error, ya que la gerencia de las empresas requiere una estructura empresarial rigurosa y muy bien pensada, sobre la base de las capacidades y habilidades que se requieren.

demuestra que tanto el tamaño como los años de funcionamiento son predictores adecuados de su estructura de capital.

Según Ferraro y Goldstein (2011), el problema de acceso a financiación de las pymes latinoamericanas se explica en mayor medida por la segmentación del mercado y la definición de tasas diferenciales por tamaño, lo que genera bajos niveles de acceso al crédito y la alta participación de proveedores o financiación propia para la ejecución de los proyectos.

Para Vera-Colina *et al.* (2014), las dificultades de acceso a la financiación de las pymes manufactureras venezolanas está explicado por la planificación financiera, porque el acceso al crédito es bajo, por la alta utilización de proveedores como fuente de financiación y la reinversión de utilidades.

Laitón Ángel y López Lozano (2018) analizan las problemáticas que afrontan las pymes en América Latina, vistas desde tres frentes: estructura de capital, acceso a financiación y planeación estratégica. Los autores concluyen que el acceso a la financiación está dentro de las principales problemáticas, dado que el sector financiero exige garantías para los créditos e impone altas tasas de intereses, lo cual genera preferencia en los empresarios por apalancarse con recursos propios, por medio de proveedores, como es el caso de Ecuador y Costa Rica, y por medio de la banca comercial, que en el caso colombiano sigue siendo la primera opción (figura 1).

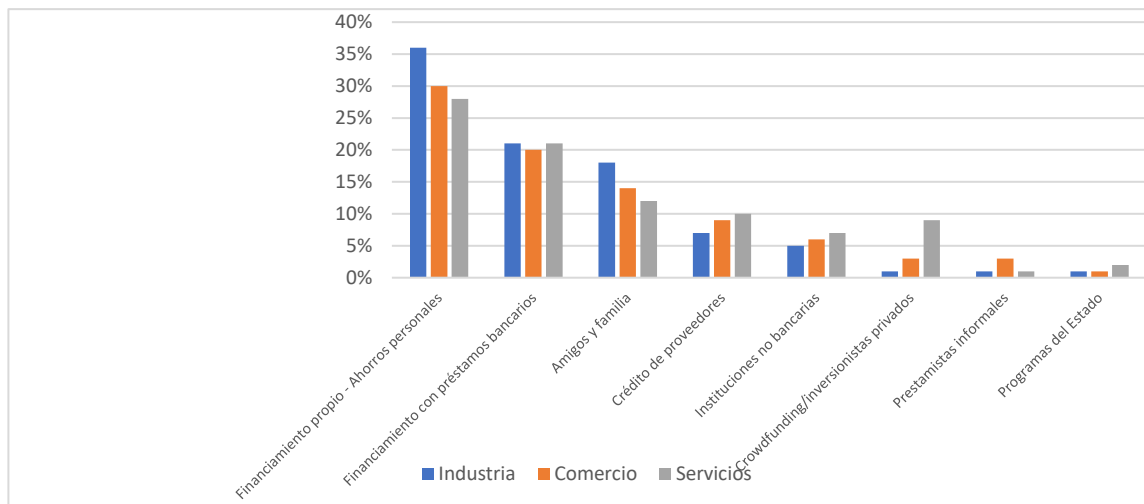


Figura 1. Fuentes de financiación para pymes

Fuente: elaboración propia.

Asimismo, la asimetría de información entre empresarios e instituciones financieras es relevante dentro del análisis de la estructura de financiación, así como los altos costos financieros y trámites para las solicitudes de crédito, el bajo desarrollo del mercado de capitales y el sistema financiero. Sumado a lo anterior, está la falta de planeación estratégica, la cual se explica por la ausencia de uso de herramientas de análisis financiero y de formación financiera de los directivos; además del desconocimiento de las oportunidades que brinda el mercado de capitales y el sector financiero para apalancar el crecimiento de las pymes más allá de la financiación con recursos propios, de familiares o amigos.

En un análisis de las fuentes de financiación de las pymes colombianas y su relación con indicadores de gestión financiera a partir de una investigación cuantitativa, en donde se estudiaron 4.168 pymes que reportan información a la Superintendencia de Sociedades, se confirmó que las pymes colombianas se financian principalmente con recursos propios, pasivos de corto plazo y deuda de largo plazo en menor medida, lo cual puede reflejar la baja tendencia de los empresarios a financiarse con fuentes externas como el bajo atractivo que ven los

inversionistas en este tipo de negocios, caracterizado por un control centralizado. Los indicadores de gestión de las pymes (liquidez, eficiencia, rentabilidad) muestran una tendencia desfavorable, lo que afecta su capacidad para acceder a recursos para financiar su operación y crecimiento (Vera-Colina *et al.*, 2014).

Según la Gran Encuesta Pyme 2020-1 de ANIF (s. f.), las siguientes son las principales fuentes de financiamiento:

Durante el segundo semestre de 2020, en términos generales, las pymes de los sectores industria, comercio y servicios fueron las que más créditos solicitaron al sector financiero. A continuación, en la figura 2, pueden verse los porcentajes aplicables a cada uno de los sectores del país:

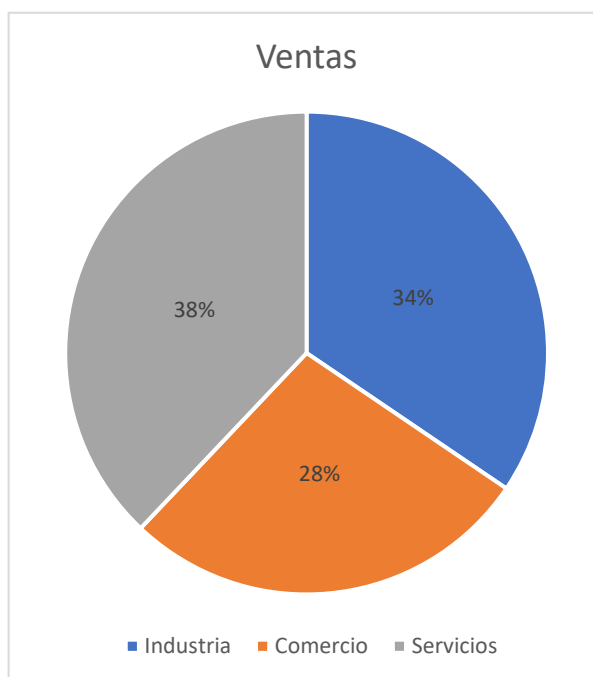


Figura 2. Principales fuentes de financiamiento

Fuente: elaboración propia.

