

ANALISIS COMPARATIVO DE LAS TASAS DE LAS PRINCIPALES  
EMISIONES DE BONOS DE DEUDA PRIVADA Y TASAS DE INTERÉS DE  
CREDITOS FINANCIEROS EFECTUADOS EN COLOMBIA PARA EL  
PERIODO COMPRENDIDO ENTRE 2007 Y 2008

JOHN RAMIREZ SILVA

johnramirezs@hotmail.com

EDGARD QUIROGA AARON

edgard\_quiroga@hotmail.com

UNIVERSIDAD DE LA SABANA  
FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS Y ADMINISTRATIVAS  
ESPECIALIZACION DE FINANZAS Y MERCADO DE CAPITALES  
PUENTE DEL COMUN ENERO DE 2009

ANALISIS COMPARATIVO DE LAS TASAS DE LAS PRINCIPALES  
EMISIONES DE BONOS DE DEUDA PRIVADA Y TASAS DE INTERÉS DE  
CREDITOS FINANCIEROS EFECTUADOS EN COLOMBIA PARA EL  
PERIODO COMPRENDIDO ENTRE 2007 Y 2008

JOHN RAMIREZ SILVA  
EDGARD QUIROGA AARON

Tesis para optar al título de Especialista en Finanzas y Mercado de Capitales

ASESOR:  
OSCAR MONTILLA

UNIVERSIDAD DE LA SABANA  
FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS Y ADMINISTRATIVAS  
ESPECIALIZACION DE FINANZAS Y MERCADO DE CAPITALES  
PUENTE DEL COMUN ENERO DE 2009

## LISTA DE TABLAS

<b>Tabla 1.</b> Cronograma Proceso de Inscripción y emisión .....	38
<b>Tabla 2.</b> Escalas de calificación de Riesgo crediticio de largo plazo para Bonos de deuda privada .....	44
<b>Tabla 3.</b> Tabla de tarifas para calificación de emisiones.....	45
<b>Tabla 4.</b> Emisiones de Bonos de deuda privada realizadas en el 2007 – 2008 .....	47
<b>Tabla 5.</b> Costos para realizar una emisión de bonos de deuda privada en Colombia .....	48
<b>Tabla 6.</b> Clasificación de las empresas año 2008 .....	50
<b>Tabla 7.</b> Tasas redescuento Bancoldex para capital de trabajo y consolidación de pasivos año 2008.....	61
<b>Tabla 8.</b> Características de Emisiones de Bonos y Créditos Bancarios .....	71

## LISTA DE FIGURAS

<b>Figura 1.</b> Proceso de Inscripción y emisión tiempos estimados .....	36
<b>Figura 2.</b> Diagrama proceso de emisión .....	37
<b>Figura 3.</b> Volúmenes de créditos desembolsados por modalidad años 2007 y 2008 .....	57
<b>Figura 4.</b> Tasas promedio de desembolsos bancarios para los años 2007 y 2008.....	59
<b>Figura 5.</b> Comparativo de tasas para las diferentes modalidades de crédito en el 2007 y 2008 a un plazo de 5 años .....	72
<b>Figura 6.</b> Comparativo de tasas para las diferentes modalidades de crédito en el 2007 y 2008 a un plazo de 10 años .....	73
<b>Figura 7.</b> Créditos desembolsados vs Bonos deuda privada en monto .....	74
<b>Figura 8.</b> Comparativo tasas todo costo según tipo de financiación plazo 5 años.....	75
<b>Figura 9.</b> Comparativo tasas todo costo según tipo de financiación plazo 10 años.....	77

## CONTENIDO GENERAL

LISTA DE TABLAS .....	3
LISTA DE FIGURAS.....	4
GLOSARIO .....	7
INTRODUCCION .....	12
CAPITULO I .....	15
1 PROBLEMA DE LA INVESTIGACION.....	16
1.1 Descripción del problema.....	16
1.2 Justificación y delimitación del problema.....	17
2 OBJETIVOS .....	18
2.1 Objetivo general .....	18
2.2 Objetivos específicos.....	18
3 MARCOS DE REFERENCIA DEL PROYECTO.....	20
3.1 Marco teórico .....	20
3.2 Marco legal.....	21
3.3 Marco conceptual .....	22
4 METODOLOGIA .....	23
4.1 Tipo de investigación .....	23
4.2 Población y muestra .....	23
4.3 Recolección de información.....	23
CAPITULO II.....	26
1 VALORES EN EL MERCADO DE CAPITALES COLOMBIANO.....	27
1.1 Bonos:.....	28
1.2 Papeles comerciales.....	29
1.3 Certificados de depósitos a término .....	29
1.4 Aceptaciones bancarias .....	29
2 EMISIÓN DE BONOS CORPORATIVOS DE DEUDA PRIVADA EN EL MERCADO DE CAPITALES.....	30
2.1 Requisitos para la inscripción ante el RNVE.....	31
2.2 Requisitos para la inscripción de los valores en la Bolsa de Valores de Colombia BVC.....	33
2.3 Requisitos fundamentales para una emisión de Bonos Deuda Privada.....	39
2.4 Requisitos para obtener una calificación de riesgo ante las compañías calificadoras de riesgo.....	39
CAPITULO III.....	49
1. CRÉDITOS FINANCIEROS EN COLOMBIA .....	50
1.1 Crédito preferencial o corporativo .....	51
1.2 El crédito de cartera ordinaria.....	52

1.3	Créditos de tesorería .....	55
1.4	Créditos Bancoldex.....	60
1.5	Créditos sindicados .....	65
1.6	Club deal .....	68
CAPITULO IV.....		69
1	ANÁLISIS COMPARATIVO DE LOS BONOS DE DEUDA PRIVADA Y LAS TASAS DE COLOCACIÓN DE CRÉDITOS FINANCIEROS .....	70
2.	CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES .....	79
2.1	Conclusiones Generales .....	79
2.2	Recomendaciones Generales.....	81
3.	BIBLIOGRAFIA .....	83
ANEXOS .....		84

## GLOSARIO<sup>1</sup>

- **Bolsa de valores:** Establecimiento privado autorizado por el gobierno nacional donde se reúnen los miembros que la conforman con el fin de realizar las operaciones de compra venta de títulos valores por cuenta de sus clientes.
- **Bono:** Valor representativo de una parte proporcional de un crédito colectivo constituido a cargo de bien sea de una empresa privada o una entidad pública.
- **Bonos convertibles en acciones:** Valores que confieren prerrogativas propias de los bonos ordinarios y adicionalmente dan a sus propietarios el derecho o la opción de convertirlos total o parcialmente en acciones de la respectiva sociedad emisora
- **Calificadoras de riesgo:** Empresas especializadas en el estudio del riesgo de una emisión de títulos valores y la solvencia de la compañía emisora .- Emiten una calificación que es utilizada como indicador de la calidad de los títulos y facilita a los agentes la diversificación del portafolio entre rentabilidad y riesgo.
- **Crisis Financiera:** Se denomina crisis financiera a la pérdida de confianza e incertidumbre generalizada sobre la solidez y la capacidad de respuesta del sector financiero frente a sus acreedores.
- **Deceval:** Depósito Centralizado de Valores S.A. Entidad encargada de recibir en depósito valores que se encuentran inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios para cumplir con la labor de administrarlos por medio de un sistema computarizado de alta tecnología,

---

<sup>1</sup> Conceptos tomados de la Bolsa de Valores de Colombia [www.bvc.com.co](http://www.bvc.com.co)

que garantiza la seguridad de los títulos y elimina los riesgos asociados con el manejo físico de los mismos.

- **Demanda:** Es la manifestación de la voluntad de compra de un número de unidades de un valor a un precio dado en el mercado de valores, expresada por un comisionista siguiendo ordenes recibidas de este.
- **Emisión:** Conjunto de títulos valores, efectos de comercio que se crean para ponerlos en circulación
- **Fecha de vencimiento:** Fecha en la que termina la obligación del emisor y reintegra el capital al tenedor del título.
- **Inflación:** Mide el crecimiento del nivel general de precios de la economía.- La inflación es calculada mensualmente por el DANE sobre los precios de una canasta básica de bienes y servicios de consumo para familias de ingresos medios y bajos.- Con base en estas se calcula un índice denominado IPC (índice de precios al consumidor).- La inflación corresponde a la variación periódica de este índice.
- **Interés:** Es el costo que se paga a un tercero por utilizar recursos monetarios de su propiedad.- Es la remuneración por el uso del dinero
- **Inversionista:** Persona natural o jurídica que realiza inversiones que son una forma de darle uso productivo a sus recursos de forma eficiente con el fin de obtener mas dinero.
- **Letras de Cambio:** Es un documento de crédito en el cual participa un girador que ordena a un aceptante pagar un determinado monto de dinero al beneficiario de esta en una fecha determinada
- **Maduración:** Fecha en la cual se vence un bono, préstamo o deuda, y por lo tanto se debe pagar el capital del mismo.
- **Mercado de capitales:** Es el conjunto de mecanismos a disposición de una economía para cumplir la función básica de la asignación y distribución en el

- **Mercado de valores:** Es el conjunto de oferta y demanda de valores de corto, mediano y largo plazo emitidos por empresas privadas, públicas y mixtas entre otras cuya característica es el establecimiento de una vinculación directa entre el inversionista y la empresa
- **Obligaciones Bancarias:** Término que designa las obligaciones que tiene una empresa con los bancos y corporaciones crediticias
- **Oferta Pública de Adquisición:** Operación bursátil que consiste en que un individuo o una sociedad ofrece a los accionistas de una empresa que cotiza en bolsa adquirir sus títulos a un precio superior al del mercado. Esta operación se conoce con la sigla OPA.
- **Oferta pública de valores:** Es la manifestación dirigida a personas no determinadas o a cien o más personas determinadas, con el fin de de suscribir, enajenar o adquirir documentos emitidos en serie o en masa que otorguen a sus titulares derechos de crédito de participación y de tradición o representativo de mercancías.
- **Papeles comerciales:** Son pagarés ofrecidos públicamente en el mercado de valores y emitidos por sociedades anónimas, limitadas y entidades públicas. Estos títulos se emiten a plazos inferiores a 1 año.
- **Prima:** Es el precio que se paga por la cesión de un derecho .
- **Prospecto de colocación:** Documento en el cual se establecen las características de los títulos, las condiciones de la emisión y la información relevante sobre la empresa emisora. Es requerido por la Superfinanciera para autorizar una oferta pública de valores.

- **Rendimiento:** Es la ganancia en dinero, bienes o servicios que una persona o empresa obtienen de sus actividades industriales, agrícolas, profesionales o de transacciones mercantiles o civiles.
- **Riesgo de mercado:** Es el riesgo generado por cambios en las condiciones generales del mercado frente a las de inversión.
- **Superintendencia de valores:** Es una entidad de servicio que tiene como fin especial organizar, regular y promover las actividades realizadas a través del mercado público de valores así como efectuar el seguimiento y supervisión de de los agentes que actúan en dicho mercado.
- **Tasa de interés:** Tasa que representa el costo de uso del dinero, es el precio del dinero en el mercado financiero.
- **Títulos de renta fija:** Se denominan también de contenido crediticio incorporan un derecho de crédito por lo tanto obligan y dan derecho a una prestación en dinero, es decir tienen por objeto el pago de moneda.
- **Títulos de renta variable:** Son conocidos como corporativos o de participación incorporan una cantidad de derechos patrimoniales en una sociedad de capital tales como el de percibir una parte proporcional de los dividendos y el de recibir una proporción del capital al momento de la liquidación de la sociedad.
- **Tasa facial:** Tasa de interés nominal del título que corresponde al porcentaje que le reconocerá el emisor al tenedor del mismo y que viene determinada en la cara del título.
- **Título valor:** Son documentos necesarios para legitimar el ejercicio del derecho literal y autónomo que en ellos se incorpora pueden ser de contenido crediticio, corporativo o de participación y de tradición o representativo de mercancías.

- **Underwriting:** Es una operación realizada a través de la Banca de inversión mediante la cual sola u organizada en consorcio se compromete a colocar una emisión o parte de ella para posterior reventa en el mercado.
- **Underwriting al mejor esfuerzo:** El colocador se compromete con la empresa emisora a realizar su mejor esfuerzo a fin de colocar los títulos entre el público inversionista.
- **Underwriting en firme:** El colocador suscribe o adquiere la totalidad o parte de una emisión de títulos obligándose a ofrecerlos al público inversionista.
- **Underwriting garantizado:** El colocador garantiza ante el emisor de los títulos la colocación de los mismos dentro de un plazo determinado con el compromiso de adquirir el remanente no colocado en dicho caso
- **Valor:** Todo derecho de naturaleza negociable que haga parte de una emisión cuando tenga por objeto o como efecto la captación de recursos del público.

## INTRODUCCION

El Mercado de capitales a nivel mundial ha experimentado durante las últimas décadas un importante crecimiento impulsado de la mano con un desarrollo tecnológico sostenido que ha ayudado a la globalización de los mercados.

Las tradicionales formas de financiación se han visto enfrentadas, y de cierta forma competidas por diferentes alternativas que ofrece el mercado de capitales a través del sector bursátil que han permitido a las compañías contar con otras opciones de financiación y tener una dependencia cada vez menor del sector financiero.

Las emisiones de valores en Colombia no se han quedado atrás, cada vez son más las compañías que empiezan a plantear dentro de su planeación financiera, la alternativa de emitir toda clase de bonos, papeles comerciales y acciones entre otros, dejando de ser esta una actividad casi única de las entidades estatales como mecanismo para captar dinero de los inversionistas y financiar sus presupuestos.

Las variables económicas de la economía, como inflación, crecimiento, PIB, son determinantes en la toma de casi todas las decisiones financieras de una compañía, y en especial las relacionadas con la emisión de valores; en periodos como el actual en donde la crisis financiera a nivel mundial ha enfrentado al sector corporativo a dificultades en la consecución de recursos, el mercado tiende a preferir emisiones de corto plazo ante la incertidumbre de la viabilidad financiera de las compañías en el mediano plazo.

En el mercado de capitales colombiano, sectores como el bancario y el de fondos de pensiones marcan la pauta del comportamiento y liquidez de las diferentes referencias de negociación en el mercado bursátil, al punto que durante casi todo el año de 2008, las negociaciones de títulos de deuda privada y del estado en el mercado colombiano disminuyeron dramáticamente acompañadas del alza sostenida de las tasas de interés de Banco República.

Como respuesta al panorama pesimista a nivel mundial, desencadenado por la crisis subprime en Estados Unidos y sus efectos en nuestro mercado, el sector financiero colombiano ha restringido el ritmo de colocación de líneas de crédito, situación que poco a poco generará unos excedentes de tesorería que al no ser canalizados nuevamente a la colocación en créditos, son reinvertidos en alternativas de inversión en el mercado bursátil trayendo nuevamente dinamismo a este mercado.

Es de suma importancia para toda aquella persona o institución que de alguna forma tenga algún vínculo con el mercado financiero y de capitales conocer todas las alternativas de financiación a las que puede acceder para poder evolucionar a la par con la comportamiento del mercado.

