

**INSTRUMENTOS DE FINANCIACIÓN DEL MERCADO DE  
VALORES Y POLÍTICAS DE BUEN GOBIERNO CORPORATIVO  
PARA LA MEDIANA Y GRAN EMPRESA DE BUCARAMANGA Y SU  
ÁREA METROPOLITANA**

**INSTRUMENTOS DE FINANCIACIÓN DEL MERCADO DE  
VALORES Y POLÍTICAS DE BUEN GOBIERNO CORPORATIVO  
PARA LA MEDIANA Y GRAN EMPRESA DE BUCARAMANGA Y SU  
ÁREA METROPOLITANA**

**IGNIS DALINI ECHEVERRI LÓPEZ  
CHRISTIAN HENRY MORA APONTE**

**UNIVERSIDAD INDUSTRIAL DE SANTANDER  
FACULTAD DE INGENIERIAS FISICOMECAICAS  
ESCUELA DE ESTUDIOS INDUSTRIALES Y EMPRESARIALES  
BUCARAMANGA  
2007**

**INSTRUMENTOS DE FINANCIACIÓN DEL MERCADO DE VALORES Y  
POLÍTICAS DE BUEN GOBIERNO CORPORATIVO PARA LA MEDIANA  
Y GRAN EMPRESA DE BUCARAMANGA Y SU ÁREA METROPOLITANA**

**IGNIS DALINI ECHEVERRI LÓPEZ  
CHRISTIAN HENRY MORA APONTE**

**Trabajo de grado en la modalidad de investigación  
para optar al título de Ingeniero Industrial**

**Directora  
OLGA PATRICIA CHACÓN ARIAS  
Ingeniera Industrial, Ms.**

**UNIVERSIDAD INDUSTRIAL DE SANTANDER  
FACULTAD DE INGENIERIAS FISICOMECAÑICAS  
ESCUELA DE ESTUDIOS INDUSTRIALES Y EMPRESARIALES  
BUCARAMANGA  
2007**

**TÍTULO: INSTRUMENTOS DE FINANCIACIÓN DEL MERCADO DE VALORES Y POLÍTICAS DE BUEN GOBIERNO CORPORATIVO PARA LA MEDIANA Y GRAN EMPRESA DE BUCARAMANGA Y SU ÁREA METROPOLITANA\***

**AUTORES: IGNIS DALINI ECHEVERRI LÓPEZ  
CHRISTIAN HENRY MORA APONTE\*\***

**RESUMEN:** El documento comienza con una revisión bibliográfica de las distintas características del mercado de valores mostrando una a una las principales alternativas que ofrece este mercado a las empresas; además, se incluye un recorrido histórico sobre la evolución del concepto de gobierno corporativo y sus formas de medición y una descripción del entorno empresarial Santandereano. Posteriormente se realiza una descripción de los principales trámites y costos a tener en cuenta al realizar un proceso de emisión de bonos y acciones en Colombia.

A partir de esta revisión, se desarrolla una investigación descriptiva en las empresas medianas y grandes de Bucaramanga y su Área Metropolitana, en la que se determinan diversos aspectos relacionados con las preferencias de los empresarios para financiar sus actividades, la participación y conocimiento del mercado de valores, y el cumplimiento de lineamientos de gobierno corporativo en las empresas. La información recolectada permite definir las características que tendría un instrumento del mercado de valores que se adapte a las necesidades de los empresarios y su viabilidad en las condiciones actuales del mercado, y se desarrolla un diagnóstico y medición del estado de gobierno corporativo de las empresas de la región aplicando herramientas econométricas que facilitan el análisis de las variables definidas.

**PALABRAS CLAVES:** Gobierno Corporativo, Mercado de Valores, Instrumentos de Financiación, Finanzas.

\* Trabajo de grado.

\*\* Facultad de Ingenierías Físico Mecánicas, Escuela de Estudios Industriales y Empresariales, Olga Patricia Chacón Arias.

TITLE: STOCK MARKET FINANCIAL INSTRUMENTS AND GOOD CORPORATE GOVERNMENT POLITICS FOR THE MEDIUM AND LARGE BUSINESS OF BUCARAMANGA AND ITS METROPOLITAN AREA.

AUTHORS: IGNIS DALINI ECHEVERRI LÓPEZ  
CHRISTIAN HENRY MORA APONTE\*\*

ABSTRACT: The document begins with a bibliographical review of the different characteristics of the stock market showing one by one the main alternatives that this market offers to businesses; also, it includes a historical tour over the evolution of the concept of corporate government and its measuring ways with a description of the business environment of Santander. Subsequently a description of the main procedures and costs to take into account when undergoing a process of emission of stocks and bonds in Colombia is made.

From this review, a descriptive investigation in the medium and large business of Bucaramanga and its Metropolitan Area is developed, finding different aspects related to the preferences of the businessmen to finance their activities, the participation and knowledge of the stock market and the accomplishing of the corporate government features in businesses. The information collected allows for a definition of the characteristics of a stock market instrument that would adapt itself to the needs of the businessmen and its viability in the actual market conditions, this study also includes a diagnostic and measurement of the state of corporate government of the businesses in the region with the use of econometric tools that facilitate the analysis of the defined variables.

KEY WORDS: Corporate Government, Capital Market, Financial Instruments, Finance.

\* Undergraduate thesis.

\*\* Physic-Mechanic Engineering Faculty, Department of Industrial and Managerial Studies, Olga Patricia Chacón Arias.

A mi **madre** y a mis padres.

A mis padres y a mi hermana.

## **AGRADECIMIENTOS**

Los autores expresan sus agradecimientos a:

Los EMPRESARIOS de la región que participaron en el estudio, por dedicar parte de su tiempo a responder el cuestionario y la entrevista de este trabajo.

La ESCUELA DE ESTUDIOS INDUSTRIALES Y EMPRESARIALES, por el aporte de recursos financieros para obtener la base de datos de las empresas medianas y grandes de Santander de la Cámara de Comercio de Bucaramanga, y de recursos tecnológicos y de comunicaciones durante el desarrollo del trabajo de campo.

MARÍA CAROLINA MENDOZA, Ingeniera Industrial, por la colaboración prestada para el desarrollo de las encuestas del proyecto en algunas empresas.

OLGA PATRICIA CHACHÓN ARIAS, Ingeniera Industrial – Magíster en Finanzas, por su dedicada colaboración en el desarrollo de este trabajo.

SONIA INÉS REALPE DURÁN, estudiante de Economía, por su colaboración en el desarrollo del modelo econométrico presentado en este trabajo.

# CONTENIDO

	Pág.
<b>INTRODUCCIÓN</b>	<b>1</b>
<b>1. ESTADO DEL ARTE</b>	<b>3</b>
1.1 CONCEPTOS BÁSICOS SOBRE FINANZAS CORPORATIVAS	3
1.1.1 El sistema financiero	3
1.1.2 Mercado público de valores	5
1.1.3 Financiación de las empresas	6
1.1.4 Financiación de las empresas en el corto plazo	7
1.1.5 Financiación de las empresas en el largo plazo	7
1.1.6 Financiación a través de deuda	9
1.1.7 Financiación a través de capital	17
1.1.8 Colocación de un instrumento financiero	21
1.1.9 Instrumentos financieros para el cubrimiento del riesgo	22
1.2 EL CONCEPTO DE GOBIERNO CORPORATIVO	24
1.2.1 ¿Qué es gobierno corporativo?	24
1.2.2 El gobierno corporativo en diferentes países	29
1.2.3 El gobierno corporativo en Colombia	33
1.2.4 Índices de puntuación para el gobierno corporativo	37
1.3 ECONOMÍA EN SANTANDER	41
1.3.1 Recorrido histórico	41
1.3.2 Generalidades de la economía regional en la actualidad	44
1.3.3 Documentos y planes del gobierno relacionados con el desarrollo a futuro de la economía de Santander	50

	Pág.
<b>2. GENERALIDADES DE LA INVESTIGACIÓN</b>	<b>52</b>
2.1 DEFINICIÓN DEL PROBLEMA DE INVESTIGACIÓN	52
2.1.1 Planteamiento del problema	52
2.1.2 Propósito de la investigación	52
2.2 OBJETIVOS DE LA INVESTIGACIÓN	53
2.2.1 Objetivos generales	53
2.2.2 Objetivos específicos	53
2.3 DISEÑO DE LA INVESTIGACIÓN	53
2.3.1 Información necesaria	54
2.3.2 Fases de la investigación	55
2.3.3 Fuentes de datos	55
2.3.4 Diseño del instrumento de medición	56
2.3.5 Plan de análisis de datos	58
2.4 DISEÑO DE LA MUESTRA	58
2.4.1 Población	58
2.4.2 Marco muestral	59
2.4.3 Técnica de muestreo	59
2.5 TAMAÑO DE LA MUESTRA	60
2.6 APLICACIÓN DEL INSTRUMENTO	61
2.6.1 Principales causas de rechazo	62
2.6.2 Empresas encuestadas	63
<b>3. PROCESO DE EMISION DE ACCIONES E INSTRUMENTOS DE RENTA FIJA</b>	<b>64</b>
3.1 PROCESO DE INSCRIPCIÓN DE ACCIONES	64
3.1.1 Pasos a seguir y documentación necesaria	64
3.1.2 Costos a tener en cuenta	67
3.1.3 Requisitos para los emisores de acciones	69