Ahora bien, se destaca que, al revisar el monto del crédito aprobado, en contraposición con el solicitado, en los tres sectores se presentaron disminuciones.

Por otro lado, el rango de tasa donde se concentra el mayor número de créditos aprobados fue hasta DTF+4 puntos, cercano al 90 % de las aprobaciones, seguido de entre DTF+4 y +8 con 9 % de solicitudes, y el 1 % de los créditos aprobados tuvo una tasa superior al DTF+8.

Durante el mismo periodo, el 56 % de industria, 46 % comercio y el 51 % de las pymes no accedió a ninguna fuente de financiación, mientras que las grandes empresas accedieron a otras fuentes como recursos propios, proveedores y reinversión de utilidades (figura 3).

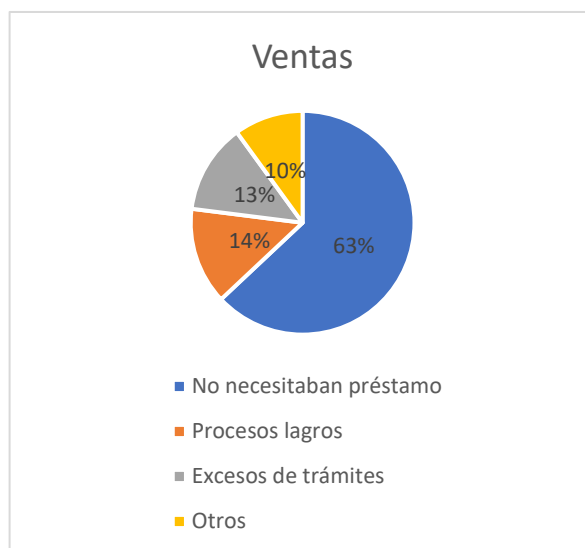


Figura 3. Necesidades de financiación de las pymes

Fuente: elaboración propia.

Por último, el destino de los recursos financiados es destinado para remodelaciones o adecuaciones (promedio 37 %), pago arriendo por covid-19 (promedio 26 %), capital de trabajo (promedio 22 %), consolidación de pasivos (promedio 19 %), compra o arriendo de maquinaria (promedio 17 %) e invertir en digitalización (promedio 4 %).

3.3 Relación entre el mercado de capitales y el crecimiento

Diversos estudios señalan que existe una relación positiva entre el desarrollo del sistema financiero de un país y su crecimiento económico, sin embargo, hay estudios que muestran una relación negativa, explicada por las crisis que han generado los mercados financieros, las cuales causan una disminución en las tasas de crecimiento de los países y el aumento en la volatilidad de la producción real, sumado al aumento del riesgo sistémico, las burbujas y las crisis financieras (Gracia Cabrera y Misas Arango, 2021).

En la actualidad, no existe un indicador que permita medir el desarrollo del sistema financiero, pero sí hay un consenso en el que un sistema desarrollado debe tener profundización, acceso y eficiencia.

Para Gracia Cabrera y Misas Arango (2021), el sistema financiero colombiano intermediado muestra un indicador de profundización del 32,7 % entre 2011-2015, medido como el indicador de depósitos con respecto al PIB, el cual está por debajo de América Latina con un indicador de 41,3 % y 46 % a nivel mundial. Por su parte, en el sistema financiero no intermediado la profundización se mide por el indicador de capitalización bursátil con respecto al PIB, donde Colombia tiene un indicador del 41,7 % (muy por encima de la región, pero menor al promedio mundial que es de 145,9 %).

Respecto al acceso, este se mide por el número de cuentas por habitante y número de empresas que utilizan los bancos; para el caso colombiano existen 1.203 cuentas por cada 1.000 adultos en el periodo 2011-2015, y 32,8 % de las empresas utilizan los bancos para financiar sus inversiones, mientras que el sistema financiero no intermediado se mide por el índice de capitalización bursátil, excluyendo las diez más grandes. En Colombia, el indicador es del 23,3 %, lo cual muestra la baja participación de las empresas colombianas en este mercado.

En cuanto a la eficiencia, en el sistema financiero intermediado es medida tomando como referencia el margen neto del interés bancario; para Colombia, el indicador es del 5,85 % por encima del 4,1 % de otras regiones, superado solo por la región de África subsahariana, mientras que para el sector financiero no intermediado, la eficiencia es analizada por el indicador de rotación del mercado de acciones, donde un indicador bajo muestra un bajo volumen transado, explicado por los altos costos o bajos participantes en el mercado; para Colombia, este indicador es tan solo del 10 %, cuando el promedio mundial es de 45,2 % y el de Estados Unidos del 98 %.

Los indicadores anteriores muestran que el sistema financiero colombiano, aunque ha tenido avances, presenta rezagos importantes en cuanto a profundidad, acceso y eficiencia. Sin embargo, en los últimos años se ha evidenciado un crecimiento de la cartera del 8,5 %, y la actividad financiera del 4,9 %, muy por encima del crecimiento de la economía, la cual ha crecido el 2,2 % en promedio. El aumento en la cartera supondría un aumento del riesgo, con un mayor índice de cartera vencida, pero este aumento no presenta deterioro significativo de la cartera (Banco de la República, 2018).

Los resultados obtenidos por Gracia Cabrera y Misas Arango (2021) son concluyentes en la relación positiva que existe entre el desarrollo del sistema financiero intermediado, lo cual muestra que el crédito privado se destina a proyectos productivos, así como el desarrollo del sistema financiero no intermediado muestra una relación positiva con el crecimiento económico, aun con los rezagos en eficiencia y profundidad. Sin embargo, encuentra una relación negativa entre el desarrollo tecnológico y el crecimiento económico, que puede ser atribuible a la ineficiencia del sector financiero para asignar recursos a empresas nuevas, lo que genera limitaciones al desarrollo empresarial y, en consecuencia, al crecimiento económico del país.

Para Landa Diaz y Silva Barrón (2021) existe una relación directa entre el desarrollo del sistema financiero y el crecimiento del PIB de América Latina, sin embargo, el efecto es bajo, dado el direccionamiento del crédito hacia la financiación de los hogares e instrumentos gubernamentales y la alta concentración de la liquidez bursátil en un número pequeño de empresas, lo cual muestra una débil rotación del mercado accionario latinoamericano.

En conclusión, es posible argumentar que los mercados financieros profundos y desconcentrados son un indicador de crecimiento económico en un país, toda vez que permiten el ingreso y movimiento de capitales y, en consecuencia, el acceso a diferentes fuentes de financiación.