Con este trabajo de investigación introduciremos al lector inicialmente en todo lo relacionado con las alternativas de financiación a las que puede acceder; luego pasaremos al mercado de capitales abordando el tema de emisiones de valores; específicamente emisión de Bonos; requisitos, pasos, herramientas que ofrece la Bolsa de Valores de Colombia, Calificadoras de riesgo, posteriormente analizaremos los tipos de créditos financieros existentes sus características, tasas y montos colocados, para llegar finalmente a mostrar cifras comparativas

entre las líneas de crédito existentes y las emisiones realizadas en Colombia en los dos últimos años (2007 y 2008).

Buscamos con toda esta información proporcionar una herramienta de consulta en la que se puedan establecer los parámetros mínimos que se necesitan en la toma de una decisión de financiación, para optar por la alternativa del sistema financiero bancario o del mercado de capitales.

## **CAPITULO I**

# 1 PROBLEMA DE LA INVESTIGACION

## 1.1 Descripción del problema

A pesar que existe amplia información respecto de estructuras de financiación a través del mercados de capitales y de créditos bancarios no se encuentra compilada en un solo análisis que le permita a una compañía obtener las suficientes herramientas de información para tomar la mejor decisión de financiación ya sea vía una Emisión de bonos de deuda privada u apalancándose con un crédito financiero.

Las empresas del sector real necesitan conocer los pasos necesarios para financiarse mediante el mercado de capitales, en cuanto al proceso, requerimientos, y alternativas existentes en la estructuración de una emisión de bonos de deuda privada, al igual que los requerimientos y condiciones para obtener un crédito financiero y con esto ayudar a crear conciencia de las ventajas financieras a las que acceden.

Es un trabajo de investigación donde a la vez se realizará un análisis comparativo de las diferentes emisiones de Bonos que se han desarrollado en Colombia para el 2007 y 2008 en términos de primas y márgenes respecto a las tasas de interés Activas de los Bancos Comerciales para los plazos determinados en estas emisiones.

## **1.2 Justificación y delimitación del problema**

El público en general (Empresarios, profesores, estudiantes, especialistas, etc) deben entender los beneficios, fortalezas y debilidades de las Emisiones de Bonos de deuda privada en Colombia generando con este proyecto una fuente de información que justificará que no solo los créditos bancarios son la fuente más apropiada de financiación de una compañía sino que también existen otras estructuras de financiación como son los bonos de deuda privada. Se definirá como se puede estructurar esta emisión, quienes participan en estos programas, cuánto tiempo puedo gastar, que costos asociados hay a este tipo de emisiones, ventajas en términos de precio y como es comparable con una financiación vía crédito bancario.

Con éste análisis esperamos generar la información necesaria para explicar y dar criterios de decisión a una persona que pueda proponer la estructura de financiación que mas se acomode a los requerimientos de una compañía generando un mayor conocimiento de las empresas, financiación para proyectos y crecimiento económico.

Adicionalmente servirá de instrumento para conocer con una mayor profundidad el mercado de inversión y generar mayores posibilidades de diversificación de las inversiones.

## **2 OBJETIVOS**

### **2.1 Objetivo general**

Entregar información al sector empresarial que sea de ayuda para conocer las bondades y debilidades al obtener una financiación por medio del mercado de capitales o a través de las tradicionales formas de financiación en el mercado bancario dando la suficiente información relevante para que una compañía pueda determinar en un principio si le es más conveniente financiarse con una emisión de bonos de deuda privada o tomar un crédito bancario.

Como resultado de la anterior introducción, sustentando el análisis objeto de este estudio y con el fin de dar herramientas adicionales a la compañía en la toma de decisión de financiación se efectuará un análisis comparativo de la evolución de las emisiones de bonos de deuda privada para los años 2007 y 2008 comparándolo con las tasas, costos y condiciones de los créditos bancarios para el mismo periodo.

### **2.2 Objetivos específicos**

Describir los requisitos necesarios, costos, ventajas, desventajas de buscar una financiación a través de una Emisión de Bonos de deuda privada en Colombia proporcionando de ésta manera una fuente de información de fácil acceso al público donde podrán encontrar las herramientas necesarias para poder facilitar la toma de decisiones financieras con información actualizada y relevante.

Con la información de los principales Intermediarios del Sistema Financiero se realizará un análisis de los tipos de crédito financiero, requisitos, garantías y tasas de operaciones colocadas para el periodo de 2007 y 2008 buscando brindar la suficiente información actualizada a las compañías de la situación presente de este mercado.

Se efectuará un proceso de recolección de información referente a las tasas y condiciones de las principales emisiones de deuda privada y las tasas de intereses de los créditos financieros.

Se efectuará un análisis comparativo de la evolución de las emisiones de bonos de deuda privada para los años 2007 y 2008 como una forma de financiación existente en el mercado de valores de Colombia comparándolo con las tasas y condiciones de los créditos bancarios para el mismo periodo.

Con éste análisis se tratará de dar la suficiente información para guiar a las empresas, en la toma de decisiones para acceder al Mercado de Capitales como emisores de Bonos de Deuda privada logrando así una mayor dinámica y desarrollo del mismo en Colombia o para delimitar hasta donde es conveniente para la empresa financiarse a través de un crédito bancario.

Se mostrará las tendencias y la relación que existe entre las tasas y costos de las principales emisiones y las tasas y costos de un crédito bancario con el fin de poder determinar cuál es la brecha entre las mismas y realizar así las respectivas conclusiones y recomendaciones con base en todo el análisis desarrollado en éste documento.

### **3 MARCOS DE REFERENCIA DEL PROYECTO**

#### **3.1 Marco teórico**

Bonos son títulos de deuda de renta fija que podrán ser emitidos por el Estado, un gobierno regional, por un municipio o por una empresa industrial, comercial o de servicios con el propósito de obtener fondos de los mercados financieros, donde el emisor se compromete a devolver el capital y los intereses en un periodo determinado.

Las Emisiones de bonos son la forma más utilizada en la consecución de dinero a largo plazo por parte de las grandes empresas.

Deuda Privada se puede definir como aquella deuda que procede de los mercados financieros y es emitida por el Sector Empresarial e Industrial principalmente

Las Emisiones de Deuda privada son el mecanismo por el cual una empresa obtiene una financiación por parte de inversionistas con una serie de condiciones de plazo, tasa y monto definidas por la empresa a través de la emisión de títulos valores de contenido crediticio.

El crédito es una operación o transacción de riesgo en la que el acreedor o prestamista otorga un capital al tomador del crédito o deudor prestatario, con la

seguridad que este último cumplirá en el futuro con sus obligaciones de pagar el capital recibido más los intereses pactados.

La tasa de interés es el porcentaje al cual está invertido o un capital en un tiempo determinando siendo este el precio del dinero. Esta tasa de interés esta determinada por el riesgo asumido y la ganancia esperada. Este precio del dinero se debe pagar o cobrar por tomarlo prestado o cederlo en préstamo en una situación determinada.

### **3.2 Marco legal**

La normatividad para emitir cualquier título está reglamentado por la resolución 400 de 1995 capítulo de Ofertas Públicas la cual se ha venido actualizando hasta la fecha y está enmarcada bajo los lineamientos de la Superintendencia Financiera y la Bolsa de Valores de Colombia. Con estas fuentes principales de información se podrán hacer una serie de comparativos con el fin de plasmar en este documento la evolución de las emisiones de Bonos de deuda privada para los años 2007 y 2008 y la flexibilización de los procesos para tener así un documento de fácil consulta para tomar una decisión financiera acertada.

### **3.3 Marco conceptual**

Con el fin de dar claridad de la estructura de análisis que vamos a desarrollar y con el fin de cumplir con los objetivos generales y específicos abordaremos toda la información estadística y de estudios desarrollados por diferentes entidades financieras, economistas y estudiosos del tema que nos llevaran a utilizar y sacarle el mayor provecho a la información relevante del mercado de emisores para así poder determinar la evolución de las principales características de los bonos en términos de emisores, montos colocados, tipos de títulos colocados, tasas, márgenes y montos demandados entre otros.

## **4 METODOLOGIA**

### **4.1 Tipo de investigación**

En ésta tesis utilizaremos tipo de investigación aplicada ya que recurriremos a todos los conocimientos obtenidos en el área financiera y de mercado de capitales en razón a las actividades que desarrollamos, buscando que con la teoría y las diferentes fuentes de información se pueda plasmar un documento que sirva como herramienta de consulta a las compañías para tomar decisiones respecto a modelos de financiación.

### **4.2 Población y muestra**

Este análisis comparativo está enfocado a compañías medianas, grandes y conglomerados económicos del sector empresarial en Colombia que tenga intenciones de buscar una alternativa o estructura de financiación para su compañía de acuerdo a la capacidad, estructura financiera de la compañía y proyecto a financiar.

### **4.3 Recolección de información**

Fase 1. Recolección de información

Se realizará un proceso de investigación buscando las diferentes fuentes de información relacionadas con las emisiones de Bonos en Colombia sus requisitos, pasos, cualidades y plazos logrando plasmar así un documento de fácil acceso y rápido entendimiento.

#### Fase 2. Recolección de información

Se realizará un proceso de investigación para determinar cuales fueron las emisiones de bonos realizadas en Colombia en los años 2007 y 2008 identificando así sus características en términos de precios, plazos, tasas, demanda, liquidez entre otros.

#### Fase 3. Recolección de información

Se realizara un proceso de investigación para establecer cuales fueron los niveles de tasas de crédito en el mercado financiero y bajo que tendencias y curvas se movieron en el periodo comprendido entre 2007 y 2008

#### Fase 4. Análisis

Se realizará un análisis de la información recolectada en las 3 primeras fases de investigación para así poder generar el estudio comparativo enmarcado en la fase 5

## Fase 5. Estudio Comparativo

Se hará un análisis comparativo respecto a las características que tuvieron estos Bonos de deuda privada con las tasas de colocación de créditos, para determinar así que tan competitivos en términos de tasas y costos fueron colocadas estas emisiones.

## Fase 6. Conclusiones y recomendaciones

De acuerdo al resultado del análisis comparativo entre emisiones de bonos de deuda privada y créditos bancarios se planteará unas conclusiones y propondremos unas recomendaciones de financiación para los diferentes tipos de compañías según sea su tamaño y estructura financiera.

## **CAPITULO II**

## 1 VALORES EN EL MERCADO DE CAPITALES COLOMBIANO

Para detallar cuáles valores se negocian en el mercado de capitales colombiano, iniciemos determinando el significado de “valor”, el cual la ley 964 de 2005 denomina como “todo derecho de naturaleza negociable que haga parte de una emisión, cuando tenga por objeto o como efecto la captación de recursos del público”.

Otro concepto de “valor” es: Un derecho sobre el ingreso futuro del emisor o sobre sus activos<sup>2</sup>

Para diferenciar los valores de los “títulos valores”, la misma ley especifica que los valores no contemplan características de los títulos como la acción cambiaria de regreso<sup>3</sup> y acción reivindicatoria<sup>4</sup> entre otras estipuladas.

Existen en los Valores las siguientes clasificaciones<sup>5</sup> las cuales incluyen todos los valores que se negocian en el mercado y que se detallaran mas adelante.:

- a) Según el derecho que incorporan.
- b) Según la forma de determinar sus rendimientos.
- c) Según la forma en que se transfieren.

En la forma de determinar sus rendimientos los valores se clasifican en renta fija y renta variable; es de aclarar que nos centraremos en los valores de renta fija

---

<sup>2</sup> Frederic S Mishkin, Moneda, banca y mercados financieros, octava edición.

<sup>3</sup> Derecho que el tenedor de un título valor realiza contra el obligado directo o sus avalistas (endosantes)

<sup>4</sup> Posibilidad del tenedor de un título de iniciar acción judicial para que le restituyan un título valor que por alguna acción ilícita o por extravío está en poder de un tercero.

<sup>5</sup> Guia de Valores del Mercado Colombiano-Colombia Capital capitulo 3.1.1

para llegar finalmente a nuestro tema de interés respecto a las tasas de emisión de bonos en nuestro mercado.

A continuación se mencionan y definen los principales valores de renta fija que se negocian en el mercado de capitales colombiano<sup>6</sup>, siendo el que mas nos interesa para efectos de esta investigación el primero de ellos:

### **1.1 Bonos:**

Son instrumentos de endeudamiento que debe hacer pagos en forma periódica durante un período de tiempo específico<sup>7</sup>.- La Guía de Valores del Mercado Colombiano, establece que son valores de renta fija que representan una parte proporcional de un crédito colectivo a cargo de un emisor; no obstante pueden tener una parte variable como es el caso de los bonos convertibles en acciones, pueden ser nominativos o al portador y son negociables en un periodo mínimo de maduración o vencimiento inferior a un año.- Son siete los principales tipos de bono que se ofrecen y negocian en el mercado financiero colombiano:

- Bonos Ordinarios
- Bonos convertibles en acciones (BOCEAS)
- Bonos de riesgo (Creados por la ley 550 de 1999)
- Bonos Sindicados
- Bonos de Organismos Multilaterales.
- Bonos hipotecarios.

---

<sup>6</sup> Tomado de la Guía de Valores del Mercado Colombiano

<sup>7</sup> Frederic S Mishkin, Moneda ,banca y mercados financieros, octava edicion.

## **1.2 Papeles comerciales**

Son pagarés emitidos de forma masiva con el fin de ser ofrecidos en el mercado de valores; pueden ser emitidos por cualquier persona en capacidad de emitir, menos los patrimonios autónomos; entre los requisitos para poder emitir los papeles comerciales se pueden mencionar por ejemplo que el plazo debe ser mayor a 15 días y menor a un año, el monto no puede ser menor a 2.000 salarios mínimos legales mensuales, y los recursos que se capten por la colocación de los papeles no pueden ser destinados a la realización de actividades propias de establecimientos de crédito ni a la adquisición de acciones o bonos convertibles en acciones.

## **1.3 Certificados de depósitos a término**

Únicamente pueden ser emitidos por los bancos comerciales, corporaciones financieras y compañías de financiamiento comercial<sup>8</sup> deben ser a un plazo inferior a un mes<sup>9</sup> y representan el capital recibido por la entidad.

## **1.4 Aceptaciones bancarias**

Son letras de cambio en las que una entidad financiera acepta y se obliga directamente de las obligaciones respectivas.

---

<sup>8</sup> Establecido por el decreto 663 de 1993 (Estatuto Orgánico del sistema financiero)

<sup>9</sup> Establecido por el decreto 2423 de 1993

## **2 EMISIÓN DE BONOS CORPORATIVOS DE DEUDA PRIVADA EN EL MERCADO DE CAPITALES.**

En el mercado financiero se encuentran dos sectores participantes, los superavitarios (dueños de los recursos de capital) y deficitarios (los que presentan la necesidad de conseguir recursos de capital); entre estos dos sectores, superavitarios y deficitarios existen transferencias de recursos, las cuales como vimos en el capítulo anterior se pueden dar a través del mercado bancario o a través del mercado de valores.

En el mercado bancario la transferencia de recursos entre ambos sectores se realiza con la participación de intermediarios financieros como son bancos, corporaciones y otras entidades ya definidas anteriormente.

En el mercado de capitales colombiano existe una alternativa diferente a las opciones de financiación ofrecidas por el sistema bancario; se trata de la posibilidad que tienen las compañías de acceder a la financiación mediante la emisión de valores, procedimiento a través del cual la transferencia de recursos entre los sectores se realiza por medio de intermediarios existentes en el mercado de valores.