	Pág.
3.1.4 Emisores que no cumplen los requisitos	71
3.1.5 Emisores listados que incumplen los requisitos	71
<b>3.2 PROCESO DE INSCRIPCIÓN DE BONOS</b>	<b>73</b>
3.2.1 Pasos se seguir y Documentación Necesaria	73
3.2.2 Costos a tener en cuenta	75
<b>4. RESULTADOS GENERALES DE LA INVESTIGACIÓN</b>	<b>80</b>
4.1 PREPARACIÓN DE LOS DATOS	80
4.1.1 Verificación del cuestionario	80
4.1.2 Trascrición y depuración de los datos	81
4.2 FICHA TÉCNICA	81
4.3 RESULTADOS GENERALES	83
4.3.1 Características de las empresas	83
4.3.2 Formas de financiación actual de las empresas	86
4.3.3 Conocimiento y participación en el mercado de valores	91
4.3.4 Perspectivas de participación futura en el mercado de valores	99
4.4 PERCEPCIÓN DE RIESGOS	101
<b>5. INSTRUMENTO DE FINANCIACIÓN PARA LAS EMPRESAS MEDIANAS Y GRANDES DE LA REGIÓN</b>	<b>105</b>
5.1 PLAZO DEL INSTRUMENTO	105
5.2 MONTO Y TIPO DE EMISIÓN	113
5.2.1 Monto en emisiones de Solo Deuda	115
5.2.2 Monto en emisiones de combinaciones Deuda – Capital	116
5.2.3 Emisiones de Solo Capital	121
5.2.4 Resultados sobre el monto para el instrumento	121
5.3 GARANTÍAS DEL INSTRUMENTO	121

	Pág.
5.4 TASA DEL INSTRUMENTO	123
5.4.1 Diferencias relacionadas con el riesgo entre Bonos Públicos y Privados	124
5.4.2 Tasas de interés sobre el nominal (cupón) de Bonos Públicos y Privados	124
5.4.3 Perspectiva del inversionista: rendimientos Bonos Públicos y privados	126
5.4.4 Calificación crediticia	130
5.4.5 Criterios de los empresarios de Bucaramanga y su Área Metropolitana para la definición de la tasa del instrumento a emitir	134
5.5 INCENTIVOS ADICIONALES	135
5.6 PERIODICIDAD DE PAGOS DEL INSTRUMENTO	137
5.7 COLOCACIÓN DEL INSTRUMENTO	139
5.8 EMISIONES CONJUNTAS	141
<b>6. DIAGNÓSTICO DE GOBIERNO CORPORATIVO PARA LAS EMPRESAS MEDIANAS Y GRANDES DE LA REGIÓN</b>	<b>143</b>
6.1 ANTECEDENTES PARA LA CREACIÓN DE UN MODELO DE MEDICIÓN	143
6.2 PRINCIPIOS DEL GOBIERNO CORPORATIVO	144
6.2.1 Derechos de los accionistas	144
6.2.2 Trato equitativo de los accionistas	145
6.2.3 Juntas Directivas	146
6.2.4 Transparencia, fluidez e integridad de la información	146
6.2.5 Grupos de Interés o Stakeholders	147
6.3 DEFINICIÓN DE LAS VARIABLES EXPLICATIVAS DEL MODELO DE MEDICIÓN	148
6.4 RESULTADOS ESTADÍSTICOS DEL MODELO DE MEDICIÓN DE GOBIERNO CORPORATIVO	151

	Pág.
6.4.1 Resultados de “X1: Derechos de los accionistas”	152
6.4.2 Resultados de “X2: Facultades de la AGA”	153
6.4.3 Resultados de “X3: Acceso a la información para los accionistas”	155
6.4.4 Resultados de “X4: Transparencia y acceso a la información para el mercado”	157
6.4.5 Resultados de “X5: Funcionamiento y composición de la junta directiva”	158
6.4.6 Resultados de “X6: Comités de la junta directiva”	161
6.4.7 Resultados de “X7: Remuneración y obligaciones de la alta dirección”	161
6.4.8 Resultados de “X8: Relación con los Stakeholders”	162
6.5 CONSTRUCCIÓN DEL ÍNDICE DE GOBIERNO CORPORATIVO PARA LAS EMPRESAS DE LA REGIÓN	163
6.6 ANÁLISIS ECONÓMÉTRICO FRENTE AL NIVEL DE GOBIERNO CORPORATIVO DE LAS EMPRESAS DE LA REGIÓN	166
6.6.1 Hallazgos frente a variables endógenas	169
6.6.2 Hallazgos frente a variables exógenas	177
<b>CONCLUSIONES</b>	<b>183</b>
<b>RECOMENDACIONES</b>	<b>190</b>
<b>BIBLIOGRAFIA</b>	<b>192</b>
<b>ANEXOS</b>	<b>197</b>

## LISTA DE TABLAS

	Pág.
Tabla 1.1 Evolución del concepto de Gobierno Corporativo	26
Tabla 1.2 Comparativa de los patrones de gobierno corporativo	
Tabla 1.3 Modelos de Gobierno Corporativo	32
Tabla 1.4 Cualidades y diferencias de los índices de medición de gobierno corporativo	39
Tabla 1.5 Clasificación por tamaño de las Empresas	50
Tabla 2.1 Principales causas de rechazo manifestadas en las empresas	62
Tabla 3.1. Costos de inscripción y sostenimiento en el RNV	67
Tabla 3.2. Costos de sostenimiento en la BVC	68
Tabla 3.3 Costos Fiscales de la emisión	68
Tabla 3.4 Costos de Comisiones y Publicación	69
Tabla 3.5 TARIFAS BRC INVESTOR SERVICES – Calificadora de riesgos	75
Tabla 3.6 Tarifas Duff & Phelps – Calificadora de riesgos	76
Tabla 3.7 TARIFAS BVC- Emisiones de Renta Fija	76
Tabla 4.1 Importancia del mercado de valores	92
Tabla 4.2 Aceptación de un FCP como mecanismo de financiación	94
Tabla 4.3 Instrumentos en los que han invertido los empresarios	98
Tabla 4.4 Entidades puente para la participación en el mercado de valores	98
Tabla 4.5 Porcentaje máximo que ofrecerían las empresas a nuevos inversionistas	101
Tabla 4.6 Riesgos señalados por los empresarios respecto a su negocio	102
Tabla 4.7 Mecanismos de protección frente a los riesgos de negocio reconocidos por los empresarios	103
Tabla 5.1 Plazo para el que buscarían financiación	106
Tabla 5.2 Medias y Desviaciones por Sector	112
Tabla 5.3 Resumen – Análisis de varianza de un factor	113
Tabla 5.4 Análisis de varianza para las medias del plazo por sectores	113
Tabla 5.5 Monto de financiamiento a través de Deuda	115
Tabla 5.6 Categorías de financiación combinada Deuda – Capital	116
Tabla 5.7 Promedio ponderado punto de cambio para financiación “Y”	118
Tabla 5.8 Promedio ponderado punto de cambio para financiación “X”	120
Tabla 5.9 Promedio del monto para financiación “Z” (millones de pesos)	120
Tabla 5.10. Emisiones TES B Pesos Tasa Fija Vigentes	124
Tabla 5.11 Emisiones 2006 Bonos Ordinarios	125
Tabla 5.12 Betas para estimación de curva spot	127
Tabla 5.13 Tasas Indicativas de acuerdo a la calificación	130
Tabla 5.14 Calificación y Plazos	131
Tabla 5.15 Motivos enunciados para calificar una emisión	133

	Pág.
Tabla 5.16 Criterios de los empresarios para definir la tasa en una emisión	134
Tabla 5.17 Bienes o servicios adicionales que ofrecerían los empresarios	135
Tabla 5.18 Derechos que otorgarían los empresarios a un inversionista	137
Tabla 6.1 Preguntas relacionadas con las variables de Gobierno Corporativo	149
Tabla 6.2. Rangos de valor de las variables	150
Tabla 6.3 Valor porcentual de cada variable	151
Tabla 6.4 Resultados Estadísticos del modelo en las empresas encuestadas	151
Tabla 6.5 Resultados de X1: Derechos de los accionistas	153
Tabla 6.6 Resultados de X2: Facultades de la AGA	154
Tabla 6.7 Procedimientos establecidos para la AGA: Resultados en la muestra	154
Tabla 6.8 Funciones de la AGA: Resultados en la muestra	155
Tabla 6.9 Resultados de X3: Acceso a la información para los accionistas	156
Tabla 6.10 Información disponible para los socios en cualquier momento: Resultados en la muestra	157
Tabla 6.11 Resultados de X4: Transparencia y acceso a la información para el mercado	158
Tabla 6.12 Resultados de X5: Funcionamiento y composición de la Junta Directiva	159
Tabla 6.13 Obligaciones de los miembros de la Junta Directiva: Resultados en la muestra	159
Tabla 6.14 Funciones de la Junta Directiva: Resultados en la muestra	160
Tabla 6.15 Resultados de X6: Comités de la Junta Directiva	161
Tabla 6.16 Resultados de X8: Relación con los <i>Stakeholders</i>	162
Tabla 6.17 Top 10 de las empresas de la región de acuerdo al I <sub>GC</sub>	166
Tabla 6.18 Resultados prueba de hipótesis sobre la relación entre las variables $X_i$ y $A_t$	170
Tabla 6.19 Logit ordenado: nivel de gobierno corporativo. Resultados del modelo escogido	171
Tabla 6.20 Nivel de Gobierno corporativo: Resultados de regresión de variables exógenas	179
Tabla A1. Emisiones de renta fija en los años 2006 y 2007	208
Tabla A2. Emisiones de renta variable en los años 2006 y 2007	213