Por esta razón, la ampliación del mercado de capitales al tipo societario S. A. S. pone en evidencia una tendencia del país de optar por incrementar la profundidad e internacionalización del mercado colombiano, para hacer un esfuerzo contra el panorama económico dejado a raíz de la pandemia del covid-19 y como determinante para el desarrollo empresarial y económico del país.

El mercado de capitales colombiano tiene una deuda muy grande, y dada su importancia y relevancia es necesario que se tomen muy en serio este tipo de trabajos que complementan a las diferentes misiones que se han realizado en los últimos años, y que han dejado elementos de mejora importantes pero que no han sido implementados por quienes deberían hacerlo, dado que están al frente de entidades como la Bolsa de Valores, el Ministerio de Hacienda y Crédito Público y la Superintendencia Financiera, entre otras.

3.4 Características de la emisión de títulos de deuda bajo el Decreto 817 de 2020

3.4.1 Antecedentes de la autorización

Tal y como se indicó en la sección introductoria, el Decreto 817 de 2020 fue proferido en el marco del estado de emergencia sanitaria generada por la pandemia del covid-19, con el fin de mitigar los escenarios de insolvencia de las empresas del país.

De acuerdo con la exposición de motivos detallada en este decreto, la Superintendencia de Sociedades tomó una muestra de 16.000 compañías vigiladas que le reportan información anual, y a partir de ello se construyeron cuatro escenarios de insolvencia, que son: escenario extremo, escenario pesimista, escenario moderado y escenario optimista.

En el escenario extremo la Superintendencia de Sociedades estimó que el PIB nacional caería a -7,7 % y el PIB industrial a -6,2 %, lo que pondría a 5.553 empresas del país en riesgo de insolvencia, esto es, el 37 % de la muestra analizada. De estas 5.553 compañías 3.127 (56,4 %) calificaban como microempresas, 1.404 (25,28 %) calificaban como pequeñas empresas, 891 (16,04 %) calificaban como medianas y 131 (2,28 %) como grandes empresas.

Esto significa que, en el escenario de insolvencia extremo, el 98 % de las empresas con riesgo de insolvencia calificarían como mipymes.

En el escenario pesimista se estimó que el PIB nacional fuera de -1,9 % y el industrial de -4,9 %. En este escenario, el número de empresas en riesgo de insolvencia era de 2.676, lo que corresponde al 17,8 % de las empresas analizadas. De estas 2.676 compañías, 1.239 (46 %) calificaban como microempresas, 716 (27 %) calificaban como pequeñas empresas, 608 (23 %) calificaban como medianas y 113 (4 %) como grandes empresas.

En consecuencia, el 96 % de las empresas en riesgo de insolvencia en el escenario pesimista serían mipymes.

Respecto de los escenarios moderado y optimista, el decreto se limitó a mencionar cuáles serían los escenarios del PIB, sin hablar del riesgo de insolvencia.

Este riesgo tendría incidencia directa en el empleo del país, el cual, a abril de 2020, había presentado una disminución de 14,2 puntos porcentuales, respecto del mismo periodo en el año 2019.

Teniendo en cuenta lo anterior, el Gobierno nacional concluyó que, dadas las condiciones económicas y las consecuencias adversas generadas por la pandemia, se hizo necesario crear un marco legal que permitiera a todo tipo de empresas acceder a nuevas fuentes de financiación, tales como las que ofrece el mercado de capitales por intermedio del segundo mercado.

Por lo tanto, el Gobierno nacional decidió autorizar las emisiones de los títulos de deuda pública por parte de las S. A. S., sujetas al cumplimiento de las siguientes condiciones: se deben realizar en el segundo mercado, podrán ser garantizadas por el FNG y se deben hacer dentro de los dos años siguientes a la expedición del decreto, con un plazo máximo de cinco años.

Para efectos de claridad, se abordará cada uno de los requisitos en el orden planteado:

- Las emisiones se deben realizar en el segundo mercado

El segundo mercado nace con la Resolución 400 de 1995, modificada por el Decreto 1019 del 2014, hoy compilados en el Decreto 2555 del 2010 (decreto único del sector financiero, asegurados y del mercado de valores), con el propósito de facilitar el acceso al mercado de capitales a un mayor número de emisores (Clavijo, 2014).

Por esta razón, esta propuesta está dirigida a inversionistas profesionales, esto es, quienes cuentan con un patrimonio igual o superior a 6.000 SMMLV, tienen un portafolio de inversión de valores igual o superior a 3.000 SMMLV y han realizado directa o indirectamente quince o más operaciones de compraventa cuyo valor sea igual o superior a 21.000 SMMLV (República de Colombia, 2020b, art. 7.2.1.1.2).

Para Serrano- Rodríguez (1966), la principal ventaja del segundo mercado, frente a las demás fuentes de financiamiento, radica en que la financiación tiene más plazo y menos costos asociados. Sin embargo, destaca que la falta de conocimiento del mercado por parte del emisor genera restricciones para efectuar el pago de la deuda y transmitir la información de forma adecuada a los entes de control.

Adicionalmente, para los autores Valderrama, González y Miguélez (2015), este mercado no es ideal para los emisores no recurrentes porque los obliga a demostrar su historial de emisiones y a mantener la estructura corporativa durante el periodo que dure la emisión para atraer a inversionistas (comúnmente institucionales), que no tienden a invertir en estas estructuras.

Las principales características del segundo mercado y las diferencias con el mercado principal son las siguientes:

1. Los tiempos de respuesta de la solicitud ante la Superintendencia Financiera

En el caso del segundo mercado, la Superintendencia Financiera tendrá un término de diez días hábiles contados a partir de la radicación de la información para verificar que se hayan aportado todos los documentos necesarios; pasado este término, si la información requerida fue allegada de manera completa, la solicitud se entenderá aceptada (República de Colombia, 2010, art. 5.2.3.1.12). Por su parte, la autorización de la solicitud de emisión de bonos en el mercado principal podrá otorgarse en el término de treinta días hábiles (Resolución 400, Superintendencia de Valores, ahora Financiera, 1995, art. 1.4.0.13, citado en República de Colombia, 2010).

2. Costos de inscripción en el RNVE y derechos de oferta pública

La inscripción de valores en el segundo mercado ante el RNVE se liquida a una tarifa de 0,01 por mil del patrimonio del emisor al 31 de diciembre del año anterior (Superintendencia Financiera de Colombia, 2018, art. 2). Los derechos de inscripción de valores ante el RNVE en el mercado principal se liquidarán a una

tarifa de 0,02 por mil del patrimonio del emisor al trimestre anterior a la inscripción de 2018 (Superintendencia Financiera de Colombia, 2018, art. 1).