Para acceder al mercado de valores con una emisión de títulos, encontramos que la resolución 400 de 1995 establece en el artículo 1.1.1.2 la conformación del Sistema Integral de Información del Mercado de Valores –SIMEV- el cual según el mismo artículo en su numeral ( a.) acoge el Registro Nacional de Valores y Emisores -RNVE- que tiene por objeto "inscribir las clases y tipos de valores así como los emisores de los mismos y las emisiones que estos

efectúen, y certificar lo relacionado con la inscripción de dichos emisores clases y tipos de valores ".

La información consignada en el SIMEV es de carácter público y queda al acceso de cualquier persona que quiera consultarla siempre y cuando no se viole el principio de revelación dirigida establecido en el artículo 51 de la Ley 964 de 2005<sup>10</sup>.

Para una emisión de Bonos de deuda privada se deben cumplir con los siguientes requisitos:

- Requisitos para la inscripción ante el RNVE
- Requisitos para la inscripción de los valores en la BVC
- Requisitos Fundamentales
- Requisitos para obtener una calificación de riesgo ante las compañías calificadoras de riesgo

## **2.1 Requisitos para la inscripción ante el RNVE**

Para la inscripción ante el RNVE se debe remitir a la Superintendencia Financiera –SFC- la correspondiente solicitud de inscripción suscrita por el representante legal de la entidad junto con los siguientes requisitos en el caso de empresas del sector real<sup>11</sup>

---

<sup>10</sup> Define el artículo 51 de la Ley 964 de 1995 numeral c) el principio de revelación dirigida como aquel a través del cual la Superfinanciera podrá determinar el momento en que divulgará al público determinada sanción en los casos en los que la revelación de la misma pueda poner en riesgo la estabilidad del mercado

<sup>11</sup> Requisitos contemplados en el artículo 1.1.2.3 de la resolución 400 de 1995

- a) Formulario de Inscripción, según el formato establecido por la SFC
- b) Copia del acta de la Asamblea General de Accionistas donde conste la decisión de inscripción. La decisión de inscripción de acciones deberá adoptarse por la Asamblea General de Accionistas con el quórum y las mayorías establecidas en la ley o los estatutos sociales para las reformas estatutarias.
- c) Dos ejemplares del Prospecto de Información.
- + Art. 1.1.2.4 de Resolución 400/95
  - + Resol. 2375/2006 SFC
- d) Facsímile del respectivo valor o modelo del mismo.
- f) Certificado de existencia y representación legal de la entidad emisora, expedido por la entidad competente, el cual no deberá tener una fecha de expedición superior a tres meses. No obstante, cuando se trate de entidades nacionales de creación constitucional o legal sólo será necesario acreditar su representación legal.
- g) Los documentos en que conste el otorgamiento y perfeccionamiento de las garantías especiales constituidas para respaldar la emisión, si las hubiere.
- h) Copia de los estatutos sociales.
- i) Constancia sobre las personas que ejercen la revisoría fiscal en la sociedad emisora.
- j) Los demás que con el fin de cumplir los cometidos establecidos en la ley, resulten indispensables a juicio de la S F C.
- k) La inscripción de valores para ser negociados en el mercado secundario requiere además de los requisitos de inscripción previstos en este artículo, que cumplan con los requisitos exigidos para que la misma clase de valores puedan ser ofrecidos en oferta pública en el mercado primario.

Existen otros requisitos que se detallan en los artículos subsiguientes de la resolución 400 de 1995.- Para efectos de esta investigación se informa que se encuentran en los artículos 1.1.2.4. y 1.1.2.5 pues no es el objetivo realizar una transcripción extensa de la norma.

## **2.2 Requisitos para la inscripción de los valores en la Bolsa de Valores de Colombia BVC**

Una vez realizada la inscripción en el RNVE, el siguiente paso es la inscripción de los valores en la Bolsa de Valores de Colombia requisitos que por medio de la Circular Unica<sup>12</sup> como lo son:

- a) Solicitud de inscripción dirigida a la Bolsa suscrita por el representante legal de la entidad, en donde deberá indicarse la información detallada sobre la emisión siempre y cuando esta no aparezca dentro del prospecto de emisión y colocación. De igual manera se deberá indicarse la información detallada y completa sobre la destinación concreta de los recursos que se capten a través de la emisión
- b) Constancia de inscripción del valor en el RNVE
- c) Copia del Formulario de inscripción
- d) Copia actualizada del extracto pertinente del acta en la cual aparezca la autorización para la emisión.
- e) Compilación de los estatutos vigentes de la sociedad emisora debidamente certificados

---

<sup>12</sup> CIRCULAR UNICA de la Bolsa de Valores de Colombia se puede consultar en la página [www.bvc.com.co](http://www.bvc.com.co) en normatividad.

- f) Certificación de existencia y representación legal o cámara de comercio con una vigencia no superior a 3 meses
- g) Código de buen gobierno del emisor
- h) Estados financieros dictaminados de los dos últimos períodos anuales y último informe financiero del trimestre
- i) Carta de compromiso y autorización a la bolsa en relación con las obligaciones que el emisor asume
- j) Tratándose de la inscripción de un valor no materializado dos facsímiles anulados del título original y certificado expedido por Deceval que indique que los títulos cumplen con las condiciones establecidas para ser ingresados al mismo
- k) Tratándose de una emisión desmaterializada, copia del macro título respectivo y copia firmada del contrato con Deceval donde este certifique que ese macro título se encuentre en bóveda
- l) El número de ejemplares inscritos y en medio magnéticos del prospecto de información que solicite la Bolsa. Deberá constar en la portada del prospecto que la inscripción en la bolsa no garantiza la bondad del título ni la solvencia del emisor
- m) Formulario de vinculación de clientes y proveedores, accionistas y emisores de la Bolsa conforme al formato establecido, copia del RUT y copia del documento de identidad del representante legal.
- n) Informe de la calificación obtenida por los valores objeto de la oferta que contenga las razones expuestas por la sociedad calificadora para su otorgamiento.

La circular única de la BVC establece en su artículo 1.2.2 que en desarrollo de el artículo 1.3.3.1 del Reglamento General de la Bolsa, los emisores de valores

distintos a acciones deben contar con una página Web en la cual se encuentre a disposición del público la siguiente información que deberá actualizarse en los plazos previstos en la Resolución 400 de 1995.

a) Información financiera y de la sociedad:

- i. Prospecto de información
- ii. Estados Financieros (Anualmente Balance General y Estado de --- Resultados definitivos y trimestralmente los de prueba
- iii. Notas a los estados financieros

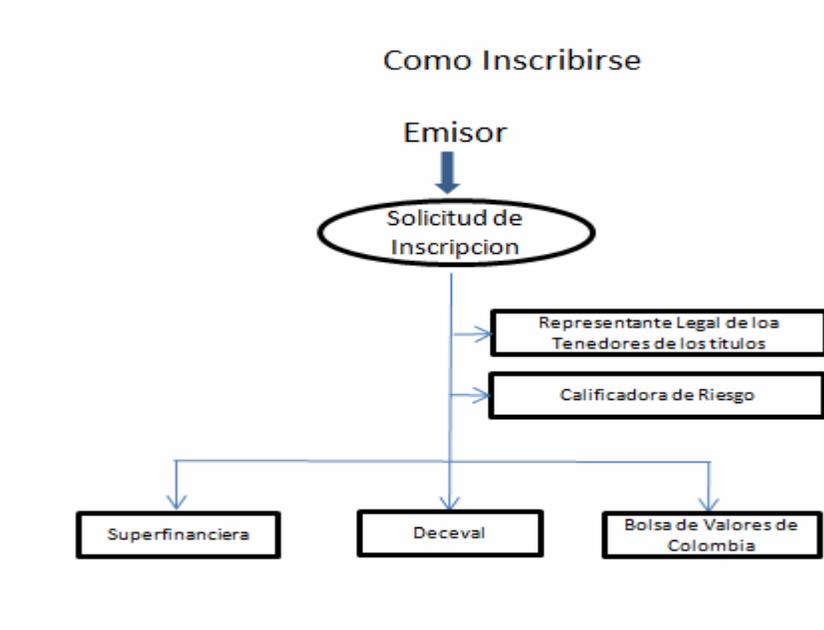
b) Código de Buen Gobierno en caso de tenerlo

c) Portafolio de productos/servicios o descripción de actividades, actualizando al menos trimestralmente

- i. Información de la Sociedad correspondiente a los últimos tres años:
- ii. Informe de gestión el cual debe contener la información establecida en
- iii. las normas vigentes

Todo el proceso de inscripción de valores se puede resumir en el siguiente diagrama en donde se detalla todas las partes intervinientes en el proceso, en donde se aprecia un participante fundamental como lo son las calificadoras de riesgo

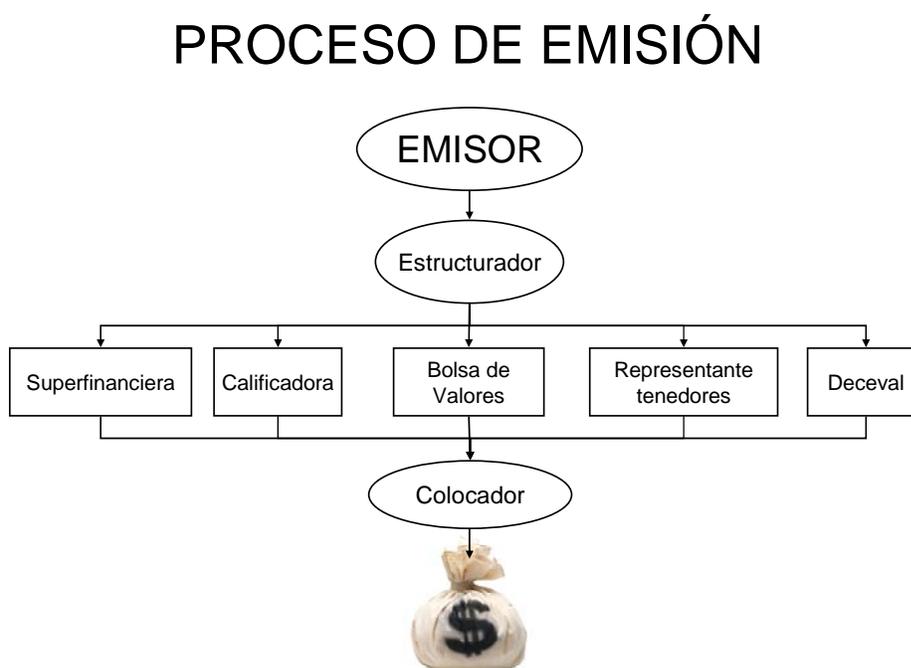
**Figura 1. Proceso de Inscripción de una emisión**



Fuente: BVC

**Figura 2. Diagrama proceso de emisión**

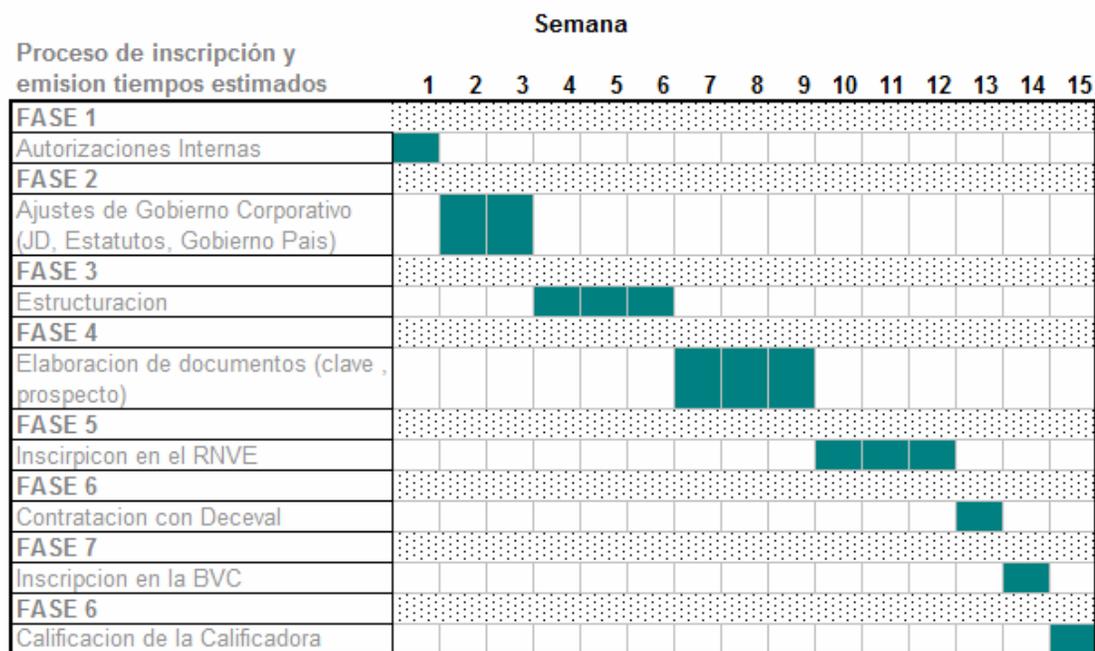
A continuación mostramos una grafica del proceso para realizar una emisión de valores en Colombia para el caso del análisis una Emisión de Deuda Privada.



Fuente: BVC

**Tabla 1. Cronograma proceso de inscripción de una emisión**

En general todo el proceso de emisión de títulos de renta fija se estima en aproximadamente en un promedio de 2 a 3 meses como se aprecia en el siguiente diagrama.



En promedio el proceso puede durar de 2 a 3 meses

Fuente: BVC

### **2.3 Requisitos fundamentales para una emisión de Bonos Deuda Privada**

En el caso específico de la emisión de bonos en el mercado de valores, existen unos requisitos fundamentales a tener en cuenta:

- a) El Monto mínimo de la emisión debe ser de de 2000 salarios mínimos vigentes mensuales, es decir para el caso del año 2009, se trata de una suma mínima de \$993.800.000.oo (Novecientos noventa y tres millones ochocientos mil pesos m/cte).
- b) Los bonos que se vayan a colocar por oferta pública deberán inscribirse en la Bolsa de Valores de Colombia.
- c) El plazo mínimo de emisión es de un año.
- d) La entidad emisora deberá indicar en los casos pertinentes en cada aviso de oferta, que los bonos hacen parte de un programa de emisión y colocación, señalando el monto máximo del cupo global y los montos de las emisiones de bonos que se encuentren con plazo de colocación vigente.
- e) La emisión debe ser debidamente calificada por una Entidad Calificadora de riesgo debidamente autorizada

### **2.4 Requisitos para obtener una calificación de riesgo ante las compañías calificadoras de riesgo<sup>13</sup>**

De acuerdo a la información relacionada por BCR calificadora de riesgo la metodología para calificar las compañías Corporativas se encuentra enfocada en dos clases de análisis

---

<sup>13</sup> Fuente DCR Colombia calificadora de riesgos [www.dcrcolombia.com.co](http://www.dcrcolombia.com.co)

Para hacer un análisis apropiado de riesgo para valorar una emisión de Bonos de deuda privada se tiene en cuenta por una parte el análisis cuantitativo y por otra el análisis cualitativo.

En un análisis para calificación de riesgo se valora la habilidad del emisor para atender la deuda oportunamente y que la misma pueda ser comparable con compañías del mismo sector o industria y dentro del mismo país. Estos análisis cubren por lo menos los últimos 5 años de historia crediticia del emisor y los pronósticos de funcionamiento en el futuro.