## LISTA DE GRÁFICOS

	Pág.
Gráfico 1.1 Estructura del sistema financiero	5
Gráfico 1.2. Proceso de operación de un Fondo de Capital Privado	20
Gráfico 1.3 Evolución histórica del PIB de Santander	45
Gráfico 1.4 PIB nacional por departamentos	45
Gráfico 1.5 Evolución de la tasa de desempleo en Santander	46
Gráfico 1.6 Evolución de la Inversión neta en sociedades en Santander	46
Gráfico 1.7 Evolución del capital constituido en Santander	47
Gráfico 1.8 Evolución de importaciones en Santander	48
Gráfico 1.9 Principales destinos de exportaciones en Santander	49
Gráfico 1.10 Principales capítulos arancelarios de exportación en Santander	49
Gráfico 1.11 Empresas de acuerdo al tamaño en Santander	49
Gráfico 3.1 Trámite de inscripción de emisión de acciones en la BVC	67
Gráfico 3.2 Composición de las emisiones de bonos corporativos en Colombia	78
Gráfico 4.1 Ficha técnica encuesta mercado de valores	81
Gráfico 4.2 Ficha técnica entrevista instrumento de financiación	82
Gráfico 4.3 Ficha técnica encuesta de gobierno corporativo	82
Gráfico 4.4 Tipo de sociedad de las empresas encuestadas	83
Gráfico 4.5 Actividades económicas de las empresas encuestadas	84
Gráfico 4.6 Origen de las empresas encuestadas	85
Gráfico 4.7 Origen de las empresas encuestadas de acuerdo a la actividad económica	85
Gráfico 4.8 Principales mecanismos de financiación utilizados	86
Gráfico 4.9 Mecanismos de financiación de acuerdo a la actividad económica	87
Gráfico 4.10 Restricciones frente a la financiación a través de deuda	88
Gráfico 4.11 Restricciones frente a la financiación a través de capital	88
Gráfico 4.12 Proyectos para los que buscan financiación las empresas	89
Gráfico 4.13 Proyectos a financiar de acuerdo a la actividad económica	90
Gráfico 4.14 Importancia del mercado de valores	91
Gráfico 4.15 Conocimiento de instrumentos de financiación del mercado de valores	92
Gráfico 4.16 Conocimiento de la financiación en el mercado de valores de acuerdo a la actividad económica	93
Gráfico 4.17 Conocimiento de los fondos de capital privado	94
Gráfico 4.18 Participación histórica en el mercado de valores	95

	Pág.
Gráfico 4.19 Participación en el mercado de valores según la actividad económica	96
Gráfico 4.20 Emisiones realizadas en el pasado	97
Gráfico 4.21 Destino de las emisiones realizadas	97
Gráfico 4.22 Perspectivas para realizar emisiones en el futuro	99
Gráfico 4.23 Destino de las emisiones futuras	100
Gráfico 4.24 Posición de las sociedades frente al ingreso de nuevos socios	100
Gráfico 5.1 Preferencias frente al plazo de un instrumento de financiación	105
Gráfico 5.2 Evolución de la cartera: crédito comercial ordinario	108
Gráfico 5.3 Evolución de la cartera: crédito comercial preferencial	108
Gráfico 5.4 Tasas crédito comercial preferencial	109
Gráfico 5.5 Tasas crédito comercial ordinario	109
Gráfico 5.6 Comportamiento histórico tasas de interés	110
Gráfico 5.7 Monto del crédito comercial ordinario de acuerdo al plazo	111
Gráfico 5.8 Monto del crédito comercial preferencial de acuerdo al plazo	111
Gráfico 5.9 Preferencias de plazo de financiación en la muestra	112
Gráfico 5.10 Cómo prefieren financiarse los empresarios	114
Gráfico 5.11 Tipo de financiación preferida de acuerdo al sector empresarial	114
Gráfico 5.12 Categorías de financiación combinada	117
Gráfico 5.13 Financiación "Y" – Punto de cambio Deuda – Capital	118
Gráfico 5.14 Financiación "X" – Punto de cambio Deuda – Capital	119
Gráfico 5.15 Garantías del instrumento	122
Gráfico 5.16 Curva Spot Nelson & Siegel TES B tasa fija en pesos	127
Gráfico 5.17 <i>Yield</i> para bonos corporativos de BAVARIA	128
Gráfico 5.18 <i>Yield</i> para bonos corporativos de CODENSA	129
Gráfico 5.19 <i>Yield</i> para bonos corporativos de ISA	129
Gráfico 5.20 Emisiones colocadas en el mercado de capitales local	131
Gráfico 5.21 Monto de emisiones con calificación inferior a triple A	132
Gráfico 5.22 Monto de emisiones con calificación triple A	132
Gráfico 5.23 Preferencias de los empresarios sobre calificar una emisión	133
Gráfico 5.24 Preferencias sobre ofrecer derechos al inversionista	136
Gráfico 5.25 Preferencias sobre amortización de las obligaciones adquiridas	138
Gráfico 5.26 Preferencias sobre periodicidad en el pago de obligaciones	139
Gráfico 5.27 Preferencias sobre la colocación del instrumento	140
Gráfico 5.28 Preferencias sobre responsabilidad en la colocación	141
Gráfico 5.29 Conocimiento de los empresarios acerca de las emisiones conjuntas	142
Gráfico 5.30 Preferencias frente a asociarse para emitir	142
Gráfico 6.1 Histograma de los IGC en las empresas de la muestra	165

	Pág.
Gráfico 6.2 Cambios en las probabilidades asociadas al nivel de gobierno corporativo ante variaciones en el nivel de la variable X8	174
Gráfico 6.3 Cambios en las probabilidades asociadas al nivel de gobierno corporativo ante variaciones en el nivel de la variable X5	175
Gráfico 6.4 Cambios en las probabilidades asociadas al nivel de gobierno corporativo ante variaciones en el nivel de la variable X3	175
Gráfico 6.5 Cambios en las probabilidades asociadas al nivel de gobierno corporativo ante variaciones en el nivel de la variable X1	176
Gráfico 6.6 Variaciones marginales en el nivel de gobierno corporativo por cambios en X1	177
Gráfico 6.7 Variaciones marginales en el nivel de gobierno corporativo por cambios en X8	177
Gráfico 6.8 Variaciones de la probabilidad en el nivel de gobierno corporativo por cambios en el Nivel de Ventas	181
Gráfico 6.9 Variaciones marginales en el nivel de gobierno corporativo por cambios en el Nivel de Ventas	181

## LISTA DE DIAGRAMAS

	Pág.
DIAGRAMA 3.1 Proceso de Emisión de Acciones	72
DIAGRAMA 3.2 Proceso de Inscripción y Emisión de Bonos	77

## LISTA DE ANEXOS

	Pág.
<b>ANEXO A.</b> Formato del cuestionario aplicado en el trabajo de campo	198
<b>ANEXO B.</b> Listado de empresas encuestadas	205
<b>ANEXO C.</b> Emisiones de renta fija y variable en los años 2006 y 2007	208
<b>ANEXO D.</b> Formato utilizado para la tabulación del cuestionario aplicado	214
<b>ANEXO E.</b> Tasas de colocación	216
<b>ANEXO F.</b> Criterios para definir el buen gobierno en las respuestas del cuestionario aplicado	217
<b>ANEXO G.</b> Prueba de bondad de ajuste para los resultados del índice de gobierno corporativo	226
<b>ANEXO H.</b> Resultados de las regresiones realizadas con las variables exógenas del modelo econométrico	227

## INTRODUCCIÓN

El mercado de valores es un termómetro que permite medir el desarrollo empresarial de un país; a través de él, las empresas pueden tener acceso a fuentes de financiación con características particulares, más económicas que las tradicionales y con plazos más amplios, fuentes ampliamente reconocidas en economías desarrolladas por su significancia para el desarrollo empresarial, donde su uso es común, y se constituyen como una herramienta fundamental en la estrategia de las firmas. Esta reflexión lleva a analizar el panorama del desarrollo de este mercado en Colombia y de los mecanismos de financiación alternativos, ante lo cual surge la siguiente pregunta: ¿Por qué el desarrollo del mercado de valores se encuentra tan rezagado en Colombia frente al de los países desarrollados?, y llevando esta pregunta a un campo más específico, ¿Por qué las empresas de la región no han accedido al mercado de valores? ¿Acaso los empresarios locales desconocen sobre las fuentes de financiación alternativas que se negocian en el mercado de valores? Responder los dos últimos interrogantes surgió como una iniciativa al interior de la Universidad Industrial de Santander, para dar un primer paso hacia el fortalecimiento de las empresas de la región, basado en el aprovechamiento de las bondades de utilizar las fuentes de financiación obtenidas en el mercado de valores.