Adicional a ello, quienes pretendan emitir valores en el mercado principal deberán pagar derechos de oferta pública a la tarifa de 0,05 por mil, calculado sobre el monto de la inversión. Las emisiones en el segundo mercado no están sujetas a estos derechos (Superintendencia Financiera de Colombia, 2018, art. 9).

3. Montos mínimos de inversión

El monto de la emisión de bonos en el mercado principal no debe ser inferior a 2.000 SMLMV (2022⁴: 2.000.000.000) (Superintendencia de Valores —ahora Financiera—, 2000, art. 2). La emisión en el segundo mercado no está sujeta a esta limitante (Resolución 400, Superintendencia de Valores, ahora Financiera, 1995, art. 5.2.3.1.15, citada en República de Colombia, 2010).

4. Autorización automática

Las emisiones que se vayan a negociar en el mercado secundario se entienden inscritas, de manera automática, en el RNVE, y su oferta pública se entiende autorizada automáticamente con el envío de cierta información.

En efecto, según dispone en el artículo 5.2.3.1.8 del Decreto 2555 de 2010, este requisito se entenderá cumplido cuando el emisor envíe a la Superintendencia Financiera la constancia expedida por el representante legal del emisor en el que se certifique que se puso a disposición de los inversionistas autorizados el prospecto de colocación, el formulario de inscripción, el certificado de existencia y representación, el modelo del valor, destacando que solo puede ser adquirido por inversionistas autorizados en el segundo mercado, y la advertencia de que la inscripción no implica certificación por parte de la Superintendencia Financiera de la bondad del valor o solvencia del emisor.

5. Actualización del registro y revelación de la información

⁴ El SMLMV al 2022 es de \$1.000.000.

El segundo mercado tiene un régimen simplificado de actualización del registro y revelación de la información. En efecto, conforme al artículo 5.2.3.1.9 del Decreto 2555 de 2010, para actualizar el registro de las emisiones en el segundo mercado únicamente se requieren los estados financieros del fin de ejercicio y una certificación expedida por el representante legal del emisor, en la que conste que se ha actualizado, enviado y puesto a disposición de los inversionistas tenedores de bonos la información relevante sujeta a reporte. De ser requerido por los inversionistas, se deberán revelar los estados financieros trimestrales, acompañados de la certificación de revisor fiscal del emisor (República de Colombia, 2010, art. 5.2.3.1.23).

Entre la información relevante sujeta a reporte se encuentra: la situación comercial y de operaciones del emisor, la crisis empresarial del emisor, sus entidades y patrimonios autónomos subordinados, o su entidad matriz, la situación financiera, los asuntos relacionados con la contabilidad y la información financiera del emisor, los asuntos de gobierno corporativo, la situación jurídica, los asuntos relevantes de la emisión y negociación de valores y cualquier otro aspecto que se considere relevante (República de Colombia, 2010, art. 5.2.4.3.1).

Nótese entonces que no es necesario que esta información sea revelada al mercado general, como sí ocurre para las emisiones en el mercado principal, sino que únicamente se requiere certificar que la información fue declarada a los inversionistas.

6. Representante de tenedores de bonos

Por regla general, todas las emisiones de valores en Colombia deben tener un representante legal de tenedores de bonos, el cual pretende la protección de los derechos de los tenedores de los valores (República de Colombia, 2010, art. 6.4.1.1.9).

Conforme a la Sección 4.2. Circular Básica Jurídica de la Superintendencia Financiera de Colombia, entre las funciones asignadas se encuentra informar a la

Superintendencia Financiera de Colombia el o los incumplimientos en los que incurrió la entidad emisora y las causas que dieron origen al incumplimiento. Ello, con el fin de verificar si este hecho puede afectar en forma significativa la situación financiera, administrativa o legal del emisor, del avalista de la emisión o de las garantías que respaldan las obligaciones contraídas con los tenedores de bonos.

No obstante, por disposición expresa del artículo 5.2.3.1.15 del Decreto 2555 de 2010, las emisiones de bonos que se negocien en el segundo mercado no requieren un representante legal de tenedores de bonos.

7. Calificación del riesgo

Tal y como lo establecen los artículos 2.6.12.1.3. y 2.22.1.1.4 del Decreto 2555 de 2010, dada la naturaleza de los inversionistas que operan en el segundo mercado, las emisiones que se negocien en este mercado no requieren ser calificadas por sociedades calificadoras de riesgo.

- Las emisiones podrán ser garantizadas por el FNG

Según establece el Decreto 817 de 2020, las emisiones podrán ser garantizadas por el FNG. No obstante, al momento de ser expedida esta norma el FNG no tenía establecida una reglamentación que permitiera garantizar la emisión; fue hasta el 26 de agosto de 2020 que el FNG emitió la Circular N.º 50 mediante la cual estableció los requisitos para acceder a la garantía.

De acuerdo con esta circular, para conseguir la garantía el emisor debe demostrar una disminución de los ingresos, como mínimo, de un 20 % o más en sus ingresos por actividades ordinarias en al menos uno de los meses del periodo de emergencia sanitaria. Según establece esta reglamentación, únicamente se garantizarán hasta 160.000 millones de pesos por emisor, en una o varias emisiones, y la garantía cubrirá el 70 % del valor del capital emitido.

Para validar la disminución, se tendrán en cuenta los ingresos del mes seleccionado (incluido dentro del periodo de emergencia) contra los ingresos de ese mismo periodo en el año inmediatamente anterior, o los ingresos del mes

seleccionado (incluido dentro del periodo de emergencia) contra el promedio aritmético de ingresos de los meses de enero y febrero del año 2020.

Por otro lado, esta misma circular establece la modalidad del pago de la comisión, y destaca que se debe hacer anual anticipada o única anticipada. Este cambio representa una novedad en los productos ofrecidos por el FNG, pues las comisiones para el producto de garantía se calculan, la mayoría de las veces, de manera mensual vencida, dependiendo de la cobertura.

La tarifa de la comisión anual a cargo del emisor será del 0,91 % para emisiones con plazos de tres años y del 0,76 % para emisiones con plazos de cinco años, tarifa que será liquidada sobre el valor de capital de los bonos emitidos y en circulación.

La tarifa de la comisión única a cargo del emisor será del 2,32 % para emisiones con plazos de tres años y del 2,99 % para emisiones con plazos de cinco años, tarifa que será liquidada sobre el valor de capital de los bonos emitidos y en circulación.

- Las emisiones se deben realizar dentro de los dos años siguientes a la vigencia del Decreto 817 de 2020 y tendrán un plazo máximo de cinco años Tal y como lo indica el encabezado y en línea con la exposición de motivos del Decreto 817 de 2020, esta medida es temporal y solo permite que las emisiones se efectúen dentro del término de dos años contados a partir del 4 de junio de 2020, esto es, hasta el 4 de junio de 2022.