Con el fin de ser muy certeros en estos análisis las compañías calificadoras usualmente hacen análisis de sensibilidad a través de diferentes escenarios que colocan a la compañía en diferentes momentos dadas una serie de condiciones de adversidad, según este análisis verificarán la capacidad del emisor de afrontar estas condiciones pudiendo generar un flujo de caja libre.

Dentro del análisis cualitativo se revisarán siguientes tipos de riesgo:

### ***Riesgo de la Industria***

Se debe analizar en contexto al emisor y la Industria, en éste sentido aquellas compañías que se encuentran en un sector en crisis, que su competencia es muy alta, tienen una utilización intensiva de capital y son cíclicas son mucho más riesgosas que aquellas compañías donde no existan muchos competidores, con altas barreras arancelarias de entrada y con niveles predecibles de ventas.

Este riesgo es muy importante ya que muchas emisiones se sopesan de acuerdo a las características de la Industria.

### ***Ambiente Operativo***

Dentro del estudio del emisor se analizan los diferentes resultados de los diferentes cambios demográficos, sociales, reguladores y tecnológicos. El factor más importante es el análisis de la sobrecapacidad de la industria ya que este lleva a una presión en los precios reduciendo así los niveles de EBITDA <sup>14</sup> de la compañía. De igual forma es importante tener en cuenta en que ciclo de vida se encuentra la Industria y su crecimiento o madurez.

### ***Posición de mercado***

En la posición de mercado se analiza la habilidad del emisor para soportar una presión competitiva, su nivel de dominio y su influencia sobre los precios en el sector.

Este posicionamiento depende en gran parte de la diversificación de los productos o servicios, la extensión geográfica de las ventas y sus principales cliente y competidores

---

<sup>14</sup> EBITDA : Utilidades antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones

## ***Gerencia***

Las calificadoras enfocan este análisis en la estrategia corporativa del emisor, la tolerancia al riesgo y las políticas de financiamiento y Gobierno Corporativo<sup>15</sup>. Aquí se analiza cuan agresiva es la estrategia de crecimiento de la compañía, si es a través de fusiones y adquisiciones o por crecimiento orgánico. Los factores relevantes al analizar estos crecimientos es la mezcla entre el capital y financiación y si se han cumplido las proyecciones de ingresos anteriormente presentadas y si se mantienen las estrategias corporativas.

## ***Análisis cuantitativo***

En este proceso se analiza el enfoque de las políticas corporativas del emisor en relación a las estrategias operativas, ventas, adquisiciones e inversiones al igual que el nivel de apalancamiento financiero y políticas de dividendos. Lo fundamental aquí es la capacidad del emisor de generar caja y flujos de efectivo.

## ***Estructura de Capital***

Al realizar un análisis de la estructura de capital del emisor la calificadora puede determinar la dependencia en el financiamiento externo. Debido a que las industrias difieren en sus necesidades de capital y capacidades para soportar

---

<sup>15</sup> Gobierno Corporativo: el conjunto de principios y normas que regulan el diseño, integración y funcionamiento de los órganos de gobierno de la empresa, como son los tres poderes dentro de una sociedad: los Accionistas, Directorio y Alta Administración - Fuente wikipedia

deuda el apalancamiento financiero de un emisor es evaluado bajo el contexto de patrones industriales.

En la estructura de capital también se tiene en cuenta los préstamos de compañías participadas, subsidiarias, deuda asociada a titularizaciones, obligaciones de arriendo operativo y obligaciones pensionales y de salud.

### ***Flexibilidad Financiera***

Al disponer de flexibilidad financiera le proporciona al emisor la habilidad para atender sus obligaciones financieras manejando los periodos de volatilidad sin impactar la estructura de liquidez y financiera de la compañía. Un factor determinante de flexibilidad financiera es tener dentro de su estructura de balance operaciones de crédito de largo plazo y no todo concentrado en el corto plazo así como tener obligaciones pensionales y de salud debidamente fondeadas.

**Tabla 2. Escalas de calificación de Riesgo crediticio de largo plazo para Bonos de deuda privada**

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

Fuente DCR Duff & Phelps de Colombia

Principales aspectos comprendidos en la ponderación de las tarifas:

- Para efectos de cobro de las tarifas se tendrá en cuenta las especificaciones particulares contenidas con el contrato suscrito con el cliente y en ningún caso se podrán cobrar honorarios que superen los porcentajes establecidos en la siguiente tabla

**Tabla 3. Tarifas para calificaciones de emisores<sup>16</sup>**

**Tabla de Tarifas para Calificación de Emisiones**

Columna 1	Columna 2	Columna 3	Columna 4
(límite inferior) mayor a	(límite Superior) Menor o igual a	Cargo fijo Hasta de	% sobre el excedente Del límite inferior hasta de
0	\$10.000	\$12,5	---
\$10.000	\$30.000	\$12,5	0,065
\$30.000	\$60.000	\$25,5	0,055
\$60.000	\$120.000	\$42,0	0,045
\$120.000	\$200.000	\$69,0	0,035
\$200.000	+	\$97,0	0,025

Las cifras expresadas en las columnas 1., 2., y 3. corresponden a millones de pesos

- La tarifas será el resultado de aplicar el cargo fijo señalada en la columna 3, según el rango respectivo del monto de la emisión, adicionado con la suma resultante de aplicar el porcentaje indicado en la columna 4 por el monto excedente del valor de la emisión con respecto al límite inferior indicado en la columna 1
- Las tarifas no incluye el cargo de IVA
- Las tarifas son anuales y cubren tanto los estudios correspondientes para la calificación inicial como los de su vigilancia durante la vigencia de una año
- Las tarifas para emisiones con plazo superior a un año , durante los años posteriores al primero de la emisión serán equivalentes al 50% del valor cobrado por la calificación original.
- La tarifa no incluye gastos eventuales de opiniones jurídicas independientes
- Las tarifas son diferenciales con base en el monto de la emisión y en ningún momento podrán ser diferenciales en base a la calidad crediticia del emisor o de la emisión calificada.

<sup>16</sup> Fuente DCR de Colombia Reglas Especificas Artículo 3.1 Aspectos particulares comprendidos en la determinación del valor de las tarifas

Contenido de los títulos: Los títulos de los bonos contendrán por lo menos:

- La palabra “Bono”.
- Fecha de expedición y la indicación de su ley de circulación.
- El nombre de la entidad emisora y su domicilio principal;
- La serie, número, valor nominal y primas, si las hubiere;
- El rendimiento del bono;
- El monto de la emisión, la forma, lugar y plazo para amortizar el capital y los intereses;
- El número de cupones que lleva adheridos;
- En cada cupón deberá indicarse el título al cual pertenece, su número, valor y la fecha en que puede hacerse efectivo, además los cupones deberán tener la misma ley de circulación del bono;
- La firma del representante legal de la entidad emisora y de la entidad avalista con indicación del monto del aval, o de las personas autorizadas para el efecto;
- La advertencia en caracteres destacados de que la inscripción en el RNVE y la autorización para realizar la oferta pública, no implican certificación sobre la bondad del valor o la solvencia del emisor

La Bolsa de Valores de Colombia –BVC- ofrece apoyo a las entidades que decidan dar el paso de emisión de valores, entre otros aspectos se encuentran los siguientes:

- Gobierno Corporativo

- Convocatoria presentaciones para Sociedades Comisionistas e Inversionistas Institucionales
- Subastas por Internet para la colocación de los títulos
- Publicidad y difusión – Estrategia de emisores
- Programa Colombia Capital
- Acompañamiento en el proceso

**Tabla 4. Principales emisiones de Bonos de deuda privada realizadas en el 2007 y 2008<sup>17</sup>**

EMISIONES DE BONOS DEUDA PRIVADA AÑO 2007					
Emisor	Fecha Colocación	Monto Colocado (\$Millones)	Plazo / Vencimiento	Tasa Corte	Tasa de Corte E.A
Emgesa	20/02/2007	\$ 170.000	10 años	IPC + 5,15% EA	10,67%
Cementos Argos	23/02/2007	\$ 150.000	12 años	IPC + 5,25 E.A.	10,78%
Colombina S.A.	06/03/2007	\$ 50.000	10 años	IPC + 5,8 E.A.	11,92%
Codensa S.A. E.S.P	14/03/2007	\$ 67.800	3 años	IPC + 4,6% E.A.	10,65%
		\$ 147.000	10 años	IPC + 5,3% E.A.	11,38%
Codensa S.A. E.S.P	20/06/2007	\$ 61.000	3 años	IPC + 4,8% E.A.	11,12%
		\$ 244.500	10 años	IPC + 5,6% E.A.	11,97%
Codensa S.A. E.S.P	06/12/2007	\$ 84.980	3 años	DTF + 2,09% T.A	11,00%
		\$ 32.820	5 años	DTF + 2,4 %	11,35%
<b>MONTO TOTAL</b>		<b>\$ 1.008.100</b>		<b>TASA PROMEDIO</b>	<b>11,20%</b>

<sup>17</sup> Fuente Bolsa de Valores de Colombia

EMISIONES DE BONOS DEUDA PRIVADA AÑO 2008					
EMISOR	FECHA	MONTO COLOCADO (En Millones)	PLAZO	TASA DE CORTE	TASA DE CORTE
Empresa Interconexión Eléctrica S.A. E.S.P. – ISA	04/12/2008	\$ 104.500	20 años	IPC + 7.09% E.A.	15,30%
Codensa S.A. E.S.P	11/12/2008	\$ 75.500	5 años	IPC + 5,99% E.A.	14,12%
		\$ 109.000	2 años	DTF + 2,11% T.A.	12,62%
		\$ 85.500,0	5 años	DTF + 2,58% T.A.	13,16%
Grupo Odinsa S.A.	18/12/2008	\$ 5.500	10 años	IPC + 7,90% E.A.	16,18%
		\$ 38.500	10 años	13.5% E.A	13,50%
<b>MONTO TOTAL</b>		<b>\$ 418.500</b>	<b>TASA PROMEDIO</b>		<b>14,15%</b>

**Tabla 5. Costos para realizar una emisión de bonos de deuda privada en Colombia<sup>18</sup>**

Los costos que se definen son de la emisión como tal no incluye los costos de la Calificadora de riesgos por cuanto es un gasto que debe incurrir la compañía como prerrequisito de la emisión. Estos gastos están determinados en la Tabla 3.

COSTOS DE UNA EMISION			
		MINIMO	MAXIMO
DERECHOS DE INSCRIPCION EN EL RNVE *	6-300 SMLV	\$ 2.981.400	\$ 149.070.000
INSCRIPCION EN LA BVC	0.0564% * ME		\$ 55.200.000
CUOTA DE SOSTENIMIENTO BVC	0.0280% * ME		\$ 27.700.000
CONTRATACION CALIFICADORA **			\$ 100.000.000
ADMINISTRACION Y CUSTODIA DECEVAL ***		\$ 60.000.000	\$ 250.000.000
HONORARIOS AGENTE ESTRUCTURADOR	0.8%-2.5% * ME		
OTROS GASTOS (PAPELERIA, PUBLICIDAD, PRESENTACIONES)****		\$ 5.000.000	\$ 15.000.000

SMLV: Salario Mínimo Mensual Vigente \$496.900 año 2009

ME: Monto de la emisión

\* Dependiendo del patrimonio del emisor

\*\* Dependiendo del valor de la emisión

\*\*\* Según instructivo de tarifas 2009 12-32 Deceval S.A

\*\*\*\* Estimado

Fuente: BRC Investor Services S.A

<sup>18</sup> Fuente BCR Investor Services S.A.

## **CAPITULO III**

## 1. CRÉDITOS FINANCIEROS EN COLOMBIA

En Colombia actualmente se clasifican la compañía de acuerdo a sus activos totales como sigue:

**Tabla 6. Clasificación de las empresas año 2008** <sup>19</sup>

Tamaño	Activos Totales SMMLV	Activos Totales
Microempresa	Hasta 500	Hasta \$230.750.000
Pequeña	Superior a 500 y hasta 5.000	Superior a \$230.750.000 y hasta \$2,307.500.000
Mediana	Superior a 5.000 y hasta 30.000	Superior a \$2,307.500.000 y hasta \$13.845.000.000
Grande	Superior a 30.000	Superior a \$13.845.000.000
SMMLV para el año 2008 \$461.500 (Decreto No. 4965 del 27 de Diciembre de 2007, Ministerio de Protección Social)		

De acuerdo a la anterior clasificación y al comportamiento de sus Estados Financieros las empresas en Colombia podrán tener acceso a las diferentes modalidades de financiación que expondremos.

Para efectos de éste estudio analizaremos las modalidades de financiación que sean comparables por sus características de montos, tamaños de las compañías y plazos a una Emisión de Bonos de deuda privada.

<sup>19</sup> Fuente Ministerio de Protección Social Decreto 4965 de 27 Diciembre 2007

Primero definiremos que son los créditos bancarios:

Los préstamos bancarios son aquellos que son otorgados por la banca como parte de sus operaciones pasivas; incluyendo las carteras vigentes, vencidas y de redescuento podrán ser en moneda legal COP o en moneda extranjera.

Los créditos bancarios están definidos por diferentes modalidades según sea el objeto del mismo y el plazo.

Las diferentes modalidades son las que expondremos a continuación.<sup>20</sup>

### **1.1 Crédito preferencial o corporativo**

Los créditos comerciales son todos los créditos distintos a los de vivienda, de consumo y microcrédito. El crédito comercial enmarca todos aquellos créditos como ordinarios, preferenciales o corporativos y el de tesorería.

Un cliente es considerado preferencial o corporativo cuando éste posee los elementos financieros y de solidez corporativa necesarios para entrar a pactar una tasa de interés. El crédito preferencial o corporativo se define para plazos superiores a 30 días. Bajo esta modalidad de crédito están generalmente las compañías que hacen parte de algún conglomerado económico, multinacional o con Estados Financieros muy sólidos.

---

<sup>20</sup> Fuente : Tipos y requisitos de crédito definidos por Bancolombia y Colmena en sus páginas web [www.bancolombia.com](http://www.bancolombia.com), [www.colmena.com.co](http://www.colmena.com.co)

El crédito comercial sirve entre otros para facilitar y adecuar la producción a la circulación de mercancías así como para facilitar las ventas, la producción, el desarrollo del capital y el incremento de ganancias. El crédito comercial está ligado a plazos entre 30 días y 5 años para el caso de Colombia.

El costo asociado a este tipo de créditos es únicamente el 1% de Impuesto de timbre y el costo de financiación.

## **1.2 El crédito de cartera ordinaria**

El crédito de cartera ordinaria ha sido diseñado para ofrecerle disponibilidad de recursos a las empresas permitiéndoles atender todos aquellos requerimientos de capital de trabajo

Este es un crédito de libre inversión el cual podrá ser destinado para atender necesidades de capital de trabajo o financiación a proveedores o Inversión en expansión de plantas etc.

La amortización de estos créditos se define desde el principio con un flujo de caja determinado por las partes generalmente en cuota iguales de capital e interés adicional a poseer eventualmente periodos de gracia.

Las compañías que acceden a este tipo de crédito son generalmente las definidas como medianas y grandes.

## Características

El costo asociado a este tipo de créditos es únicamente el 1% de Impuesto de timbre y el costo de financiación.