La solución a los interrogantes planteados antes orientó el camino de esta investigación hacia determinar qué características preferirían los empresarios al decidir la forma de financiar sus empresas. Se buscó recopilar las preferencias de los empresarios en este aspecto para determinar cuál sería el instrumento del mercado de valores que serviría para resolver las necesidades de financiación de las empresas de Bucaramanga y su área metropolitana. Con este objetivo en mente se diseñó una investigación en la que se recolectaría la información necesaria directamente de los empresarios, para tener la versión de primera mano sobre sus necesidades, y adicionalmente se aprovecharía este trabajo en función de conocer cuál había sido la participación histórica de los empresarios de la región en el mercado de valores, y su conocimiento acerca de los instrumentos financieros que en él se negocian. En este aspecto, el presente proyecto pretende dar a los mismos empresarios y a entidades del sistema financiero u otras empresas especializadas, elementos con los cuales facilitar la creación de vehículos de financiación más acordes con las preferencias de los empresarios.

Sobre el tema, y complementariamente, se determinó que no bastaba con describir las preferencias de financiación y la forma en que éstas se podían adaptar al mercado de valores, porque esto no sería suficiente para orientar el desarrollo financiero de las empresas de la región hacia este mercado. Es

necesario cumplir con ciertos “requisitos” para que la entrada a este mercado sea un éxito, requisitos que van más allá de las variables tenidas en cuenta en un proceso de emisión (que también fueron estudiadas). Se está hablando de las prácticas de buen gobierno corporativo, que dan tranquilidad a los inversionistas a la hora de elegir una empresa a la cual llevar su dinero. El mercado de valores ofrece fuentes de financiación diferentes a las bancarias, razón por la cual la evaluación realizada por un inversionista que le ofrezca sus recursos a una empresa, es diferente a la realizada por un banco que otorgue créditos a una empresa. En medida de esto, el buen gobierno corporativo es el parámetro de evaluación que guía a estos inversionistas, sobre todo en casos como el de las empresas de Bucaramanga y su área metropolitana, que son novatas en lo que a acceso al mercado de valores se refiere.

Por lo anterior, se determinó que realizar un diagnóstico del estado actual de las empresas de Bucaramanga y su área metropolitana sobre el cumplimiento de políticas de buen gobierno corporativo, sería necesario para dar validez a los resultados que se observaran frente a las preferencias de financiación, y al acomodamiento de estas preferencias hacia un instrumento del mercado de valores. Con todo esto, se lograría dar el paso inicial para que las empresas de la región busquen fuentes de financiación más económicas, mejoren su estructura financiera, y se fortalezcan a partir de este campo para ser más competitivas.

Una vez el lector culmine su recorrido por el documento del presente proyecto es intención de los autores que, además de resolver los interrogantes anteriormente expuestos, pase a ser parte un portador del mensaje que permita que la cultura empresarial regional se enriquezca y que temas financieros de actualidad, como los tratados en el presente trabajo, pasen a ser parte del conocimiento organizacional de la empresa.

El desarrollo de estudios sobre la temática abordada en el presente proyecto de grado apenas comienza; éste es tan solo el primer aporte a lo que se espera se constituya en una nueva línea de investigación al interior de la Universidad, que permita desarrollar nuevos elementos a disposición de las empresas de la región, con los cuales competir y mantenerse a la vanguardia empresarial, y fortalecer el vínculo universidad – empresa. Se espera que la medición del nivel de prácticas de gobierno corporativo y la información y análisis acerca de las principales variables a tener en cuenta para tener acceso al mercado de valores, sean el aporte de herramientas realizado en este trabajo, con miras a fortalecer la competitividad de las empresas de la región.

## 1. ESTADO DEL ARTE

La primera sección de este capítulo tiene como finalidad orientar al lector en el manejo básico de las finanzas corporativas, mostrando de forma breve los distintos tipos de financiación e instrumentos del mercado de valores al alcance de las empresas. No se pretende profundizar mucho en el tema, sino colocar a disposición del lector poco ilustrado, las herramientas básicas para entender el desarrollo de este documento; de esta manera, si el lector considera que maneja los conceptos básicos sobre financiación, se le sugiere remitirse a la sección 1.2, en donde se abordará el marco teórico referente a las prácticas de gobierno corporativo. En la tercera parte de este capítulo se presentarán las generalidades de la economía del departamento de Santander, haciendo un recorrido histórico por su desarrollo empresarial, hasta llegar a la actualidad, mostrando la prospectiva sobre el desarrollo de su economía de acuerdo a documentos oficiales.

### 1.1 CONCEPTOS BÁSICOS SOBRE FINANZAS CORPORATIVAS

**1.1.1 El sistema financiero.** “En la economía las actividades productivas y la distribución de los bienes físicos requieren de financiación para su funcionamiento, es decir, ‘demandan recursos financieros’ y a su vez, existen en la economía personas naturales y empresas públicas o privadas con excedentes monetarios que ‘ofrecen recursos financieros’. La transferencia de unos a otros se realiza gracias a la intermediación de entidades especializadas en ‘servicios financieros’. Este conjunto de entidades especializadas, oferentes, demandantes e instrumentos que intervienen en el proceso de transferencia de recursos financieros se denomina *Sistema Financiero*<sup>1</sup>. Quienes proporcionan los recursos reciben el nombre de *Unidades Superavitarias*, y quienes acuden al sistema financiero en busca de estos fondos se denominan *Unidades Deficitarias*.

El buen funcionamiento del Sistema Financiero de una economía es fundamental para el intercambio de los activos financieros entre las familias, las empresas y las entidades gubernamentales, lo cual, en condiciones perfectas, garantiza el financiamiento y la inversión en condiciones apropiadas. El supuesto de la existencia de un mercado eficiente será analizado más adelante.

Para conocer el Sistema Financiero se deben describir los mercados que lo componen y la forma como cada uno de estos mercados está estructurado. Se

---

<sup>1</sup> BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA. Banco de conocimiento. [en línea]. [consultado 1 junio 2006]. Disponible en <<http://www.bvc.com.co/BancoConocimiento>>

empezará por decir que los Sistemas Financieros están compuestos por mercados de dinero y mercados de capitales.

Los *mercados de dinero* se definen como aquellos en los que se negocian títulos valores de corto plazo. Generalmente se entiende como corto plazo periodos menores a un año, aunque para ser más preciso se afirma que un título de corto plazo es aquel que otorga a su poseedor un alto nivel de liquidez (“puede liquidarse fácilmente sin que pierda su valor”<sup>2</sup>).

Los *mercados de capitales* son vistos como aquellos en donde se negocian títulos valores de largo plazo que pueden ser títulos de capital, como acciones comunes o acciones preferenciales, y títulos de deuda, como bonos de empresas o títulos de tesorería de los gobiernos.

Las transacciones con valores realizadas en los mercados de dinero y de capitales deben ser diferenciadas de acuerdo a su ocurrencia en mercados primarios o secundarios. Una transacción realizada en un *mercado primario* es aquella que se realiza con la emisión de un nuevo valor, mientras las realizadas en el *mercado secundario* permiten la negociación de valores ya existentes<sup>3</sup>. La negociación de estos valores ocurre gracias a la intermediación de algún agente financiero o se realiza de forma directa entre las partes involucradas.

Dentro del *Mercado de Capitales Intermediado*<sup>4</sup> participan entidades encargadas de actuar como puente entre las unidades deficitarias y las unidades superavitarias en el Sistema Financiero. Entre estas entidades están Bancos, Corporaciones financieras, Sociedades Fiduciarias, Fondos mutuos, Fondos de pensiones, etc.

A su vez, el *Mercado de Capitales No Intermediado* (también llamado *Mercado Público de Valores*) permite a los agentes realizar las transacciones de forma directa. Este mercado puede estar organizado, como es el caso de las Bolsas de Valores, y no organizado, como los llamados mercados OTC (sobre el mostrador - *Over the Counter*-) en donde las unidades deficitarias y superavitarias realizan las transacciones de manera directa.

Existen otros mercados en el sistema financiero, como el de *Mercado de Divisas* y el *Mercado Monetario*. Sobre éstos no se profundizará ya que su conocimiento no contribuye al alcance del objetivo de este trabajo, lo cuál no significa que tengan una menor importancia dentro del Sistema Financiero.