Como se dijo antes, esta medida estaba dirigida a las pymes del país que, con ocasión de la crisis económica ocasionada por la pandemia del covid-19, estaban buscando mecanismos de financiación alternativos que les otorgaran mejores tasas y términos más amplios para efectuar el pago.

Esta medida no se pensó a largo plazo, y a la fecha de elaboración de esta monografía no se conoce un proyecto de norma que pretenda ampliar las disposiciones del Decreto 817 de 2020.

3.5 Requisitos en materia de gobierno corporativo

Como era de esperarse, la entrada en vigencia del Decreto 817 de 2020 implicó que el Gobierno nacional se viera obligado a imponer una serie de requisitos en materia de gobierno corporativo que permitieran generar un sistema de pesos y contrapesos en las decisiones administrativas de las S. A. S. que pretendieran emitir títulos de deuda en el segundo mercado.

Debido a lo anterior, mediante el Decreto 1235 de 2020, el Gobierno nacional estableció tres requisitos: contar con una junta directiva, tener revisor fiscal y constituir un comité de auditoría.

Respecto del primer requisito, esto es, tener una junta directiva, el artículo 22(1) del citado Decreto señaló que la junta directiva debía estar conformada mínimo por tres miembros principales y sus suplencias, y, al menos, uno debía tener la calidad de independiente. En el evento de que la junta directiva se integre por más de tres miembros, al menos el 25 % de estos deberán ser independientes.

Ahora, conforme al párrafo 2 del artículo 44 de la Ley 964 de 2005, se entenderá que un miembro de junta directiva es independiente cuando se cumplan la totalidad de los siguientes requisitos:

1. No podrán ser empleados o directivos de la sociedad emisora ni de alguna de sus vinculadas económicas (filiales, subsidiarias o controlantes). Esta restricción aplica incluso a las personas que hayan tenido esa calidad durante el año anterior al que fueron designadas, excepto cuando se trate de una reelección.
2. No podrán ser accionistas que tengan control político sobre la sociedad. Entiéndase por control político aquellos accionistas que directamente, o por acuerdo de accionistas, “dirijan, orienten o controlen la mayoría de los derechos de voto de la entidad o que determinen la composición mayoritaria de los órganos de administración, de dirección o de control de la misma” (República de Colombia, 2005, art. 44, par. 2).

3. No podrán ser socios o empleados de sociedades o asociaciones que asesoren o presten servicios de consultoría al emisor, siempre que el ingreso proveniente de esta actividad represente al menos el 20 % de los ingresos operacionales. Esta restricción aplica también para empresas que pertenezcan al mismo grupo económico.
4. No podrá estar empleado o hacer parte del equipo directivo de una entidad sin ánimo de lucro o sociedad que reciba donaciones relevantes del emisor. Para ello, se considera que hay donaciones relevantes cuando estos representen más del 20 % del total de las donaciones que reciba la entidad.
5. No podrá ser administrador de una entidad en la cual el representante legal del emisor sea miembro de la junta directiva.
6. No podrá ser una persona que reciba remuneraciones por parte del emisor, distintas de aquellas que percibe como miembro de la junta directiva o algún comité creado por esta.

En lo que respecta al deber de tener revisor fiscal, recordemos que de acuerdo con el artículo 203 del Código de Comercio las sociedades por acciones están obligadas a contar con un revisor fiscal, independientemente de los montos de ingresos y patrimonios. No obstante, en línea con lo explicado antes, las S. A. S. únicamente están obligadas a tener revisor fiscal cuando cumplan con ciertos topes de ingresos o patrimonio.

Ahora, con la entrada en vigencia del Decreto 1235 de 2020, las S. A. S. que pretendan emitir bonos en el segundo mercado deberán contar con un revisor fiscal, el cual, entre otras funciones, deberá colaborar con las entidades gubernamentales que ejerzan inspección y vigilancia; de ser necesario, deberá rendir los informes solicitados (República de Colombia, 1971, art. 207).

Nótese que al establecer esta figura el legislador previó que las actividades de financiación y captación de dinero eran de interés general y por ello requerían

controles adicionales y presencia de agentes independientes que permitieran mantener la transparencia de la operación.

Para finalizar, el Decreto 1235 de 2020, en su artículo 22, creó la figura del comité de auditoría, el cual estará integrado por, al menos, tres miembros de la junta directiva, incluido el miembro independiente. Este comité estará encargado de supervisar el cumplimiento del programa de auditoría interna, que abarca la totalidad de las áreas del emisor y, adicionalmente, velará porque la preparación y revelación de la información financiera se ajuste a lo dispuesto por la ley.

En todos los casos, los estados financieros del ejercicio deberán ser sometidos a consideración del comité de auditoría antes de la presentación al máximo órgano.

Este comité deberá reunirse, como mínimo, una vez cada tres meses y deberá estar acompañado del revisor fiscal. En las sesiones del comité de auditoría el revisor fiscal tendrá voz, pero no voto.

3.6 Análisis práctico de las operaciones de emisión

Habiendo aclarado el marco legal y político que dio lugar a la expedición del Decreto 817 de 2020, se procederá a analizar el desarrollo práctico que tuvo durante su vigencia.

De acuerdo con la información disponible, entre el 4 de junio de 2020, fecha en que se emitió el Decreto 817, y el 4 de junio de 2022, fecha en que perdió vigencia, únicamente tres compañías se acogieron a sus disposiciones. Estas fueron: Ultracem S. A. S., Avista Colombia S. A. S. y, por último, Inverfam S. A. S.

A continuación, se describirán las características de cada una de las emisiones.

3.6.1 Caracterización de las emisiones

Para efectos de claridad, se relacionarán cada una de las características de las emisiones:

- Avista Colombia S. A. S.

Avista es una sociedad comercial que se dedica a crear créditos de libranza para pensionados, maestros, policías y empleados. En el año 2020, año previo a la emisión, tuvo ingresos operacionales por valor de \$33.736.000.000 (UVT⁵: \$947.454).

La emisión se realizó en tres etapas. La primera, el 3 diciembre de 2021, por valor de \$11.600.000.000, con un plazo de tres años, con amortización al vencimiento y pago de intereses semestre vencido. La tasa de los bonos fue de 11,00 % EA, tasa fija, garantizada en un 70 % por el FNG.

El mecanismo de adjudicación de los bonos se hizo mediante demanda en firme; el agente estructurador líder fue el Grupo Bancolombia Capital y Exponencial Banca de Inversión; el agente colocador de la emisión fue Valores Bancolombia S. A. y BTG Pactual S. A., y el asesor legal fue Muñoz Aya.