Al igual que los créditos comerciales o corporativos los plazos oscilan entre 1 y 5 años que es el plazo máximo acostumbrado en Colombia, su amortización puede ser mensual, trimestral o anual, y la cuota podrá ser fija o indexada variable con base a la DTF o IPC.

Cabe mencionar que este tipo de créditos causa impuesto de timbre en su desembolso.

El extracto estará de acuerdo con la amortización y débito automáticos de las cuotas del crédito. Y el desembolso se podrá realizar via ACH o Sebra, en cheque, cuenta de ahorros o cuenta corriente.

## Documentación requerida

Los requisitos para poder tener acceso a este tipo de financiaciones dependerá de cada Intermediario Financiero para cada tipo de compañía y para cada tipo de transacción que se vaya a financiar.

Para acceder a los Créditos Cartera Ordinaria y Comerciales o Corporativos se deberá adjuntar la siguiente documentación generalmente:

- Fotocopia del NIT de la Empresa y de la Cédula de Ciudadanía del Representante Legal y personas autorizadas con firma registrada.
- Certificado de existencia y representación legal, con vigencia no superior a un mes, expedido por la Cámara de Comercio.
- Escritura de constitución de la sociedad, estatutos y última reforma.
- Declaración de renta de los 2 últimos años.
- Estados financieros certificados (Balance, Estado de Resultados, Flujo de Caja) de los 3 últimos años, con sus respectivas notas.
- Declaración de renta y certificados de Cámara de Comercio de los socios, cuando sean sociedades limitadas, con participación en la sociedad mayor o igual al 50%.
- Extractos bancarios de Cuenta Corriente o Cuenta de Ahorros, de los 3 últimos meses.
- Reforma a los estatutos, si los hay.
- Lista de principales socios y/o accionistas, cuando esta información no conste en el certificado de existencia y representación legal, expedido por la Cámara de Comercio y su participación sea, del 5% o más del capital social.

No hacen parte de la modalidad de crédito comercial preferencial o corporativo, los sobregiros bancarios, los créditos que involucren cupos de redescuento, operaciones en la financiación de impuestos, los créditos con reciprocidades o contraprestaciones que conlleven niveles de tasa de interés distantes de la realidad del mercado, los créditos de redescuento independientemente del monto aprobado, los créditos otorgados a su matriz o a las subordinadas de esta, así como a cualquier otra sociedad donde se evidencie el control de gestión o administrativo por parte de la entidad vigilada o de su matriz o de las

subordinadas de esta, así como los créditos que se originen de los acuerdos de reestructuración según lo establecido en la Ley 550 de 1999 de Intervención Económica.

### **1.3 Créditos de tesorería**

Este tipo de créditos son los otorgados a clientes preferenciales o corporativos a un plazo inferior o igual a 30 días, dirigidos a atender necesidades de liquidez de corto plazo.

Los créditos de tesorería tiene un plazo específico y con pago al vencimiento tanto de capital como intereses, no existe un plan de amortizaciones.

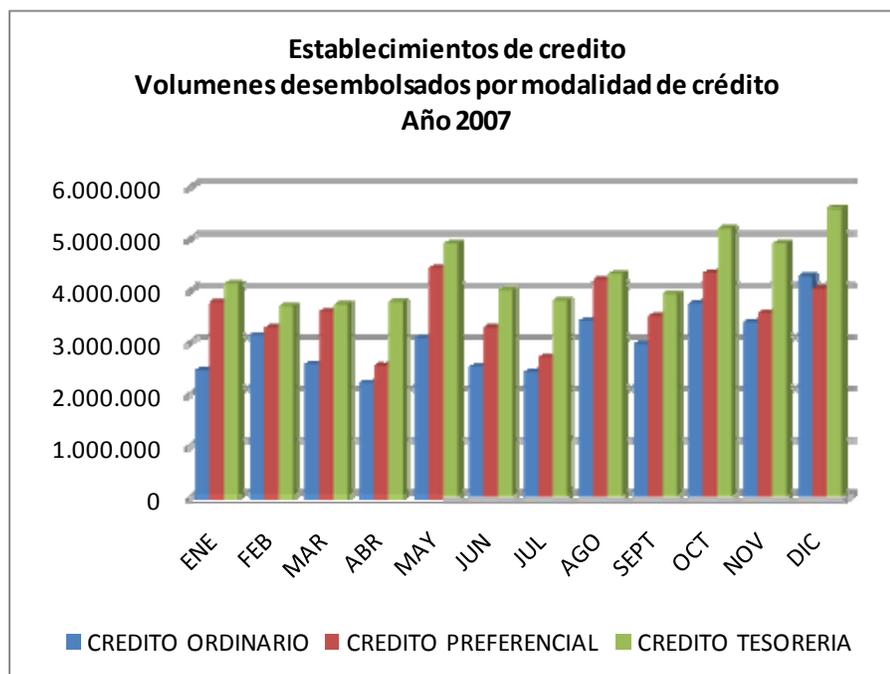
La característica mas importante de éste tipo de financiaciones es que no causan impuesto de timbre razón por la cual las compañías han tratado de enfocar sus requerimientos de financiación bajo esta modalidad, el plazo de financiación era máximo un año sin embargo los intermediarios financieros se han venido ampliado los plazos de financiación hasta por 2 – 3 años.

## Requisitos

Al igual que el crédito preferencial o corporativo y el de cartera ordinaria se requiere de constituir una línea de crédito con el intermediario financiero y adjuntar la siguiente documentación

- Fotocopia del NIT de la Empresa y de la Cédula de Ciudadanía del Representante Legal y personas autorizadas con firma registrada.
- Certificado de existencia y representación legal, con vigencia no superior a un mes, expedido por la Cámara de Comercio.
- Escritura de constitución de la sociedad, estatutos y última reforma.
- Declaración de renta de los 2 últimos años.
- Estados financieros certificados (Balance, Estado de Resultados, Flujo de Caja) de los 3 últimos años, con sus respectivas notas.
- Declaración de renta y certificados de Cámara de Comercio de los socios, cuando sean sociedades limitadas, con participación en la sociedad mayor o igual al 50%.
- Extractos bancarios de Cuenta Corriente o Cuenta de Ahorros, de los 3 últimos meses.
- Reforma a los estatutos, si los hay.
- Lista de principales socios y/o accionistas, cuando esta información no conste en el certificado de existencia y representación legal, expedido por la Cámara de Comercio y su participación sea, del 5% o más del capital social.

**Figura 3. Volúmenes de crédito desembolsados por modalidad años 2007 - 2008<sup>21</sup>**



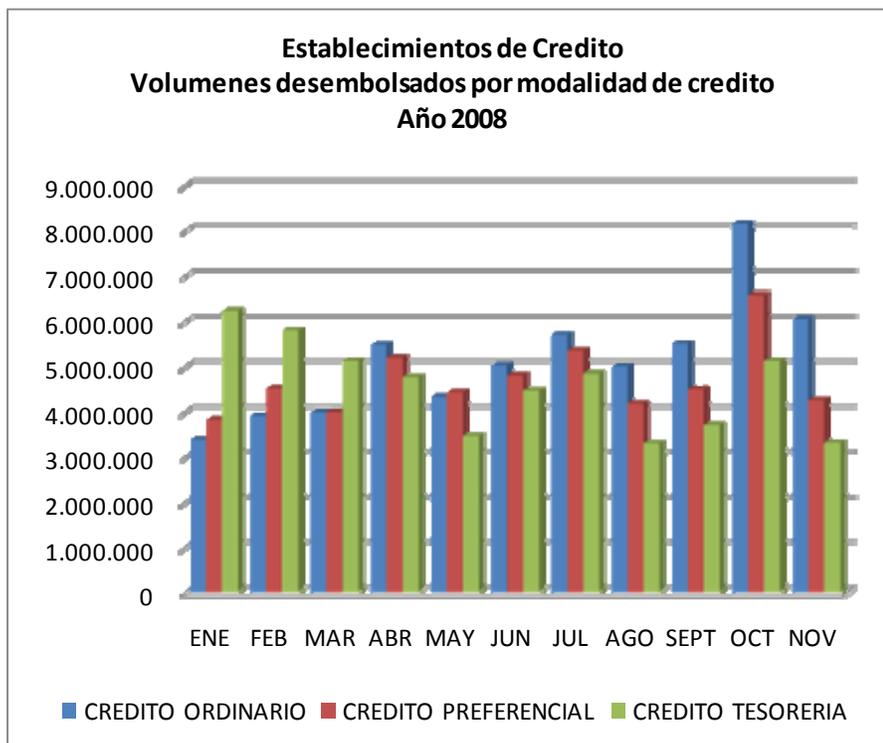
**ESTABLECIMIENTOS DE CREDITO  
VOLUMENES DESEMBOLSADOS POR MODALIDAD DE CREDITO**

	Cifras en millones de pesos						
2007	ENE	FEB	MAR	ABR	MAY	JUN	
<b>CREDITO ORDINARIO</b>	2.453.811	3.127.011	2.572.234	2.209.128	3.071.434	2.525.333	
<b>CREDITO PREFERENCIAL</b>	3.770.277	3.282.167	3.586.038	2.540.854	4.428.325	3.277.886	
<b>CREDITO TESORERIA</b>	4.121.108	3.690.854	3.725.141	3.775.658	4.897.953	4.000.666	
<b>TOTAL</b>	<b>10.345.196</b>	<b>10.100.032</b>	<b>9.883.413</b>	<b>8.525.640</b>	<b>12.397.712</b>	<b>9.803.885</b>	
2007	JUL	AGO	SEPT	OCT	NOV	DIC	TOTAL
<b>CREDITO ORDINARIO</b>	2.424.261	3.406.665	2.960.943	3.746.112	3.374.641	4.273.230	36.144.803
<b>CREDITO PREFERENCIAL</b>	2.707.091	4.200.097	3.500.415	4.335.777	3.556.243	4.025.299	43.210.469
<b>CREDITO TESORERIA</b>	3.798.808	4.312.261	3.920.610	5.188.389	4.899.082	5.585.481	51.916.011
<b>TOTAL</b>	<b>8.930.160</b>	<b>11.919.023</b>	<b>10.381.968</b>	<b>13.270.278</b>	<b>11.829.966</b>	<b>13.884.010</b>	<b>131.271.283</b>

FUENTE: Formato 133 "Informe diario de tasas de interes"  
Dirección de Investigación y Desarrollo - Superintendencia Financiera

<sup>21</sup> Fuente Superintendencia financiera

## Año 2008



**ESTABLECIMIENTOS DE CREDITO**  
**VOLUMENES DESEMBOLSADOS POR MODALIDAD DE CREDITO**

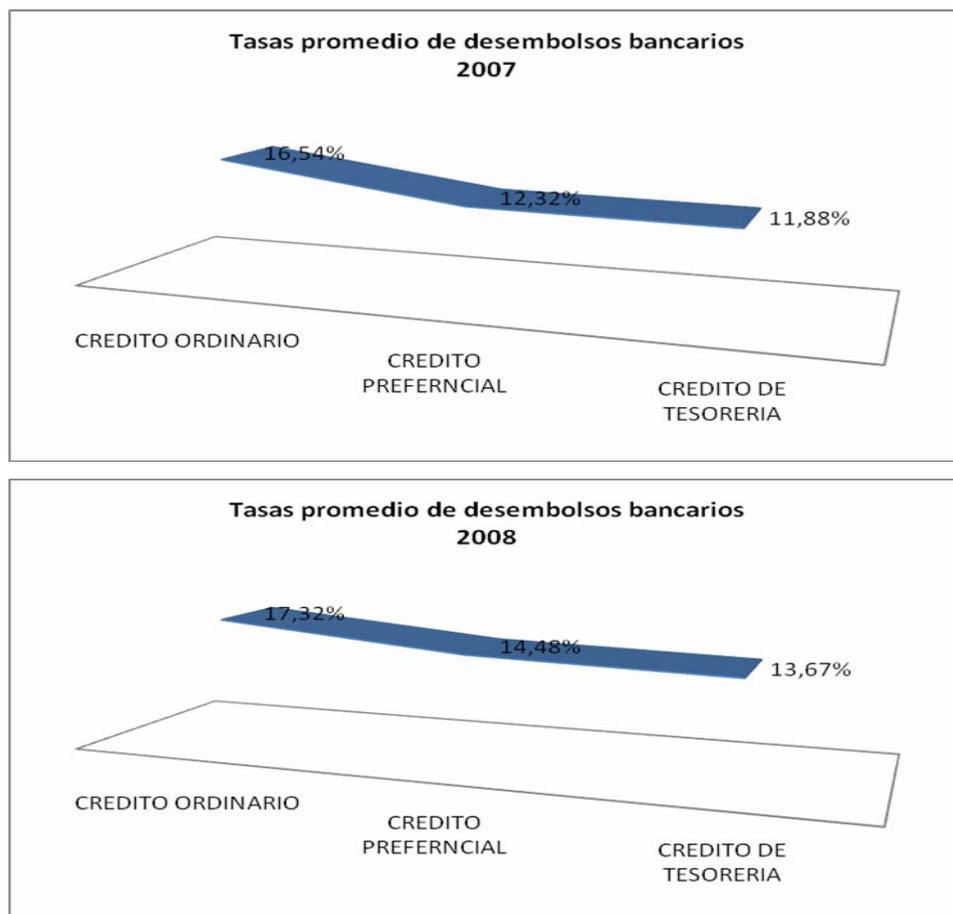
Cifras en millones de pesos

2008	ENE	FEB	MAR	ABR	MAY	JUN
<b>CREDITO ORDINARIO</b>	3.384.504	3.907.713	3.980.456	5.486.131	4.329.912	5.021.747
<b>CREDITO PREFERENCIAL</b>	3.822.719	4.513.668	3.989.634	5.193.495	4.430.672	4.798.980
<b>CREDITO TESORERIA</b>	6.234.783	5.802.516	5.128.557	4.765.415	3.470.460	4.468.381
<b>TOTAL</b>	<b>13.442.006</b>	<b>14.223.897</b>	<b>13.098.647</b>	<b>15.445.041</b>	<b>12.231.044</b>	<b>14.289.108</b>

2008	JUL	AGO	SEPT	OCT	NOV	DIC	TOTAL
<b>CREDITO ORDINARIO</b>	5.708.099	5.001.260	5.510.916	8.152.558	6.045.915		56.529.211
<b>CREDITO PREFERENCIAL</b>	5.354.373	4.183.982	4.496.124	6.611.169	4.259.471		51.654.287
<b>CREDITO TESORERIA</b>	4.843.222	3.306.066	3.706.587	5.126.306	3.313.390		50.165.683
<b>TOTAL</b>	<b>15.905.694</b>	<b>12.491.308</b>	<b>13.713.627</b>	<b>19.890.033</b>	<b>13.618.776</b>		<b>158.349.181</b>

FUENTE: Formato 133 "Informe diario de tasas de interes"  
Dirección de Investigación y Desarrollo - Superintendencia Financiera

**Figura 4. Tasas promedio de desembolsos bancarios para los años 2007 - 2008<sup>22</sup>**



**Cuadro Resumen**

**Desembolsos por modalidad de credito**

**Tasas EA**

	CREDITO ORDINARIO	CREDITO PREFERENCIAL	CREDITO DE TESORERIA
	TASA	TASA	TASA
2007	16,54	12,32	11,88
2008	17,32	14,48	13,67

Fuente Superfinanciera.gov

<sup>22</sup> Fuente Superintendencia Financiera

## 1.4 Créditos Bancoldex<sup>23</sup>

Las líneas de crédito de Bancoldex ofrecidas al sector empresarial están definidas bajo las siguientes modalidades, las cuales son atendidas por medio de los Intermediarios del Sistema Financiero bajo la modalidad de redescuento<sup>24</sup>, con plazos de hasta 10 años y con periodos de gracia que pueden oscilar entre 1 y 3 años. A esta modalidad de créditos puede acceder cualquier tipo de compañía independiente de su tamaño.