---

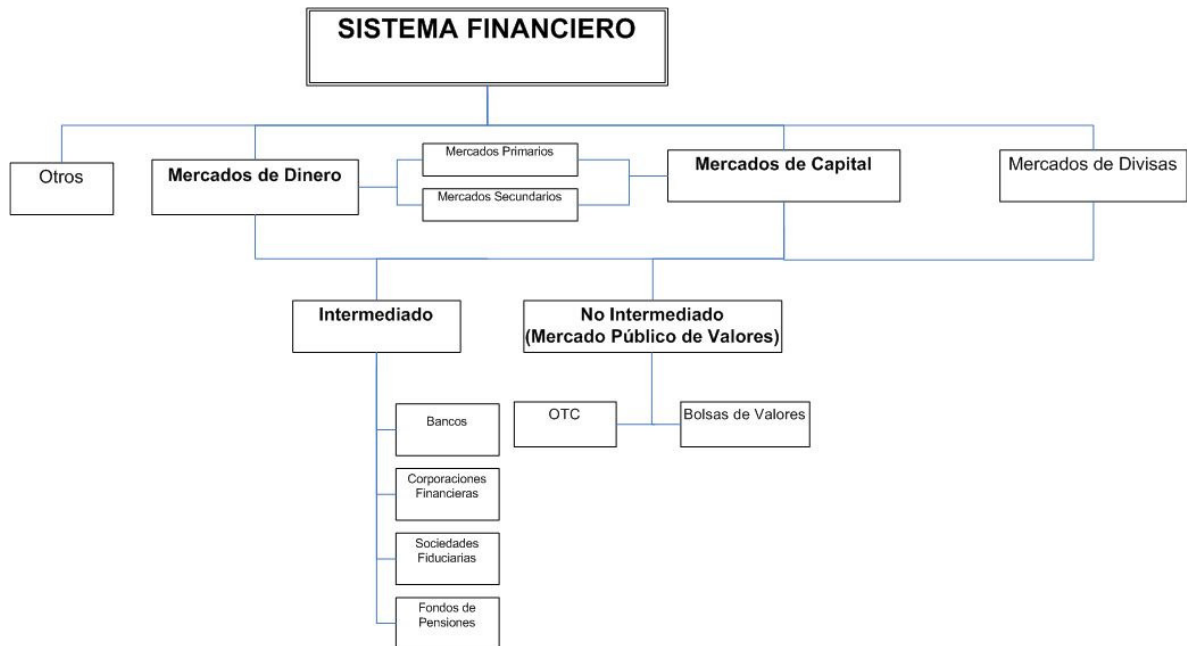
<sup>2</sup> MADURA, Jeff. Mercados e instituciones Financieras. 5 ed. México : Thomson, 2001, p. 2

<sup>3</sup> *Ibíd.* p. 3

<sup>4</sup> En adelante se asumirá que al referirse a mercado de capitales intermediado o no intermediado se habla también de mercado de dinero intermediado y no intermediado. Esto porque para las instituciones que ejercen el papel de intermediación ofrecen la posibilidad de transar valores del mercado de dinero o del mercado de capitales indiferentemente. Lo mismo ocurre para el caso de las bolsas de valores como mercado no intermediado.

El gráfico 1.1 muestra un resumen sobre la estructura del Sistema Financiero descrita anteriormente.

**Gráfico 1.1 Estructura del sistema financiero**



Fuente: Los Autores

**1.1.2 Mercado público de valores.** El Mercado Público de Valores funciona sobre el principio de la teoría del mercado eficiente: “mercado en el cuál los precios de los activos reflejan la información de forma instantánea”<sup>5</sup>. La teoría ha sido fragmentada en tres niveles para explicar las diferencias en la eficiencia de los mercados a nivel mundial, a saber: la forma débil de eficiencia (teoría del paseo aleatorio<sup>6</sup>) según la cual los precios del mercado reflejan la información de precios del pasado; la forma semifuerte de eficiencia del mercado, que afirma que los precios reflejan toda la información disponible públicamente; y la forma fuerte que indica que los precios reflejan toda la información disponible.

En esencia, esta teoría solo trata de mostrar que la competencia en los mercados de capitales es muy fuerte y que salvo casos excepcionales hacerse rico en los mercados de valores en un solo día no es tan fácil porque los precios de los activos transados en bolsa reflejan su verdadero valor subyacente.

<sup>5</sup> BREALEY, Richard; MYERS, Stewart y ALLEN, Franklin. Principios de Finanzas Corporativas. 8 ed. Madrid : McGraw Hill, 2006. p. 1105

<sup>6</sup> Ibíd. p. 361. Esta teoría fue propuesta en 1953 por Maurice Kendall y afirma que los precios de las acciones y mercaderías siguen una serie errática, y no algún tipo de ciclo regular. A este ciclo le llamó paseo aleatorio.

Existen muchos estudios que contrastan de forma estadística la teoría del mercado eficiente, sin embargo, actualmente no existe otra teoría que explique de manera satisfactoria los movimientos del mercado de valores.

La existencia de la intermediación en el mercado de capitales es vista como una corrección natural a las deficiencias del mercado, el cual requiere la participación de intermediarios que garanticen la transparencia en las transacciones del mercado.

Sin embargo, hoy en día los mercados de valores han establecido reglas de juego claras que buscan igualdad de condiciones para todos los participantes. Estas reglas han sido impuestas en parte por las Bolsas de Valores, pero en una mayor medida por el mismo mercado, pues cada vez son menos los inversionistas que se arriesgan a colocar su dinero en una empresa cuyo manejo no esté enmarcado dentro de los principios de Gobierno Corporativo que serán presentados más adelante en este trabajo.

**1.1.3 Financiación de las empresas<sup>7</sup>.** Las empresas necesitan recursos para su funcionamiento. Estos recursos pueden ser requeridos por distintas razones. Es así como es posible que una empresa necesite financiarse para apalancar el aumento de la producción en un período especial del año con alta demanda; en este caso se requiere financiación de corto plazo. Sin embargo, si la empresa decide realizar el montaje de una nueva fábrica entonces requerirá financiación de largo plazo, pues el proyecto que va a emprender empezará a generar flujos positivos, después de un período, considerablemente mayor al del anterior ejemplo (la producción para una temporada alta). Es importante que las empresas financien sus proyectos con mecanismos acordes al plazo de sus proyectos para evitar problemas de liquidez y costes de financiación elevados.

Las empresas obtienen fondos de dos formas principalmente, emitiendo deuda o emitiendo acciones. La combinación de capital y deuda forma la *estructura de capital* de una empresa, que muestra simplemente el porcentaje de los activos de la empresa han sido financiados a través de deuda y mediante recursos de los socios o recursos propios generados por la empresa<sup>8</sup>. Las decisiones de financiación a través de deuda o capital son de gran importancia para las finanzas de una empresa, por lo tanto requieren de un análisis profundo por parte del director financiero de una empresa.

---

<sup>7</sup> Para tener una visión más amplia que la descrita en este trabajo sobre la financiación de las empresas véase: Ibíd. p. 356 – 586 / p. 676 - 786

<sup>8</sup> Ver principio de conformidad financiera en: GARCÍA, Oscar León. Administración Financiera : Fundamentos y aplicaciones. 3 ed. Cali : Prensa moderna impresores, 1999, p. 350

Las empresas del sector real cuentan con una amplia gama de mecanismos para financiarse, sobre todo si están en un país con un sistema financiero altamente desarrollado. Los diferentes instrumentos y alternativas de financiación serán presentados más adelante en este trabajo.

**1.1.4 Financiación de las empresas en el corto plazo.** La gestión financiera de la empresa en el corto plazo se refiere al manejo de su capital circulante. Este está compuesto por sus activos y pasivos corrientes. Se denomina fondo circulante a la diferencia entre los activos y los pasivos corrientes.

Un fondo circulante positivo indica que la empresa tiene saldos de tesorería a favor, es decir, que cuenta con recursos para invertir en instrumentos de corto plazo. Sin embargo, ninguna inversión debe llevar a la empresa al límite por falta de liquidez; por esto, cuando se presentan saldos de tesorería a favor, el director financiero debe determinar la conveniencia de invertir dichos saldos en instrumentos líquidos de corto plazo de acuerdo con el presupuesto de efectivo que maneje la empresa. En ocasiones la tesorería puede enfrentarse a una situación contraria a la anterior, es decir, encontrarse frente a deficiencias temporales. En este caso debe recurrir a mecanismos de financiación de corto plazo que le ayuden a superar estas deficiencias y poder continuar con el funcionamiento normal de la empresa.

De cualquier forma hay que aclarar que una buena gestión del capital circulante es vital para el mantenimiento de la empresa, y que no es bien visto en el ámbito empresarial que una empresa tenga que recurrir de manera permanente a financiación de corto plazo para su funcionamiento. Una empresa en condiciones normales debería ser capaz de reponer su capital de trabajo (con los aumentos que requiera), y solo debería acudir al crédito por situaciones especiales (aumento en la demanda, oportunidades repentinas en el mercado, y en general situaciones inesperadas).

Esta buena gestión se centra en el manejo de tres cuentas de vital importancia: las cuentas por cobrar (ventas a crédito), los inventarios que mantenga la empresa y las cuentas por pagar (deudas con proveedores). En este trabajo no se profundizará más sobre la financiación en el corto plazo porque los objetivos del mismo se centran en la financiación de las empresas en el largo plazo y los instrumentos que sirven para ese fin.

**1.1.5 Financiación de las empresas en el largo plazo.** Cuando las empresas necesitan realizar inversiones en activos de largo plazo (inmuebles, fábricas, equipos, etc.) deben buscar un tipo de financiación diferente a la utilizada en el día a día. De acuerdo con la teoría financiera, las empresas deberían generar recursos propios para financiar este tipo de inversiones. Estos recursos

proviene del dinero que la empresa haya acumulado por concepto de amortizaciones, depreciaciones y dividendos no repartidos a lo largo de varios períodos.