Si bien no es requerido por ley, Avista optó por calificar sus títulos de deuda, los cuales obtuvieron una calificación A+. A diferencia de Ultracem, Avista no tiene representante legal de tenedores de bonos.

La segunda etapa tuvo lugar el 25 de febrero de 2022, por valor de \$22.800.000.000 y una tasa de 12,96 % EA. Las demás condiciones de la primera emisión se mantienen.

La tercera etapa tuvo lugar el cinco de abril de 2022, por valor de \$5.600.000.000 y una tasa 14 % EA. Las demás condiciones de la primera emisión se mantienen.

- Inverfam

Inverfam S. A. S., más conocida por su nombre comercial, Acierto Inmobiliario, es una sociedad colombiana que se dedica al negocio inmobiliario y de propiedad raíz.

⁵ Unidad de Valor Tributario. En el 2020 tuvo un valor de \$35.607.

En el año 2020 Inverfam tuvo ingresos operacionales por valor de \$22.044.000.000 (UVT: \$619.092).

La emisión se realizó el 18 de mayo de 2022 por valor de \$46.752.000.000 (pudiendo emitir un máximo de \$160.000.000.000 de valor nominal \$1.000.000), con un plazo de tres años, con amortización al vencimiento y pago de intereses semestre vencido. La tasa de los bonos fue de 16,9 % EA, tasa fija, garantizada en un 70 % por el FNG.

El mecanismo de adjudicación de los bonos se hizo mediante demanda en firme; el agente estructurador líder fue Grupo Bancolombia Capital S. A., el agente colocador de la emisión fue Valores Bancolombia S. A. y el asesor legal fue Gómez Pinzón.

Si bien no es requerido por ley, Inverfam optó por calificar sus títulos de deuda, los cuales obtuvieron una calificación AA-. Al igual que Avista, Inverfam no tiene representante legal de tenedores de bonos.

- Ultracem S. A. S.

Ultracem es una sociedad comercial cuya actividad económica principal es la fabricación y comercialización de materiales de construcción, entre ellos, cemento, cal y yeso. En el año 2020, año previo a la emisión, tuvo ingresos operacionales por valor de \$348.810.961.000 (UVT: \$9.796.134).

La emisión se realizó el 28 junio de 2021, por valor de \$77.500.000.000 (pudiendo emitir un máximo de \$120.000.000.000 de valor nominal \$1.000.000), con un plazo de cinco años, con amortización al vencimiento y pago de intereses semestre vencido. La tasa de los bonos fue de 9,00 % EA, tasa fija, garantizada en un 70 % por el FNG.

El mecanismo de adjudicación de los bonos se hizo mediante libros de ofertas en el segundo mercado; el agente estructurador y colocador de la emisión fue Credicorp Capital y el asesor legal fue Baker McKenzie.

Si bien no es requerido por ley, Ultracem optó por calificar sus títulos de deuda, los cuales obtuvieron una calificación AA. También decidió tener un representante legal de tenedores de bonos, el cual es Itaú Asset Management (Comunicación personal).

En la tabla 1 se presenta un resumen de lo descrito:

Tabla 1. Comparativo Emisiones S. A. S.

Razón social	Avista Colombia	Inverfam	Ultracem
Ingresos operacionales	\$33.736.000.000	\$22.044.000.000	\$348.810.961.000
Sector de la empresa	Servicios	Servicios	Manufacturero
Monto de ingresos en UVT	947.454	619.092	9.796.134
Tamaño de la empresa	Grande	Grande	Grande
Monto de la emisión	\$40.000.000.000	\$46.752.000.000	\$120.000.000.000
Monto demandado en la emisión	\$40.000.000.000	\$46.752.000.000	\$77.000.000.000
Plazo	3 años	3 años	5 años
Tasa	11 % EA; 12,96 % EA y 14 % EA. Ponderada: 12,54 % EA	16,9 % EA	9 % EA
Tipo de tasa	Tasa fija	Tasa fija	Tasa fija
Amortización	Al vencimiento	Al vencimiento	Al vencimiento
Pago de intereses	Semestre vencido	Semestre vencido	Semestre vencido
Garantía	70 % FNG - Tasa Anual 0,76 % de la emisión	70 % FNG - Tasa Anual 0,76 % de la emisión	70 % FNG - Tasa Anual 0,76 % de la emisión
Tipo de calificación	A+	AA-	AA
Estructurador y colocador	Grupo Bancolombia Capital S. A. y Exponencial/ Valores Bancolombia S. A. y BTG Pactual S. A.	Valores Bancolombia S. A. / Grupo Bancolombia Capital S. A.	Credicorp Capital

Asesor legal	Muñoz Aya	Gómez Pinzón	Baker McKenzie
Representante legal de tenedores de bonos	No se contrató	No se contrató	Itaú Asset Management Colombia S. A.

Fuente: elaboración propia.

3.6.2 Subcostos de la emisión

A partir de lo anterior, se evidencia que la financiación mediante emisión de títulos de deuda genera costos adicionales a los de la financiación tradicional; adicional a ello, también se nota que, a pesar de que el segundo mercado no exige ciertos requerimientos (*i. e.* representante legal de tenedores de bonos o la calificación de la emisión), los emisores igual optaron por dar cumplimiento a ellos.

Esto lleva a que en la emisión se deban considerar los costos hundidos, tales como: agente estructurador, agente colocador, calificación de los títulos, asesor legal, representante legal de tenedor de bonos, Deceval y registro en el RNVE.

De acuerdo con nuestro estudio de mercado de cada uno de estos rubros, estos costos hundidos ascienden a los siguientes valores:

- Agente estructurador: la tarifa promedio que se debe cobrar puede estar en un rango de 0,5 % y 0,7 % de la emisión.
- Agente colocador: la tarifa promedio que se debe cobrar puede estar en un rango de 0,5 % y 0,7 % de la emisión.
- Calificación de los bonos: la tarifa promedio está entre \$40.000.000 y \$60.000.000.
- Asesor legal: los honorarios promedio están entre \$80.000.000 y \$100.000.000.
- Cuota de afiliación a Deceval: este valor corresponde a un único pago por \$19.000.000.

- Cuota de sostenimiento: este valor corresponde al 0,0025 % sobre el patrimonio y se cancela de forma anual.
- Costo de inscripción en el RNVE: este valor corresponde al $0,01 \times 1.000$ sobre el valor de la emisión, con un tope máximo de 300 SMLMV.