### ***Inversión Fija:***

En esta modalidad se financia cualquier tipo de compra a adecuación de un Activo Fijo ya sea mueble o inmueble como casas, apartamentos, bodegas, oficinas, terrenos, maquinaria o equipos entre otros.

### ***Créditos de capitalización empresarial:***

Bajo esta modalidad se financia a los socios o accionistas los aportes de capital requeridos para el desarrollo de la actividad económica que van a desarrollar.

Créditos de consolidación de pasivos:

---

<sup>23</sup> Fuente Bancoldex en su página web [www.bancoldex.com.co](http://www.bancoldex.com.co)

<sup>24</sup> Redescuento: Bancoldex coloca los recursos requeridos al Intermediario Financiero bajo unas condiciones muy favorables con el fin de que el mismo los coloque al Sector Empresarial incrementado en un spread o margen

Estos créditos permiten la recomposición de los pasivos existentes de la compañía con recursos de Bancoldex con el fin de mejorar las condiciones del crédito respecto a tasa, plazo, periodo de gracia entre los principales.

***Créditos de Capital de Trabajo:***

Los créditos desembolsados bajo esta modalidad son para financiación de los diferentes costos y gastos operativos propios de la actividad económica de la compañía tales como inventarios, mano de obra y materias primas entre otros.

**Tabla 7. Tasas redescuento Bancoldex para capital de trabajo y consolidación de pasivos año 2008**

**Tasas Redescuento Creditos**

Bancoldex

<b>Modalidades de Credito en COP</b>		0-6 meses	6-12 meses	1-2 años	2-3 años
Capital de trabajo y Consolidacion de pasivos	DTF E.A +	4,40%	4,40%	4,40%	4,70%

<b>Modalidades de Credito en COP</b>		3-4 años	4-5 años	5-7 años	7-10 años
Capital de trabajo y Consolidacion de pasivos	DTF E.A +	4,90%	5,10%	5,30%	5,30%

Fuente : Bancoldex.com

### ***Cupos especiales de Crédito***

Bajo esta modalidad de financiación Bancoldex soporta los requerimientos de capital que las empresas tengan bajo condiciones de crédito preferenciales y que estén en determinados segmentos empresariales, puede ser por su ubicación geográfica, por el tamaño de la compañía sea pequeña, mediana o grande o según sea el destino final de los recursos requeridos.

Estos cupos especiales de créditos determinan unos montos máximos y una serie de requisitos o garantías que se deberán cumplir para tener acceso a los recursos financieros bajo esta modalidad.

Actualmente el cupo especial de apoyo a la productividad y competitividad para el mejoramiento y modernización de las Pymes se denomina “Progresar”

#### Requisitos básicos

Para tener acceso a cualquier modalidad de crédito bajo las líneas de redescuento de Bancoldex son:

- Las empresas deberán tener una propuesta o un proyecto que este operativo de un programa de crédito para microempresas
- Todo crédito desembolsado por los intermediarios financieros deberá ser para empresas o proyectos viables y sostenibles desde el punto de vista financiero y social.

- Los Intermediarios Financieros son responsables por el conocimiento de sus clientes y con todos los procedimientos de prevención y control de lavado de activos y financiación del terrorismo SARLAFT.
- Todos los procedimientos que se han expuesto tienen que ver con las operaciones que están enmarcadas en la actividad de Bancoldex como banco de segundo piso.

#### Documentación requerida

##### Información General:

- Programas de crédito para microempresas: deben adjuntar la estimación del programa de crédito y definir las fuentes de financiación.
- Original del Certificado de existencia y representación legal o Camara de Comercio

##### Fotocopia de los siguientes documentos:

- Nit
- Documento de identificación de los representantes legales
- Declaración de Renta del último periodo gravable

##### Diligenciar los siguientes formatos:

- Cuestionario SARLAFT
- Formato de vinculación de clientes diligenciado

### Información financiera requerida

- Estados Financieros de los 3 últimos años con corte a 31 de Diciembre y sus Notas a los estados financieros.
- Estados financieros de prueba del último trimestre en curso.

### Informe de Cartera que incluya

- Estados de Cartera por edades y otros
- Plazo promedio de operaciones por tipo de cartera (comercial, consumo, vivienda o microcrédito) sector económico, ubicación geográfica y plazo promedio.
- Distribución de cartera por oficina
- Indicadores de calidad
- Estado de crédito de cartera de empleados y personal directivo así como miembros del Consejo Directivo en caso de existir.

Existen también otras modalidades de financiación mas estructuradas realizadas para requerimientos de capital importantes y son utilizados generalmente por los grandes conglomerados económicos o alguna gran multinacional.

Bajo este tipo de financiaciones nos referiremos a los Créditos Sindicados y Club Deals

## 1.5 Créditos sindicados<sup>25</sup>

El crédito sindicado es un crédito a mediano y largo plazo que debido a su monto se reparte entre un conjunto de Intermediarios Financieros o entidades prestamistas como la CAF (Corporación de Ahorro y Fomento) o el BID (Banco Interamericano de desarrollo) que para tal efecto se unen formando un crédito sindicado

En éste sentido el cliente o empresa de acuerdo a sus requerimientos de financiación elige una propuesta de sindicación definiendo monto y precio con el Banco Líder que por lo general es un Intermediario Financiero de reconocida solvencia y prestigio y que es el encargado de seleccionar los demás bancos o participantes en los que deberá distribuir el crédito.

La característica más importante de este tipo de créditos es que las condiciones y documentación de este crédito son comunes para todos los participantes en el crédito Sindicado tales como documentación, garantías, tasas , plazos, etc.

En los créditos sindicados existe una característica general que es una comunidad de intereses entre los diferentes Intermediarios Financieros que se unen en forma mancomunada y confían la gestión del crédito a un banco líder el cual se encarga de las relaciones entre los bancos y el cliente adicional a estructurar todo el monto de financiación requerido por el cliente.

---

<sup>25</sup> Fuente Pagina web [www.definición.org](http://www.definición.org)  
Documento interno ABN AMRO Bank Enero 2008

Aunque existen varios intermediarios financieros o entidades prestamistas en un crédito sindicado el préstamo es uno solo, si bien se divide en tantas partes como bancos participen en el mismo los aportes se definen de acuerdo al apetito de crédito y riesgo que cada Intermediario financiero quiera tomar.

Existe un interés común que se traduce en el mandato representativo de los Intermediarios Financieros o bancos prestamistas los cuales le confieren el banco líder para que gestione el crédito. Unas veces el banco líder actúa por su propia iniciativa, mientras en otros asuntos necesita contar con el voto favorable de la mayoría de participantes que representen a su vez mas de la mitad del préstamo.

Cada prestamista responde únicamente por su aporte en el crédito sindicado en caso de incumplimiento por algún otro prestamista. Existe una voluntad común de participar en un crédito común y hay que llegar a un acuerdo de igual manera para elegir el banco agente quien es el que se encargara de representar a todos los prestamistas en determinado asuntos. El banco agente es determinado en conjunto por el cliente y el banco líder

A excepción del banco agente que representa al sindicato, ninguno de los bancos que forman parte del mismo pueden ejercitar individualmente acciones judiciales, salvo las que se refieren a la defensa de sus propios intereses. Todas las relaciones con el prestatario se canalizan a través del banco agente.

Este tipo de financiaciones son usualmente estructuradas por los banqueros de inversión o los equipos de sindicaciones de los Intermediarios Financieros.

## Ventajas

- Optimiza proceso de negociación, otorgando mayor coordinación para obtener mejores precios y condiciones unificadas bajo un solo contrato.
- Facilita manejo de crédito a clientes.
- Garantiza igualdad de condiciones a bancos participantes.
- Cuenta con un agente administrativo lo cual,
  - Reduce costos al optimizar administración del crédito
  - Se acomoda a necesidades específicas del cliente
- Presenta a la Empresa ante la comunidad financiera internacional, ampliando el universo de bancos de relación.
- Permite tomar montos considerables de financiación, accediendo a un único mercado.
- Financiación de mediano a largo plazo (3 – 7 años).
- Tasa indexada a Libor o DTF más margen.
- Escala de precio en función del apalancamiento.
- Amortizable. Esquema variable ajustado a flujo de caja.
- Derecho a prepago, parcial o completo sin prima o penalidad.
- Flexibilidad para opciones de cobertura
  - Tasa
  - Moneda
- Paquete unificado de compromisos (covenants)

## **1.6 Club deal**

Los club deals son de igual manera créditos de gran monto que concede un Intermediario Financiero y que luego lanza al mercado en forma de Activo Financiero. La mayor diferencia respecto a un crédito sindicado es que los participantes del club deal no son solo bancos ya que también pueden participar inversionistas institucionales

## **CAPITULO IV**

## **1 ANÁLISIS COMPARATIVO DE LOS BONOS DE DEUDA PRIVADA Y LAS TASAS DE COLOCACIÓN DE CRÉDITOS FINANCIEROS**

Dentro del proceso de planeación financiera una empresa se puede encontrar ante la decisión de que camino tomar, si entrar en todo el proceso anteriormente descrito de salir al mercado de capitales con una emisión de bonos o seguir en el conocido terreno bancario de financiación a través de las líneas de crédito tradicionales.

El camino a tomar viene acompañado lógicamente de una serie de factores tales como tamaño de la compañía, entorno de mercado, variables macroeconómicas y necesidades de liquidez entre otras.

Los costos relacionados para una u otra alternativa son esenciales para esta toma de decisión y la información contenida en este capítulo es fundamental en este proceso.

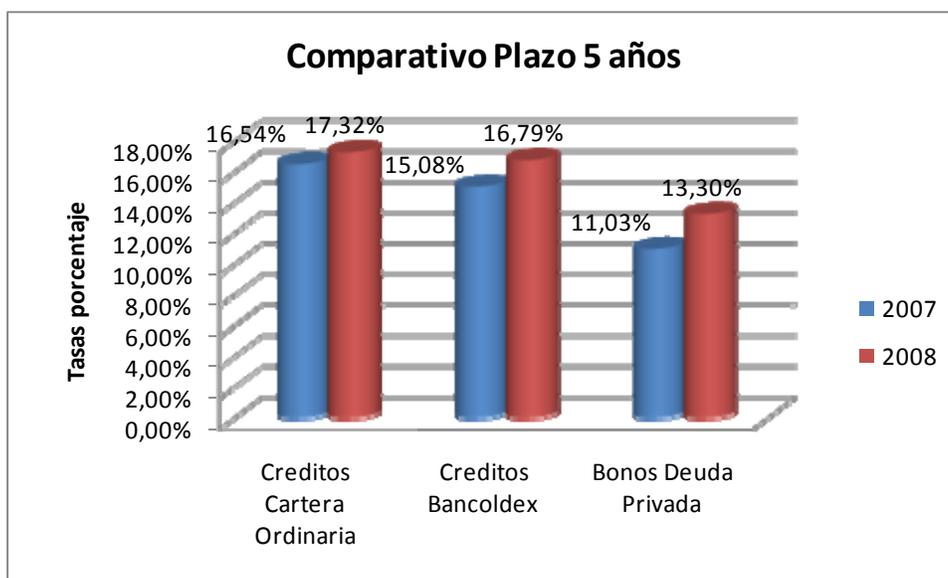
Las características generales de uno y otro proceso adicional a los requisitos de carácter legal ampliamente definidos en capítulos anteriores se detallan a continuación información que nos permite ir consolidando las ventajas y desventajas de cada una de las opciones

**Tabla 8. Características de Emisiones de Bonos y Créditos Bancarios**

<b>Bonos Deuda Privada Corporativos</b>	<b>Crédito Bancario</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Requiere calificación inicial y periódica.</li> <li>• Altos costos iniciales y numerosos trámites</li> <li>• Se deberán asumir costos por la representación legal de tenedores de bonos.</li> <li>• Requiere revelación de información al público.</li> <li>• Vigilancia por Superintendencia Financiera.</li> <li>• Incertidumbre de tasas hasta colocación.</li> <li>• Inflexibilidad en prepago y enmiendas futuras.</li> <li>• Amortización al vencimiento (bullet).</li> <li>• Mayor participación por parte de tenedores de bonos, a través de Representaciones Legales de Tenedores de Bonos .</li> <li>• Exigencia de Código de Buen Gobierno.</li> <li>• Mayores costos de administración.</li> <li>• Plazos entre 7 – 10 años.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• No requiere calificación.</li> <li>• No hay revelación pública de información.</li> <li>• No hay vigilancia por entes de control.</li> <li>• Tasa pactada desde el inicio aunque hay posible reajuste convenido entre las partes.</li> <li>• Posibilidad de prepago sin penalidad y de enmiendas futuras.</li> <li>• Perfil de amortización flexible sin posibilidad de pago al vencimiento.</li> <li>• Administración centralizada en un banco</li> <li>• No hay exigencia de Código de Buen Gobierno.</li> <li>• Plazos entre 3 – 5 años.</li> <li>• Para este tipo de plazos usualmente se requerirá de garantías adicionales</li> </ul>

**Figura 5. Comparativo de tasas para las diferentes modalidades de crédito en el 2007 y 2008 a un Plazo de 5 años**

Las diferencias entre las tasas de corte de las emisiones de bonos, durante los años 2007 y 2008, y los créditos bancarios se sitúan aproximadamente en 300 puntos básicos, nótese como en el 2008 las tasas presentan un incremento en cada una de las modalidades, como consecuencia del efecto producido por la política de incremento en las tasas de interés centrales de referencia definidas por el Banco de la República.

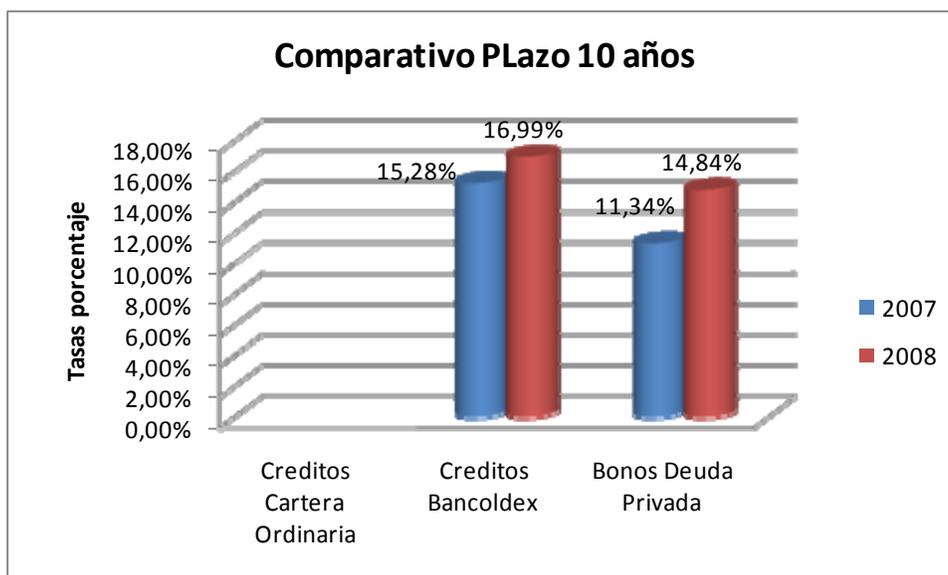


Año 2007	
5 Años	Tasa E.A.
<b>Creditos Cartera Ordinaria</b>	16,54%
<b>Creditos Bancoldex</b>	15,08%
<b>Bonos Deuda Privada</b>	11,03%
Fuentes Superfinanciera, BVC y Bancoldex	

Año 2008	
5 Años	Tasa E.A.
<b>Creditos Cartera Ordinaria</b>	17,32%
<b>Creditos Bancoldex</b>	16,79%
<b>Bonos Deuda Privada</b>	13,30%
Fuentes Superfinanciera, BVC y Bancoldex	

En las Figuras 6 y 7 se muestran las diferencias en puntos porcentuales entre las dos opciones durante los dos últimos años; cuando entramos a plazos superiores a los 5 años, no se presenta información de los créditos ordinarios pues para estos plazos el sector bancario no ofrece recursos.