Sin embargo, el dinero acumulado por estos conceptos no siempre es suficiente para realizar las inversiones que requieren las empresas. Cuando se presentan estos desfases entre los fondos que las empresas requieren y los fondos con los que cuentan se dice que la empresa tiene un *déficit financiero*. El déficit financiero puede ser el resultado de dos razones:

La primera es un resultado de la *política de dividendos* de la empresa, que sirve para determinar qué porcentaje de los beneficios es entregado a los accionistas y qué porcentaje es reservado por la empresa para realizar inversiones. Aquí la empresa debe conciliar sus proyectos a futuro con las expectativas de los socios en el corto plazo. De esta forma, una política amplia de reparto de dividendos puede ser satisfactoria para un grupo de socios que espere beneficios en el corto plazo, pero resultará perjudicial para la empresa en el momento de emprender grandes proyectos que requieran inversiones; del mismo modo es sabido que una política de cero dividendos generalmente no es aceptada por ningún inversionista, así que es labor de los directivos de la empresa encontrar el punto adecuado, y para hacerlo deben basarse en el análisis de estados financieros como el estado de resultados, el estado de aplicación de fondos (EFAF), el estado de flujo de efectivo (EFE) y el presupuesto de efectivo de la empresa<sup>9</sup>.

Cuando las acciones de las empresas se negocian en bolsa es posible conciliar los deseos de los accionistas frente a una política de dividendos que no les satisface, porque estos pueden liquidar en cualquier momento su inversión; además si una empresa se reserva el pago de dividendos para realizar inversiones de largo plazo se esperaría, bajo los conceptos de la teoría de mercado eficiente, que estas inversiones se vean reflejadas en el valor de la acción con el paso de tiempo. De esta forma, un mercado de valores puede llegar a equilibrar los intereses de accionistas que buscan beneficios a corto y a largo plazo.

La segunda razón para la aparición de déficit financiero es que la insuficiencia de fondos de la empresa se deba a la necesidad de financiación de inversiones muy grandes y ambiciosas que generalmente forman parte de planes de expansión agresivos. En este caso, aunque la política de reparto de dividendos de la empresa sea adecuada y la empresa genere suficientes recursos, será necesario recurrir a financiación para sacar adelante los proyectos. Para cubrir este déficit una empresa cuenta con diversos mecanismos de financiación para el largo plazo. Las alternativas de financiación están divididas en dos grupos: financiación a través de deuda y financiación a través de capital.

---

<sup>9</sup> Ver decisiones de dividendos en: *Ibíd.* p. 44

La decisión de cuánta deuda tomar y qué porcentaje del déficit financiero debe ser financiado con capital de los socios hace parte de otra de las políticas de la empresa: *la política de endeudamiento*. Los directivos de la empresa son las personas responsables de lograr un equilibrio en las decisiones concernientes a las políticas de dividendos y de endeudamiento, y este equilibrio es vital para que la empresa alcance del Objetivo Básico Financiero<sup>10</sup>, crezca y permanezca en el mercado.

**1.1.6 Financiación a través de deuda.** Cuando las firmas deciden financiarse a través de deuda adquieren un compromiso de pago futuro de los fondos que obtienen y adicionalmente el pago de una tasa de interés sobre esos fondos. Existe una amplia gama de instrumentos de deuda con los cuales las empresas pueden obtener el apalancamiento necesario para llevar a cabo sus proyectos. Estos instrumentos pueden tener diferentes períodos de vencimientos, abonos a capital o un pago único al final de un período, tasa de interés fija o variable, y muchas otras formas que hacen de ellos alternativas de financiación muy flexibles.

Los principales mecanismos de financiación a corto plazo a través de deuda son: préstamos bancarios, papeles comerciales o pagarés, titularizaciones y aceptaciones bancarias. En el largo plazo el principal instrumento de financiación es el bono u obligación. Existen diversos tipos de obligaciones de acuerdo a sus características específicas, entre las cuales tenemos: obligaciones con opción de rendimiento líquido, obligaciones convertibles a precio variable, títulos respaldados por activos, obligaciones ligadas a acciones, obligaciones con pago en especie, obligaciones longevas, etc. Como se puede observar, la variedad de los instrumentos de deuda a largo plazo ofrece una gama muy amplia de alternativas de financiación.

La deuda también es emitida por los gobiernos y es llamada deuda pública. En Colombia los bonos de deuda del Estado se denominan TES, y constituyen para el gobierno una vital fuente de financiación del déficit. La tasa a la que es vendida la deuda pública marca un parámetro muy importante en la economía de los países, porque indica el valor de la tasa de interés en un instrumento sin riesgo. A partir de esta tasa las empresas deben intentar colocar sus instrumentos, aunque generalmente terminarán pagando una prima adicional como consecuencia del riesgo mayor de sus instrumentos frente a los del Estado. Para terminar de mencionar las alternativas de financiación a través de deuda se debe mencionar el arrendamiento financiero o leasing, que permite a las empresas tomar un activo en arrendamiento durante unos años y tener la opción de pagar un pequeño valor al final del contrato para adquirir el activo. Este mecanismo de financiación es muy útil y su práctica se ha venido incrementando en los últimos años en Colombia.

---

<sup>10</sup> El OBF es definido por la mayoría de los autores como “maximizar el valor de la empresa”.

A continuación se presentará una exploración sobre los principales instrumentos de financiación a través de deuda:

- **Préstamos bancarios.** “Las empresas pueden financiar sus inversiones en activo circulante mediante préstamos bancarios”<sup>11</sup>. La importancia del respaldo de la banca al sector real de la economía varía en de acuerdo al modelo de desarrollo financiero de cada país. En los Estados Unidos, por ejemplo, los bancos no tienen un papel tan importante en el sistema financiero como el del mercado público de valores. Por el contrario, en Colombia juegan un papel vital en el desarrollo de la economía; es así como la mayoría de las empresas utilizan la financiación a través de préstamos bancarios.

Existen diversas formas de crédito a través de la banca, entre la cuales están:

- **Compromiso.** Bajo esta modalidad las empresas establecen líneas de crédito que le permiten endeudarse con el banco hasta un límite establecido. De esta forma, el crédito se encuentra previamente aprobado y el empresario solamente hace uso de él cuando lo necesita, aunque incurre en un costo por mantener la línea de crédito abierta. Este costo varía de acuerdo al monto aprobado por el banco. Este mecanismo de financiación es muy común entre los empresarios Colombianos que lo manejan como sobregiros de sus cuentas corrientes, y les permite obtener liquidez inmediata. Sin embargo, solo debería ser usado para financiarse en el corto plazo y en casos donde no se tengan más alternativas, pues el costo de los fondos bancarios es elevado frente a otros mecanismos de financiación.
- **Vencimiento.** Se trata de préstamos solicitados a los bancos en el momento que se debe cubrir una necesidad de fondos para la empresa; tienen un vencimiento establecido y su tasa de interés generalmente se cobra por descuento. Hay diversos tipos de préstamos con vencimiento, entre los cuales tenemos: préstamos puente, préstamos autoliquidables y préstamos a plazo.

Los *préstamos puente* son obligaciones de corto plazo (su vigencia cubre solo algunos meses) utilizados para financiar adquisiciones de la empresa mientras es posible obtener una financiación de largo plazo adecuada. Los *préstamos autoliquidables* que son usados en el corto plazo para financiar el aumento temporal de existencias, y se recuperan con la venta de los mismos activos que financiaron. Los bancos también ofrecen préstamos con vencimiento a mediano plazo. Estos son conocidos como *préstamos a plazo*, su vencimiento generalmente se pacta a cinco años y su forma de pago incluye amortizaciones a partes iguales durante este período.<sup>12</sup>

---

<sup>11</sup> BREALEY; MYERS y ALLEN. Op. cit., p. 943

<sup>12</sup> *Ibíd.* p. 944

- **Garantías.** La mayoría de los préstamos bancarios exigen como garantía de pago a las empresas algún activo. Si el préstamo es de corto plazo el banco exigirá en garantía activos líquidos como cuentas por cobrar, existencias o títulos negociables. El banco puede aceptar también una *carga variable* sobre los activos, en este caso la garantía no especifica ningún activo; sin embargo, lo más normal es que los bancos pidan alguna garantía específica.

- **Papeles comerciales y pagarés.** Este instrumento de deuda de corto plazo es emitido por grandes empresas conocidas y solventes que no ofrecen garantías reales que los respalde. Es una alternativa frente a los préstamos bancarios y como su negociación elimina la intermediación del banco es posible que sean colocados a una tasa menor por parte de la empresa, lo cual significa un ahorro financiero considerable. Generalmente se emiten para contar con liquidez, o financiar inventarios y cuentas por cobrar.

Los papeles comerciales son muy conocidos en el mercado Norteamericano pero en Colombia no tienen una gran difusión, pues el mercado de deuda a corto plazo está concentrado en los préstamos bancarios. Los pagarés son instrumentos similares de corto plazo cuya forma es más conocida en Colombia. Su finalidad es la misma de los papeles comerciales, pero en nuestro país son usados como instrumento de garantía sobre compromisos, más que como mecanismo de financiación emitido por las empresas.

- **Aceptaciones bancarias.** “Una *aceptación bancaria* indica que un banco acepta la responsabilidad de realizar un pago en el futuro”<sup>13</sup>. Es un instrumento de vital importancia para el comercio internacional porque permite garantizar los pagos de importadores a exportadores que no se conocen. Este instrumento también puede ser usado para respaldar transacciones entre comerciantes nacionales.