Adicional a lo anterior, se evidencian costos operativos extras que se requieren para llevar a cabo la emisión, entre ellos: el gobierno corporativo, el revisor fiscal y el reporte de información financiera a las entidades de control e inversionistas.

Estos costos son variables y dependerán del tamaño y sector de la empresa, por lo que el análisis de mercado no arrojó resultados concluyentes.

Para el caso de las tres empresas bajo análisis, se demostró que tenían una estructura de gobierno corporativo y revisoría fiscal, con lo cual se estima que estos requerimientos no afectaron de manera sustancial, administrativa o económicamente el proceso de emisión.

Por último, la emisión tiene tres costos financieros asociados: el valor de la garantía, el valor de los intereses y el gravamen a los movimientos financieros.

Nótese entonces como estos requisitos de capital y administrativos hacen que este tipo de financiación sea más gravosa que la financiación tradicional. En efecto, con el fin de hacer una aproximación teórica a las tasas reales de colocación, en las cuales se consideran todos los costos directos e indirectos de la emisión, se realizó el cálculo de las tasas *all in cost* y se obtuvo el siguiente resultado (tabla 2):

Tabla 2. Comparativo tasa emisión vs all-in cost

Compañía	Tasa ofertada nominal	Tasa <i>all-in</i> nominal	Diferencia
Ultracem	8,65 % nominal	9,97 % nominal	1,32 % nominal
Inverfam	15,72 % nominal	17,75 % nominal	2,04 % nominal
Avista Colombia	11,87 % nominal	13,68 % nominal	1,81 % nominal

Fuente: elaboración propia.

A su vez, haciendo un análisis comparativo con las tasas reales de colocación de crédito comercial ordinario del Banco de la República de Colombia, en condiciones de plazos similares, notamos lo siguiente (tabla 3):

Tabla 3. Comparativo tasas de emisión vs. sistema financiero

Compañía	Fecha	Tasa de emisión	Tasa corporativa	Plazo
Ultracem	28/06/21	9 % EA	7,3 % EA	5 años
Avista Colombia	3/12/21	11 % EA	7,6 % EA	3 años
	25/02/22	12,96 % EA	8,3 % EA	
	5/04/22	14 % EA	10,3 % EA	
Inverfam	18/05/22	16,9 % EA	11,21 EA	3 años

Fuente: elaboración propia.

Nótese entonces que en estos casos la alternativa de financiación tradicional podía llegar a ser incluso más favorable que la alternativa de endeudamiento en el mercado de valores. Esto nos lleva a concluir que este mercado no tuvo la incidencia deseada ni logró los objetivos de liquidez en el mercado.

Se destaca de todo este proceso que el hecho de otorgar estas alternativas de financiación a las S. A. S. es un verdadero avance para el país en aspectos regulatorios, en la medida en que la gran mayoría de las sociedades en Colombia, en la actualidad, están constituidas bajo este tipo societario; no obstante, se denota una falta de conocimiento del mercado y, posiblemente, la existencia de costos financieros y temporales que impiden acceder a este mercado.

3.7 Análisis de caso práctico

Con el propósito de integrar a este trabajo de grado una perspectiva práctica, se concretaron reuniones con el equipo de Ultracem, y nos explicaron las razones por las cuales optaron por este mecanismo de financiación (Entrevista personal, 2022).

Sea lo primero destacar que la emisión de títulos de deuda de esta compañía no se originó en una verdadera necesidad de caja, como lo pretendía el Decreto 817 de 2020.

En efecto, conforme nos explicó la gerencia de esta entidad, esta sociedad ha tenido un crecimiento exponencial desde su constitución hace ocho años y, en el futuro, aspira a cotizar en la bolsa de valores. Así, la razón principal para acogerse a este mecanismo de financiación fue el poder demostrar una trayectoria en este mercado para lograr emisiones más favorables.

Por otro lado, también se destacó que en esta emisión no fue decisiva la tarifa que ofrecía el mercado, toda vez que la tarifa a la cual podían solicitar el mismo préstamo en el sector financiero era inferior a la cual pusieron los bonos, incluso sin considerar los costos adicionales de emisión.

En lo referente a los aspectos de gobierno corporativo y transparencia empresarial que se exigen para este tipo de emisiones, nos informaron que este proceso pudo efectuarse con mayor fluidez gracias a la institucionalidad que caracteriza a la compañía desde su constitución.

Si bien no es necesario en este tipo de entidades, al momento de optar por este mecanismo de financiación, Ultracem contaba con una junta directiva calificada, un revisor fiscal, certificaciones ISO de calidad e incluso se había solicitado la calificación de los títulos.

Todo eso permitió que el proceso de emisión no implicara una modificación integral al funcionamiento de la compañía ni la adición de personal y gestiones administrativas. En consecuencia, desde un punto de vista operativo, la emisión no significó un costo adicional al ya existente

4. CONCLUSIONES

A partir de lo desarrollado en el presente trabajo de grado, es posible concluir que el Decreto 817 de 2020 fue un esfuerzo regulatorio importante, pero no cumplió con los objetivos planteados por el Gobierno nacional.

Retomando la exposición de motivos del Decreto 817 de 2020, la habilitación de las S. A. S. para emitir títulos de deuda en el segundo mercado se efectuó con el propósito de mitigar el riesgo de insolvencia en el que se encontraban las sociedades del país, a causa de la pandemia del covid-19.

Recordemos que, de acuerdo con el estudio de insolvencia efectuado por la Superintendencia Financiera de Colombia, entre el 37 % y el 17,8 % de las empresas de la muestra analizada se encontraban en riesgo de insolvencia, y de estas, entre el 96 % y 98 % eran mipymes, por lo tanto, el Decreto 817 de 2020 estaba enfocado en dar liquidez a este tipo de empresas.

No obstante, los resultados evaluados en este trabajo demostraron que solo tres empresas lograron acceder a este mecanismo de financiación y que estas empresas son catalogadas como grandes empresas.

Lo que se logra señalar con este trabajo es que, si bien dicho mecanismo permite acceder a financiación, no fue eficiente para mitigar el riesgo de insolvencia ocasionado por el covid-19, pues no logró modificar la dinámica de flujo de caja de las empresas colombianas a gran escala.

Si bien no es dable a los autores especular sobre las razones que llevaron a las empresas a descartar esta alternativa, tras el análisis realizado es posible destacar ciertos factores que pudieron dificultar el acceso a este mecanismo de financiación:

En primer lugar, se encuentra el desconocimiento de la regulación cambiaria en Colombia. Este primer factor puede ser el principal detractor de quienes consideran alternativas de financiación, en la medida que requiere conocimiento del

funcionamiento del mercado de valores y sus instituciones, el cual es altamente técnico.