**Figura 6. Comparativo de Tasas para las diferentes modalidades de crédito en el 2007 y 2008 a un Plazo de 10 años**

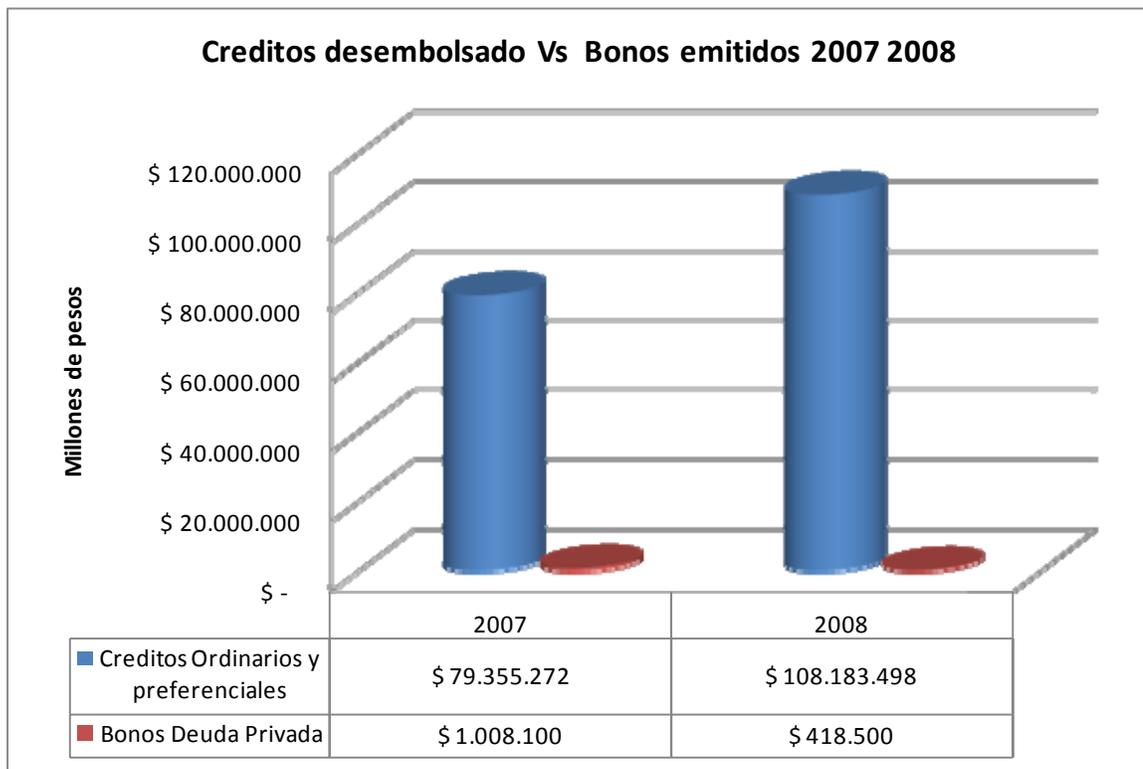


Año 2007	
10 Años	Tasa E.A.
<b>Creditos Cartera Ordinaria</b>	-
<b>Creditos Bancoldex</b>	15,28%
<b>Bonos Deuda Privada</b>	11,34%
Fuentes Superfinanciera, BVC y Bancoldex	

Año 2008	
10 Años	Tasa E.A.
<b>Creditos Cartera Ordinaria</b>	-
<b>Creditos Bancoldex</b>	16,99%
<b>Bonos Deuda Privada</b>	14,84%
Fuentes Superfinanciera, BVC y Bancoldex	

**Figura 7. Créditos desembolsado vs Bonos Deuda Privada en monto**

En esta figura se ve claramente la preferencia del sector empresarial por financiaciones vía crédito bancario.

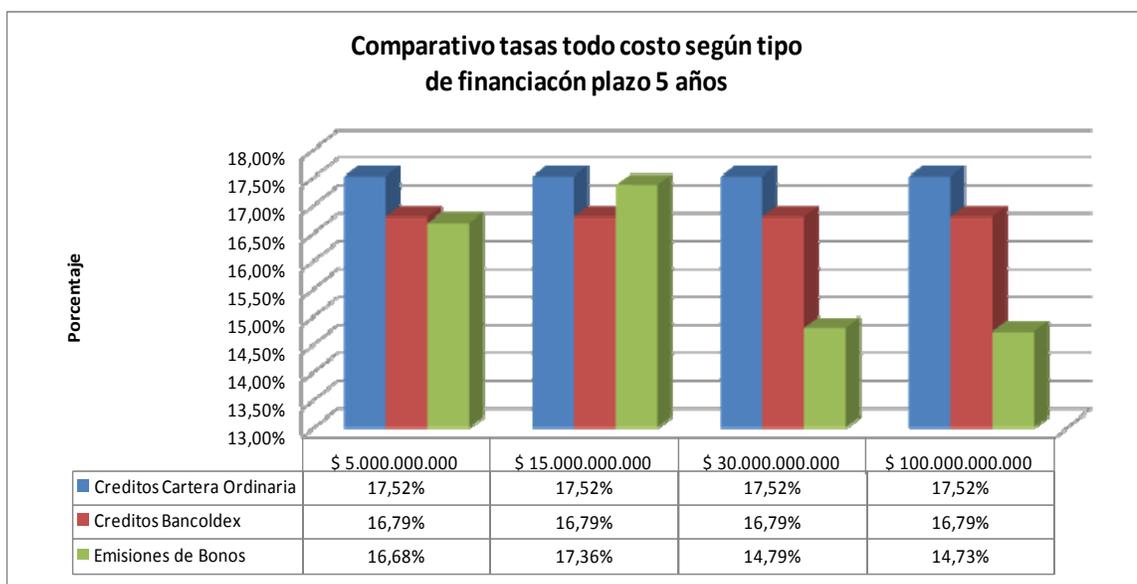


Fuente Superintendencia Financiera de Colombia

**Figura 8. Comparativo tasas todo costo según tipo de financiación plazo 5 años.**

La comparación más importante de todo este estudio se centra en el ejemplo que a continuación presentamos en donde se hace un estimado de costos para emisiones entre \$5.000MM (Cinco mil millones de pesos) y \$100.000 MM (Cien mil millones de pesos).

Los montos se escogieron de esta forma como un paso previo a las conclusiones de este trabajo.



**Supuestos**

Se asume un mismo margen de 200bps para todos los montos en los crédito Bancoldex

Para las emisiones de Bonos se asume la tasa de Colocación del Emisor Odinsa como ejemplo para este plazo y monto

La tasa de cartera Ordinaria es la promedio de todos los desembolsos realizados en el 2008

Como podemos ver en la Figura 8 una emisión de COP5.000mln en términos de todo costo puede salir a niveles muy similares de un crédito bancario y una

financiación Bancoldex, probablemente un emisor de éste monto le parecerán razonables los costos ya que se van a mínimos en la escala pero a lo mejor no cumpla con los requisitos exigidos como Gobierno Corporativo y Calificación de riesgo y no le interesará empezar a cumplir con todos los requisitos exigidos para emisores por un monto tan pequeño de financiación. En éste sentido la alternativa más viable de financiación debería ser o Cartera Ordinaria o un Crédito Bancoldex.

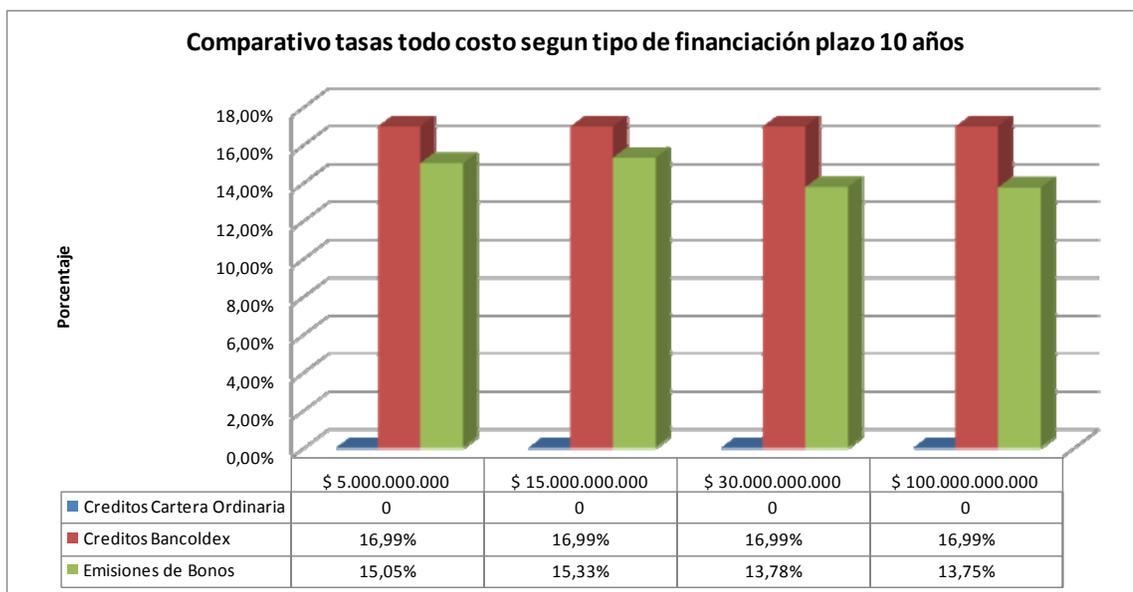
En el supuesto de COP15.000mln la emisión de bonos saldría muy costosa por los costos implícitos de la misma en términos de patrimonio y honorarios por lo que eventualmente se debería de financiar con crédito bancario o una financiación Bancoldex donde estará sujeto a los cupos de los bancos y la modalidad de financiación que proponga Bancoldex.

Para el caso de COP30.000mln podemos ver que la mejor alternativa es la financiación vía Bonos ya que los costos de emisión se diluyen en el plazo y monto durante los tiempos. Los márgenes entre un crédito ordinario y una emisión son casi de 300bps pero aquí la compañía debería evaluar la conveniencia de hacer una emisión como por ejemplo revelación de información, vigilancia de la Superfinanciera, amortización entre otros. En estos niveles la compañía debe estar estructurada bajo lineamientos de Gobierno Corporativo y en proyectos de expansión y crecimiento que puede ser orgánico o no orgánico por lo que hacer una emisión debe ser el preludeo para un crecimiento futuro.

En niveles de COP100.000mln ya podemos estar hablando de Grandes Conglomerados económicos o grandes compañías que buscan una financiación

de largo plazo con una estructura sólida donde los costos se diluyen en gran proporción por el monto de la emisión.

**Figura 9. Comparativo tasas todo costo según tipo de financiación plazo 10 años.**



Para el plazo de 10 años el mercado financiero local no ha tenido apetito ya que los plazos máximos están en 5 años y muy esporádicamente 7 años. Aquí la mejor alternativa que se determina es una emisión de bonos o en dado caso buscar otra alternativa y entrar a los mercados internacionales a través de un Crédito Sindicado o un Club Deal lo cual abre la compañía al mundo y le hace

más fácil una expansión no orgánica es decir bajo el esquema de fusiones y adquisiciones.

## 2. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

### 2.1 Conclusiones Generales

El sector PYME (pequeña y mediana empresa) en Colombia está realmente lejos de poder contar con un sistema de financiación basado en la emisión de bonos debido principalmente a los siguientes aspectos:

- Los numerosos requisitos legales exigidos en el proceso de emisión de bonos contrastan con la relativa simplicidad que implica acceder a líneas de crédito bancarias.
- La obligación de “abrirse” a terceros, es decir informar al público sobre toda la información financiera, planes de expansión, y en general sobre políticas y decisiones que influyan de forma relevante en la decisión de un inversionista, crea una barrera en la mentalidad de empresas creadas bajo una estructura familiar en donde las decisiones se toman de forma cerrada .
- Los mayores demandantes y actores principales que generan liquidez en el mercado de bonos en Colombia son los Fondos de Pensiones, y estos a su vez dentro de sus políticas internas de riesgo establecen unas calificaciones mínimas de emisor para adquirir sus títulos en el mercado. Una pequeña o mediana empresa en Colombia difícilmente cumple con los requisitos establecidos por las calificadoras para poder entrar en el grupo de emisores aceptados por los fondos de pensiones.
- Llegado el caso de superar las barreras de requisitos, y calificación, el monto de la emisión es fundamental para ser demandada en el mercado,

- El monto de la emisión es determinante en el costo implícito de la tasa de interés de colocación en el mercado, es decir un mismo emisor que desarrolle dos emisiones con montos diferentes por ejemplo una de \$5.000 MM y otra de \$50.000, la primera debe ser colocada a una tasa mayor que la segunda para poder ser atractiva entre los participantes del mercado.

Los créditos ordinarios no se contemplan en nuestro país a un plazo mayor a cinco años, si una empresa dentro de sus proyectos a largo plazo necesita un plazo mayor al mencionado, es necesario que acceda al mercado de capitales; o a créditos de líneas de fomento sin embargo estas últimas al ser de redescuento, se manejan por cupos otorgados a los bancos comerciales, los cuales asumen el riesgo de colocación. Lo anterior produce que los bancos tienden a otorgar el cupo de estos créditos a los clientes que califiquen al menor riesgo de cumplimiento, alejando las oportunidades de la mediana empresa de acceder a estas líneas.

Las decisiones del Banco Central<sup>26</sup> en cuanto a la política de tasas de interés, influyen directamente en el comportamiento de las tasas tanto de las emisiones

---

<sup>26</sup> Banco de la República

de bonos como en las de colocación de créditos siendo este un aspecto importante a tener en cuenta para la política de financiación de una compañía.

En Colombia existe una preferencia histórica hacia los créditos otorgados por el sector financiero no obstante es de mencionar que a pesar que en el 2008 el monto total de emisiones de bonos de deuda privada disminuyó respecto al año anterior por motivos de entorno económico, cada vez aumenta la preferencia por esta clase de opciones de inversión por parte de los inversionistas calificados.