En segundo lugar, este mecanismo tiene un requerimiento de capital importante (*i.e.* costos de emisión y administrativos) que se deben cancelar con anticipación a la emisión, los cuales pueden estar entre los 180 y 200 puntos básicos adicionales a la tasa de colocación del bono. Esto hace que las empresas que tengan un flujo de caja bajo no puedan acceder a él o les sea más económico obtener el préstamo de forma directa sin cargos por estructuración y emisión.

Otro determinante puede ser el tiempo. Como se ha podido evidenciar, esta labor puede tardar incluso un año; esto implica que aquellas entidades que tengan requerimientos inmediatos de caja deban optar por alternativas que les permitan acceder con mayor rapidez a los recursos.

En resumen, se destaca que aquellas compañías a las cuales el mercado les otorgaría una tasa favorable son aquellas altamente institucionales, que tengan trayectoria en el mercado y las cuales no representen un riesgo significativo. Este tipo de características no se cumplen habitualmente en las mipymes y aún menos cuando se trata de aquellas constituidas bajo el tipo societario de S. A. S., las cuales, por ley, tienen una estructura organizacional flexible.

Esto lleva a que, aunque la ley lo permita, el mercado descarte la gran mayoría de mipymes al momento de considerar la compra de títulos de deuda, dados los bajos *ticket* de emisión y el plazo de la emisión (tres o cinco años), y aún más cuando están en riesgo de insolvencia.

En consecuencia, se concluye este trabajo de grado considerando que el esfuerzo institucional del país sí representó un avance importante, que se debería buscar implementar a largo plazo; sin embargo, también se evidenció que el mercado no tenía la suficiente madurez para permitir el desarrollo de esta propuesta, lo que llevó a que esta alternativa no fuera acertada para los objetivos planteados.

5. REFERENCIAS

- Asociación Nacional de Instituciones Financieras (ANIF). (s. f.). Gran Encuesta Pyme Nacional II. <https://www.anif.com.co/encuesta-mipyme-de-anif/gran-encuesta-pyme-nacional/>.
- Banco de la República (2018). Informe de estabilidad financiera. <https://www.banrep.gov.co/es/reporte-estabilidad-financiera>.
- Clavijo, S. (2014). Segundo mercado de capitales. *Enfoque de Valores*, 80, 3.
- Concepto 2010012904-002. Superintendencia Financiera (2010). https://xperta.legis.co/visor/legfinan/legfinan_6a4167b9be8e4a1ab5c028a08cf798df/legisnet-financiero-cambiario-y-bursatil/concepto-2010012904-002-de-2010-marzo-29-superintendencia-financiera.
- Fonseca Struss, A. F. y García Hernández, A. F. (2011). *La prohibición de inscripción de acciones en el mercado público de valores*. Pontificia Universidad Javeriana.
- Goldstein, E. y Ferraro, C. (2011). *Políticas de acceso al financiamiento para las pequeñas y medianas empresas en América Latina*. CEPAL.
- Laitón Ángel, S. y López Lozano, J. (2018). Estado del arte sobre problemáticas financieras en pymes: estudio para América Latina. *Revista Escuela de Administración de Negocios*, (85), 163-179. <https://doi.org/10.21158/01208160.n85.2018.2056>.
- Landa Díaz, H. y Silva Barrón, T. (2021). Impacto del desarrollo financiero en el crecimiento económico de América Latina. *Contaduría y Administración*, 66(4), 1-26.

Mendoza, Á. (2010). Antecedentes nacionales de la Ley 1258 de 2008. En F. Reyes Villamizar (Coord.), *Estudios sobre la sociedad por acciones simplificada*. Universidad Externado de Colombia.

República de Colombia (1971). Decreto 410 de 1971.
http://www.secretariassenado.gov.co/senado/basedoc/codigo_comercio.html.

República de Colombia (1991). *Constitución Política de Colombia*.
<https://www.suin-juriscol.gov.co/viewDocument.asp?ruta=Constitucion/1687988>.

República de Colombia (2005). Congreso de Colombia. Ley 964 de 2005.
https://www.redjurista.com/Documents/ley_964_de_2005_congreso_de_la_republica.aspx#/.

República de Colombia (2008). Congreso de Colombia. Ley 1258 de 2008.
<https://www.funcionpublica.gov.co/eva/gestornormativo/norma.php?i=3413>.

República de Colombia (2010). Decreto 2555 de 2010.
<https://www.funcionpublica.gov.co/eva/gestornormativo/norma.php?i=40032>

República de Colombia (2020a). Ministerio de Hacienda y Crédito Público. Decreto Legislativo 817 de 2020.
<https://dapre.presidencia.gov.co/normativa/normativa/DECRETO%20817%20DEL%204%20DE%20JUNIO%20DE%202020.pdf>.

República de Colombia (2020b). Ministerio de Hacienda y Crédito Público. Decreto 1291 de 2020.
<https://dapre.presidencia.gov.co/normativa/normativa/DECRETO%201291%20DEL%2028%20DE%20SEPTIEMBRE%20DE%202020.pdf>

- Reyes Villamizar, F. (2011). Sociedad por acciones simplificadas: una alternativa útil para los empresarios latinoamericanos. *THEMIS Revista de Derecho*, (59), 73-87.
- Serrano-Rodríguez, J. (1996). Los bonos como instrumentos de financiamiento y su aplicación al contexto colombiano. <https://www.repository.fedesarrollo.org.co/handle/11445/1506>.
- Superintendencia de Valores (2000). Resolución 334 de 2000. https://xperta.legis.co/visor/legcol/legcol_75992041a78ef034e0430a010151f034/coleccion-de-legislacion-colombiana/resolucion-334-de-2000.
- Superintendencia Financiera de Colombia (2010). *Superintendencia Financiera de Colombia*. Superintendencia Financiera de Colombia. https://www.superfinanciera.gov.co/ABCD/superfinanciera/php/buscar_integrada.php.
- Superintendencia Financiera de Colombia (2018). Resolución 1875 de 2018. https://xperta.legis.co/visor/legcol/legcol_d83099216e7a45229fbbc7e3e75edc97/coleccion-de-legislacion-colombiana/resolucion-1875-de-diciembre-27-de-2018.
- Valderrama, A., González, C. y Miguélez, J. (2015). *Mercado de deuda privada en Colombia*. Bolsa de Valores de Colombia.
- Vera-Colina, M. A., Melgarejo-Molina, Z. A. y Mora-Riapira, E. H. (2014). Acceso a la financiación en pymes colombianas: una mirada desde sus indicadores financieros. *Innovar*, 24(53), 149-160.