## **2.2 Recomendaciones Generales**

La compañía que este evaluando estas opciones de financiación deberá plantearse los siguientes interrogantes que podrán darle una primera aproximación a su toma de decisión:

- ¿Qué tamaño tiene mi compañía?
- ¿Mis niveles de ventas y prospecto de crecimiento es viable para una posible emisión?
- ¿Mi compañía es sujeta de ser calificada por una compañía Calificadora de Riesgo?
- ¿Mi compañía está dispuesta a asumir los costos de las calificadoras y de la emisión en sí?
- ¿Mi expectativa de repago de deuda es hasta el vencimiento o espero hacer abonos a capital?

- ¿Estoy dispuesto a abrir mi información financiera al público?

Para que en Colombia, realmente experimentemos un mercado de capitales dinámico en el que las empresas de pequeño y mediano tamaño tengan acceso a la emisión de bonos como alternativa de financiación de forma masiva, es necesario ejecutar un programa especial impulsado por el gobierno nacional, en el cual se presenten condiciones especiales de disminución de trámites y costos para las empresas del sector PYME acompañado después de los respectivos estudios, de un aval que garantice el pago de la emisión para generar la suficiente liquidez en el mercado y su negociabilidad.

### 3. BIBLIOGRAFIA

- MISHKIN, Frederic. Moneda, banca y mercados financieros 8ª edición.
- BERNAL, Cesar Augusto. Metodología de la Investigación, Editorial Pearson Prentice Hall 2ª Edición 2006.
- Carta Financiera Edición No.144 - Octubre- Diciembre de 2008
- Guía de Valores del Mercado Colombiano-Colombia Capital capítulo 3.1.1
- Resolución 400 de 1995
- Decreto 663 de 1993 Estatuto Orgánico del Sistema Financiero
- Decreto 2423 de 1993 Estatuto Orgánico del Sistema Financiero
- Consultas en Internet

[www.superfinanciera.gov.co](http://www.superfinanciera.gov.co)

[www.bvc.com.co](http://www.bvc.com.co)

[www.banrep.gov.co](http://www.banrep.gov.co)

[www.bloomerg.com](http://www.bloomerg.com)

[www.wikipedia.org](http://www.wikipedia.org)

[www.dcrcolombia.com.co](http://www.dcrcolombia.com.co)

[www.bancoldex.com](http://www.bancoldex.com)

## ANEXOS

### Anexo 1. Discriminado todo costo Emisiones y Créditos Financieros

Emisión de Bonos de Deuda Privada	\$ 5.000.000.000	\$ 15.000.000.000	\$ 30.000.000.000	\$ 100.000.000.000
DERECHOS DE INSCRIPCIÓN EN EL RNVE	\$ 2.981.400	\$ 24.845.000	\$ 49.690.000	\$ 149.070.000
INSCRIPCIÓN EN LA BVC	\$ 2.820.000	\$ 8.460.000	\$ 16.920.000	\$ 55.200.000
CUOTA DE SOSTENIMIENTO BVC	\$ 1.400.000	\$ 4.200.000	\$ 8.400.000	\$ 27.700.000
CONTRATACION CALIFICADORA	\$ 12.500.000	\$ 12.500.000	\$ 12.500.000	\$ 42.000.000
ADMINISTRACION Y CUSTODIA DECEVAL	\$ 60.000.000	\$ 41.666.667	\$ 83.333.333	\$ 250.000.000
HONORARIOS AGENTE ESTRUCTURADOR	\$ 40.000.000	\$ 416.666.667	\$ 833.333.333	\$ 2.500.000.000
PRESENTACIONES)	\$ 5.000.000	\$ 2.500.000	\$ 5.000.000	\$ 15.000.000
	\$ 124.701.400	\$ 510.838.333	\$ 1.009.176.667	\$ 3.038.970.000
Costo adicional sobre el monto de la emisión	2,49%	3,41%	3,36%	3,04%
En plazo de 5 años será	0,50%	0,68%	0,67%	0,61%
En plazo de 10 años	0,21%	0,28%	0,28%	0,25%

Creditos de Cartera Ordinaria, Preferenciales y Bancoldex	\$ 5.000.000.000	\$ 15.000.000.000	\$ 30.000.000.000	\$ 100.000.000.000
Impuesto de Timbre 1% sobre el valor de la Emision	\$ 50.000.000	\$ 150.000.000	\$ 300.000.000	\$ 1.000.000.000
Costo adicional sobre el monto de la emisión	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
En plazo de 5 años será	0,20%	0,20%	0,20%	0,20%
En plazo de 10 años solo modalidad Bancoldex	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

Ejemplo 2008 Plazo 5 años	\$ 5.000.000.000	\$ 15.000.000.000	\$ 30.000.000.000	\$ 100.000.000.000
Creditos Cartera Ordinaria	17,32%	17,52%	17,52%	17,52%
Creditos Bancoldex	16,79%	16,79%	16,79%	16,79%
Emisiones de Bonos	16,18%	16,68%	17,36%	14,79%

Ejemplo 2008 Plazo 10 años	\$ 5.000.000.000	\$ 15.000.000.000	\$ 30.000.000.000	\$ 100.000.000.000
Creditos Cartera Ordinaria				
Creditos Bancoldex	16,99%	16,99%	16,99%	16,99%
Emisiones de Bonos	14,84%	15,05%	15,33%	13,75%

**UNIVERSIDAD DE LA SABANA  
INSTITUTO DE POSTGRADOS**

**RESUMEN ANALÍTICO DE INVESTIGACIÓN (R.A.I)**

**ORIENTACIONES PARA SU ELABORACIÓN:**

El Resumen Analítico de Investigación (RAI) debe ser elaborado en Excel según el siguiente formato registrando la información exigida de acuerdo la descripción de cada variable. Debe ser revisado por el asesor(a) del proyecto. EL RAI se presenta (quema) en el mismo CD-Room del proyecto como un segundo archivo denominado: " RAI "

<b>No.</b>	<b>VARIABLES</b>	<b>DESCRIPCIÓN DE LA VARIABLE</b>
1	<b>NOMBRE DEL POSTGRADO</b>	Finanzas y Mercado de Capitales
2	<b>TÍTULO DEL PROYECTO</b>	Análisis comparativo de las tasas de las principales Emisiones de Bonos de Deuda Privada y tasas de interés de Créditos Financieros efectuados en Colombia para el periodo comprendido entre 2007 y 2008
3	<b>AUTOR(es)</b>	Ramirez Silva John y Quiroga Aaron Edgard
4	<b>AÑO Y MES</b>	2009 Marzo
5	<b>NOMBRE DEL ASESOR(a)</b>	Montilla Oscar
6	<b>DESCRIPCIÓN O ABSTRACT</b>	<p>Entrega de información al sector empresarial con el fin de conocer las bondades y debilidades al obtener una financiación por medio del mercado de capitales o a través el mercado bancario dando la suficiente información relevante para que una compañía pueda determinar en un principio si le es más conveniente financiarse con una emisión de bonos de deuda privada o tomar un crédito bancario. Con el anterior análisis se dará a la compañía herramientas para la toma de decisión de financiación presentando un análisis comparativo de la evolución de las emisiones de bonos de deuda privada para los años 2007 y 2008 comparándolo con las tasas, costos y condiciones de los créditos bancarios. Se presentaran unas conclusiones y recomendaciones.</p> <p>Give to the Business sector the enough information looking to know the strengths and the weaknesses of the different financing alternatives like a Bonds Issuance made through the Capital Markets or a Plain vanilla loan made by the Financial Institutions. This first approach will give the company some indications if would be better obtain financing thr</p>
7	<b>PALABRAS CLAVES O DESCRIPTORES</b>	Colombia Bonos Deuda Privada Créditos Bancarios Tasas Condiciones Comparativo 2008
8	<b>SECTOR ECONÓMICO AL QUE PERTENECE EL PROYECTO</b>	Sector Empresarial mediana y grande empresa. Ventas superiores a 5.000SMLV
9	<b>TIPO DE INVESTIGACIÓN</b>	Aplicada

10	<b>OBJETIVO GENERAL</b>	<p>Entregar información al sector empresarial que sea de ayuda para conocer las bondades y debilidades al obtener una financiación por medio del mercado de capitales o a través de las tradicionales formas de financiación en el mercado bancario dando la suficiente información relevante para que una compañía pueda determinar en un principio si le es más conveniente financiarse con una emisión de bonos de deuda privada o tomar un crédito bancario.</p> <p>Como resultado de la anterior introducción, sustentando el análisis objeto de este estudio y con el fin de dar herramientas adicionales a la compañía en la toma de decisión de financiación se efectuará un análisis comparativo de la evolución de las emisiones de bonos de deuda privada para los años 2007 y 2008 comparándolo con las tasas, costos y condiciones de los créditos bancarios para el mismo periodo.</p>
11	<b>OBJETIVOS ESPECÍFICOS</b>	<p>Describir los requisitos necesarios, costos, ventajas, desventajas de buscar una financiación a través de una Emisión de Bonos de deuda privada en Colombia proporcionando de ésta manera una fuente de información de fácil acceso al público donde podrán encontrar las herramientas necesarias para poder facilitar la toma de decisiones financieras con información actualizada y relevante.</p> <p>Con la información de los principales Intermediarios del Sistema Financiero se realizará un análisis de los tipos de crédito financiero, requisitos, garantías y tasas de operaciones colocadas para el periodo de 2007 y 2008 buscando brindar la suficiente información actualizada a las compañías de la situación presente de este mercado.</p> <p>Se efectuará un proceso de recolección de información referente a las tasas y condiciones de las principales emisiones de deuda privada y las tasas de intereses de los créditos financieros.</p> <p>Se efectuará un análisis comparativo de la evolución de las emisiones de bonos de deuda privada para los años 2007 y 2008 como una forma de financiación existente en el mercado de valores de Colombia comparándolo con las t</p> <p>Con éste análisis se tratará de dar la suficiente información para guiar a las empresas, en la toma de decisiones para</p> <p>Se mostrará las tendencias y la relación que existe entre las tasas y costos de las principales emisiones y las tasas y</p>

12	<b>FUENTES BIBLIOGRÁFICAS</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• MISHKIN, Frederic. Moneda, banca y mercados financieros 8ª edición.</li> <li>• BERNAL, Cesar Augusto. Metodología de la Investigación, Editorial Pearson Prentice Hall 2ª Edición 2006.</li> <li>• Carta Financiera Edición No.144 - Octubre- Diciembre de 2008</li> <li>• Guía de Valores del Mercado Colombiano-Colombia Capital capítulo 3.1.1</li> <li>• Resolución 400 de 1995</li> <li>• Decreto 663 de 1993 Estatuto Orgánico del Sistema Financiero</li> <li>• Decreto 2423 de 1993 Estatuto Orgánico del Sistema Financiero</li> <li>• Consultas en Internet</li> </ul> <p>www.superfinanciera.gov.co  www.bvc.com.co  www.banrep.gov.co  www.bloomerg.com  www.wikipedia.org  www.dcrcolombia.com.co  www.bancoldex.com</p>
13	<b>RESUMEN O CONTENIDO</b>	<p>Las tradicionales formas de financiación se han visto enfrentadas, y de cierta forma competidas por diferentes alternativas que ofrece el mercado de capitales a través del sector bursátil que han permitido a las compañías contar con otras opciones de financiación y tener una dependencia cada vez menor del sector financiero.</p> <p>Las emisiones de valores en Colombia no se han quedado atrás, cada vez son más las compañías que empiezan a plantear dentro de su planeación financiera, la alternativa de emitir toda clase de bonos, papeles comerciales y acciones entre otros, dejando de ser esta una actividad casi única de las entidades estatales como mecanismo para captar dinero de los inversionistas y financiar sus presupuestos.</p> <p>Con este trabajo de investigación introduciremos al lector inicialmente en todo lo relacionado con las alternativas de financiación a las que puede; luego pasaremos al mercado de capitales abordando el tema de emisiones de valores; específicamente emisión de Bonos; requisitos, pasos, herramientas que ofrece la Bolsa de Valores de Colombia, Calificadoras de riesgo, posteriormente analizaremos los tipos de créditos financieros existentes sus características, t Buscamos con toda esta información proporcionar una herramienta de consulta en la que se puedan establecer los p</p>
14	<b>METODOLOGÍA</b>	<p>Recolección de información de las diferentes fuentes existentes como libros, internet y conocimiento propio de los autores de acuerdo a su experiencia laboral. Análisis comparativo realizados según la información recaudada.</p> <p>Presentación de conclusiones y recomendaciones</p>

15	<b>CONCLUSIONES</b>	<p>El sector PYME (pequeña y mediana empresa) en Colombia está realmente lejos de poder contar con un sistema de financiación basado en la emisión de bonos debido principalmente a los siguientes aspectos:</p> <ul style="list-style-type: none"><li>• Los numerosos requisitos legales exigidos en el proceso de emisión de bonos contrastan con la relativa simplicidad que implica acceder a líneas de crédito bancarias.</li><li>• La obligación de “abrirse” a terceros, es decir informar al público sobre toda la información financiera, planes de expansión, y en general sobre políticas y decisiones que influyan de forma relevante en la decisión de un inversionista, crea una barrera en la mentalidad de empresas creadas bajo una estructura familiar en donde las decisiones se toman de forma cerrada .</li><li>• Los mayores demandantes y actores principales que generan liquidez en el mercado de bonos en Colombia son los Fondos de Pensiones, y estos a su vez dentro de sus políticas internas de riesgo establecen unas calificaciones mínimas de emisor para adquirir sus títulos en el mercado. Una pequeña o mediana empresa en Colombia difícilmente cumple con los requisitos establecidos por las calificadoras para poder entrar en el grupo de emisores aceptados.</li><li>• Llegado el caso de superar las barreras de requisitos, y calificación, el monto de la emisión es fundamental para ser aceptada.</li><li>• El monto de la emisión es determinante en el costo implícito de la tasa de interés de colocación en el mercado, es decir, los créditos ordinarios no se contemplan en nuestro país a un plazo mayor a cinco años, si una empresa dentro de su</li></ul>
----	---------------------	--

16	<b>RECOMENDACIONES</b>	<p>La compañía que este evaluando estas opciones de financiación deberá plantearse los siguientes interrogantes que podrán darle una primera aproximación a su toma de decisión:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• ¿Qué tamaño tiene mi compañía?</li> <li>• ¿Mis niveles de ventas y prospecto de crecimiento es viable para una posible emisión?</li> <li>• ¿Mi compañía es sujeta de ser calificada por una compañía Calificadora de Riesgo?</li> <li>• ¿Mi compañía está dispuesta a asumir los costos de las calificadoras y de la emisión en sí?</li> <li>• ¿Mi expectativa de repago de deuda es hasta el vencimiento o espero hacer abonos a capital?</li> <li>• ¿Estoy dispuesto a abrir mi información financiera al público?</li> </ul> <p>Para que en Colombia, realmente experimentemos un mercado de capitales dinámico en el que las empresas de pequeño y mediano tamaño tengan acceso a la emisión de bonos como alternativa de financiación de forma masiva, es necesario ejecutar un programa especial impulsado por el gobierno nacional, en el cual se presenten condiciones especiales de disminución de trámites y costos para las empresas del sector PYME acompañado después de los respectivos estudios, de un aval que garantice el pago de la emisión para generar la suficiente liquidez en el mercado</p>
*	CÓDIGO DE LA BIBLIOTECA	No aplica para usted.

**CRISANTO QUIROGA OTÁLORA**  
**Coordinador Comité de Investigación**