El importador respalda la deuda de los productos importados mediante la aceptación del pago de la deuda por parte de su banco al momento del vencimiento de la obligación. El exportador obtiene un giro con la palabra ACEPTADO por parte del banco del importador, el cual puede vender en el mercado secundario para obtener liquidez inmediata o reservar hasta la fecha de vencimiento de la obligación. Por su parte, el importador logra financiar su compra a un bajo costo (debe pagar un valor por tener la aceptación bancaria) y si cumple con su banco el pago de la obligación antes del vencimiento mantiene abierta una línea de crédito para respaldar futuras importaciones.

---

<sup>13</sup> MADURA. Op. cit., p. 135

- **Bonos u obligaciones.** Un *bono u obligación* es un compromiso financiero adquirido por una unidad deficitaria (empresa, corporación o gobierno)<sup>14</sup> con una unidad superavitaria (inversionista o prestamista), en la cual el inversionista proporciona una cantidad determinada de fondos recibiendo a cambio de la empresa un activo financiero. La obligación es plasmada mediante un título valor en el cuál se especifica el monto, la vigencia, la tasa de interés, la secuencia de pagos, la moneda en que se contrae la obligación y cualquier otra información que estimen convenientes las partes que intervienen en la transacción.

Los bonos son instrumentos de financiación de mediano y largo plazo a través de los cuales las empresas pueden obtener recursos de manera directa con el público y evitar el costo de la intermediación bancaria. Generalmente este tipo de obligaciones tiene garantías mínimas; por esta razón, las empresas que se financian a través de bonos deben someterse a calificaciones de riesgo de empresas especializadas que ofrecen un panorama más claro para los inversionistas.

Los pagos de intereses de un bono reciben el nombre de *cupón*, y el pago final se denomina *valor par o principal*. De acuerdo a su propiedad los bonos se clasifican como *bonos al portador*, los cuales requieren que el propietario recorte los cupones adosados a ellos y los envíe a la empresa emisora para recibir los pagos correspondientes, y *bonos registrados* en los que el propietario del bono se encuentra en la base de datos de la empresa emisora y ésta se encarga de girarle el pago de los cupones respectivos.<sup>15</sup>

**Garantías en los bonos.** “Tanto la propiedad real (utilizando una hipoteca), como la propiedad personal pueden ser dadas en garantía además del crédito permanente general del emisor de la obligación”.<sup>16</sup> Un *bono de hipoteca* o *bono garantizado* le otorga al propietario del bono un embargo preventivo<sup>17</sup> contra algún(os) activo(s) de la empresa emisora. La empresa no puede utilizar en el futuro este activo para respaldar ninguna otra deuda, a menos que su valor exceda el de la obligación que respalda.

Los *bonos de fiduciarios garantizados* son similares; también son respaldados por un activo, pero a diferencia de los bonos de hipoteca, la garantía es un activo financiero como acciones, otros bonos, pagarés o cualquier otro instrumento financiero. Este tipo de bonos son emitidos por empresas que solamente tienen

---

<sup>14</sup> En adelante se hará referencia solo a bonos de empresas o corporaciones porque son los que tienen mayor importancia para el presente trabajo.

<sup>15</sup> MADURA. Op. cit., p. 150

<sup>16</sup> MODIGLIANI, Franco; FABOZZI, Frank y FERRI, Michael. Mercados e instituciones financieras. México : Prentice Hall, 1996. p. 443

<sup>17</sup> Un embargo preventivo es el derecho legal de vender la propiedad hipotecada para restituir obligaciones no cumplidas por parte del emisor del bono u obligación.

valores de otras empresas y no poseen activos reales. Estas empresas se denominan *compañías tenedoras*, y las empresas cuyas participaciones son poseídas se denominan *compañías subsidiarias*.<sup>18</sup>

Un *bono de garantía* es una obligación garantizada por una entidad diferente al emisor, por lo general un banco o institución financiera que respalda la deuda de una empresa con la que mantiene vínculos financieros estables. Este respaldo tiene un costo para la empresa emisora, pero puede llegar a ser compensada por los ahorros en la venta del bono de garantía frente a un bono que no la tenga.

Los *bonos u obligaciones simples* son aquellos frente a los que no se entrega ninguna garantía específica. Son los más comunes y tienen un valor de emisión más alto para la empresa. Aunque el bono no esté respaldado específicamente por ningún activo tangible no significa que no de derechos a su poseedor sobre los activos de la empresa en caso de incumplimientos, sólo que éste sólo podrá garantizar su deuda con activos que no hayan sido utilizados para respaldar otras deudas.

Por último, el *bono u obligación subordinada* es un tipo de emisión que se encuentra en la cola de todas las deudas al momento de reclamos de los acreedores de la empresa. Estos bonos son los más costosos para la empresa (deben pagar una tasa más alta).

Como se ha mostrado, las obligaciones emitidas por las empresas no son iguales; existen diferentes categorías de deuda de acuerdo a la calidad de la misma, y esta calidad es determinada según la posición de la obligación en la cadena de pagos de la empresa bajo situación de insolvencia. De esta forma, podemos hablar de la existencia de deuda preferente y deuda común o subordinada. Su diferencia es el orden de pago en una situación de insolvencia de la empresa, pues si se presentara esta situación la empresa estaría obligada a atender primero su deuda preferente, después su deuda subordinada, cualquier otro tipo de deuda y por último a sus accionistas preferentes y comunes. Este es el orden natural de responsabilidad de una empresa frente a sus obligaciones con acreedores y socios, pero nada asegura que los recursos en una difícil situación le alcancen para cubrir todas sus responsabilidades. Es por esto que la deuda preferente tiene un valor más alto<sup>19</sup>, pero también le asegura al inversionista un riesgo menor frente a cambios negativos en la situación de la empresa emisora en el futuro.

**Cláusulas de los bonos.** Los inversores en obligaciones de empresas saben que existe un riesgo de insolvencia. Para protegerse de este riesgo normalmente los

---

<sup>18</sup> *Ibíd.* p. 443

<sup>19</sup> En este caso entiéndase un valor más alto para el inversionista o prestatario que adquiere el bono; desde el punto de vista de la empresa la deuda garantizada tiene un menor costo.

acuerdos de préstamo incluyen algunas cláusulas que imponen limitaciones de orden financiero a la empresa emisora. Estas restricciones se denominan *cláusulas restrictivas*. Entre las cláusulas restrictivas más comunes para obligaciones empresariales tenemos:

- Limitar la cantidad de endeudamiento adicional de la empresa. Es posible que se exija a la empresa no superar un valor determinado en su índice de endeudamiento. Además el prestamista puede exigir a la empresa no aumentar su adquisición de otros tipos de endeudamiento, como el arrendamiento financiero o leasing.
- Los préstamos sin asegurar pueden incorporar una cláusula de pignoración negativa que le prohíba a la empresa emitir deuda asegurada sin concederle el mismo tratamiento a las obligaciones sin asegurar ya existentes.<sup>20</sup>
- Limitaciones a la cuantía de los pagos de dividendos o la recompra de acciones por parte de la empresa. Mediante esta cláusula los prestamistas buscan evitar que la empresa en una situación de quiebra reparta el valor de sus activos mediante pagos extraordinarios de dividendos.

Además de las cláusulas restrictivas, los acuerdos de préstamo incluyen otro tipo de restricciones denominadas *cláusulas de reembolso*. Las más comunes son:

1. Cláusula de fondo de amortización. Esta cláusula obliga a la empresa a retirar cada año cierta cantidad de bonos del mercado, con el fin de proteger el valor de los bonos circulantes para los demás inversores. Esta operación es realizada mediante un agente fiduciario *denominado fondo de amortización*; la empresa realiza el depósito de las amortizaciones a este fondo y él se encarga de realizar un sorteo para determinar cuales obligaciones son amortizadas hasta su valor nominal.
2. Cláusulas de rescate o redención. Este tipo de cláusulas permite a la empresa amortizar la deuda anticipadamente. Son útiles para las empresas cuando ocurren bajas en las tasas de interés, pues estas pueden liquidar sus obligaciones anteriores y reemplazarlas por nueva deuda a una tasa más baja. De cualquier forma si una empresa redime una obligación antes de su vencimiento deberá pagar un valor más alto que el valor nominal. A la diferencia entre este valor pagado y el valor nominal del bono se le denomina *prima de redención*.  
“En ocasiones este tipo de cláusulas también pueden otorgar al inversor la opción de amortización de la deuda. Esta opción le concede al inversor la posibilidad de recibir el pago anticipado de la deuda o de prorrogar la vida de la obligación”.<sup>21</sup>

---

<sup>20</sup> BREALLEY; MILLER y ALLEN. Op. cit. p. 756

<sup>21</sup> *Ibíd.* p. 737

**Bonos con características especiales.** Los bonos tradicionales simplemente establecen una tasa cupón fija, una fecha de vencimiento también fija y las fechas de pago de cupón. Sin embargo, en las últimas décadas han surgido en el mundo obligaciones empresariales con cambios en sus características, de forma que presentan una estructura más atractiva para algunos prestatarios y las empresas emisoras. Entre los bonos con características especiales tenemos:

- **Bonos convertibles.** Los bonos convertibles ofrecen a su poseedor la posibilidad de convertir la obligación en un número determinado de acciones comunes de la empresa emisora. Al momento de realizar la emisión la empresa establece un precio de conversión para la acción, y al momento del vencimiento del bono el prestatario toma la decisión de usar la opción de conversión o redimir el bono. Por supuesto que el uso de esta opción depende del precio de la acción en el mercado frente al precio de conversión establecido.
- **Bonos intercambiables.** Los bonos intercambiables son un tipo de obligación convertible en la cual el prestamista tiene la posibilidad de obtener acciones de una empresa diferente a la emisora del bono. Es usado sobre todo en los Estados Unidos por empresas que establecen una filial para el manejo financiero y ofrecen en sus bonos convertibles acciones de su casa matriz<sup>22</sup>.
- **Obligaciones con garantía.** Se trata de bonos en los que el emisor ofrece una garantía que consiste en una opción de compra de acciones comunes de su empresa. Se diferencia de los bonos convertibles porque en ellos para ejercer la opción de conversión se debe regresar el bono a la compañía emisora, mientras en el caso de las emisiones con garantía la opción puede ser vendida por separado del bono, y se ejerce con recursos del prestatario.
- **Bonos con cupón cero.** Son bonos en los que no se establece el pago de cupón durante su vida. Simplemente son vendidos con un descuento sobre su valor par, y el prestamista lo conserva hasta su vencimiento para obtener el rendimiento establecido. En los países con un mercado público de valores desarrollado es posible que un inversionista que posea un bono con cupón cero pueda venderlo antes de su vencimiento valuándolo mediante la regla del valor presente neto.
- **Bonos con tasa variable.** En estas obligaciones el interés del cupón es reajustado periódicamente de acuerdo a la fluctuación de una tasa

---

<sup>22</sup> Ver ejemplo de Ford Motor Company en: MODIGLIANI; FABOZZI y FERRI. Op. cit. p. 446

determinada. Por ejemplo, se puede establecer que el cupón sea ajustado cada seis meses de acuerdo al LIBOR<sup>23</sup> más un punto porcentual.

- **Arrendamiento financiero o leasing.** El *arrendamiento financiero o leasing* es una fuente de financiación que permite a las empresas hacer uso de un activo a cambio de una serie de pagos acordados. Se considera una fuente de financiación porque su uso es similar a tomar dinero prestado para comprar el activo y ponerlo en funcionamiento.

Para realizar un arrendamiento financiero la empresa que lo solicita debe identificar un activo (generalmente maquinaria o equipos) y acudir a la empresa de leasing, la cual se encarga de comprar el activo nuevo y entregarlo a la empresa que lo requiere. Para esta operación se firma un contrato de arrendamiento en el que se establecen pagos mensuales o anuales, el monto de dichos pagos (que generalmente no varía) y la vigencia del contrato. Cuando el arrendamiento finaliza la empresa arrendataria tiene la opción de comprar el activo pagando un valor reducido (acordado en el contrato) o devolverlo a la empresa de leasing. En ocasiones se pueden negociar cláusulas especiales, como por ejemplo que los pagos del arrendamiento en un período inicial sean mínimos o se ajusten al rendimiento del activo arrendado.

Los arrendamientos de corto plazo o aquellos en los que el período del contrato puede ser cancelado si el arrendatario lo considera oportuno, se denominan *leasing operativo*. Otros arrendamientos no permiten la cancelación del contrato, salvo el pago de una indemnización al arrendador; son arrendamientos de largo plazo que duran toda la vida útil del activo, y se conocen como *leasing de capital, financiero o de pago completo*. El arrendamiento también se clasifica de acuerdo a los servicios prestados por los arrendadores. En un arrendamiento de *servicio completo* el arrendador se encarga del mantenimiento y aseguramiento del equipo, y del pago de impuestos que éste genere sobre el patrimonio. En un arrendamiento *neto* el arrendatario se compromete al mantener el activo y asegurar el equipamiento y el pago de cualquier impuesto sobre el patrimonio.<sup>24</sup>

- **Titularizaciones.** Es el proceso mediante el cual se emiten títulos que representan la participación en la propiedad de diferentes bienes o activos tales como: Títulos de deuda pública, títulos inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios, cartera de crédito, activos inmobiliarios, rentas y flujos de caja determinables con base en estadísticas de los últimos tres años o en

---

<sup>23</sup> Siglas en inglés de *London Inter Bank Offer Rate*, la tasa promedio a la que se prestan dinero los bancos internacionales.

<sup>24</sup> BREALLEY, MILLER y ALLEN. Op. cit. p. 766

proyecciones de por lo menos tres años continuos. Estos bienes o activos constituyen un patrimonio autónomo, con cargo al cual se emiten títulos.<sup>25</sup>

Una empresa puede financiarse titularizando su cartera de corto plazo. El procedimiento consiste en titularizar esta deuda con garantía en las facturas por un valor menor al registrado en la suma de todas las acreencias. El descuento sobre el valor de la deuda es el rendimiento que obtiene el inversionista que compra el título. Otro tipo de titularización utilizada frecuentemente es la inmobiliaria. A través de ésta se emiten títulos representativos de proyectos inmobiliarios de gran costo que para un solo inversionista serían de difícil financiamiento. Al dividir el valor del proyecto en varias partes resulta accesible para muchos inversionistas.

### **1.1.7 Financiación a través de capital.**

La financiación a través de capital es muy importante para las empresas a nivel mundial. Generalmente un buen porcentaje de su financiamiento inicial proviene de los socios que aportan su capital para su creación. Hay que advertir que desde un punto de vista simple se podría pensar que la financiación a través de capital es la más adecuada para las empresas, porque los socios, a diferencia de los acreedores, no van a cobrar o embargar ningún activo de la empresa. Sin embargo esta concepción esta errada, pues el capital de los socios es el mecanismo de financiación más costoso para cualquier empresa. Esto no es muy difícil de entender si se evalúa con detenimiento, puesto que los socios tienen invertido su capital en la empresa y esperan que esta les ofrezca un rendimiento superior al que obtendrían con un riesgo menor en el mercado público de valores (por ejemplo con deuda del estado). De esta forma, si el rendimiento de la empresa no es lo suficientemente bueno para los socios, estos simplemente pueden tomar la decisión de liquidarla y tomar su dinero para invertirlo en algo más rentable; es por esta razón que el capital es más costoso.

Lo anterior no significa que una empresa deba financiarse únicamente a través de deuda, o que emitir acciones sea malo para su estructura financiera, solo se ha tratado de mostrar que el director financiero de una compañía debe encontrar un equilibrio adecuado entre ambas fuentes de financiación para no exceder los límites de adquisición del costoso capital de los socios, pero tampoco encontrarse frente a riesgos altos de iliquidez por acumulación de una carga excesiva de deuda. Este dilema ya había sido presentado antes, corresponde a la *política de endeudamiento* de la empresa, que debe ser establecida por su alta dirección.

---

<sup>25</sup> BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA. Conozcamos la Bolsa de Valores de Colombia. Bogotá : BVC, 2005. p. 18

Las empresas pueden emitir acciones ordinarias o acciones preferentes para financiarse a través de capital. Además, los Fondos de Capital Privado (FCP) son un mecanismo alternativo de financiación a través de capital. Todas estas alternativas serán analizadas a continuación. Cabe resaltar que existe una menor diversidad de instrumentos de financiación de capital frente a los presentados para la deuda. Otro mecanismo de financiación a través de capital es la retención de utilidades); esta debe ser autorizada por los accionistas, y puede hacerse de forma ordinaria, en un monto previamente establecido, o extraordinaria, de acuerdo a alguna necesidad específica de la empresa.

- **Acciones comunes u ordinarias.** El número máximo de acciones que puede ser emitido por una empresa se conoce como *capital social autorizado*. Este capital es definido en el momento de constitución de la empresa bajo la figura jurídica de sociedad anónima. La empresa debe suscribir por lo menos la mitad del capital autorizado en el momento de su constitución; este es el llamado *capital suscrito*. Sin embargo, los socios solo están obligados a aportar al inicio de la empresa un tercio (1/3) del capital suscrito, este valor se denomina *capital pagado*. La ley establece que los socios deben aportar el total del capital suscrito en un término de máximo un año después de la creación de la empresa.<sup>26</sup>

Estas definiciones permiten observar que una sociedad anónima puede reservarse desde su constitución hasta un cincuenta por ciento de su capital social para ser emitido en nuevas acciones en el futuro. Esto constituye una fuente de financiación muy importante. Las acciones originales de la empresa (con las que se constituye) son acciones comunes u ordinarias. Esto significa que le otorgan a su poseedor derechos económicos y de propiedad. Los derechos económicos le dan al poseedor de la acción la posibilidad de recibir una parte proporcional de los beneficios futuros generados por la empresa, bajo la figura de pago de dividendos.

Los dividendos son pagados de acuerdo los resultados de la empresa y la decisión de entregarlos depende de los estatutos de la misma; algunas empresas pueden determinar que su junta de directores es la encargada de ordenar el pago de dividendos, mientras otras pueden establecer que sea la asamblea general de socios quien ordene este pago. Generalmente no constituyen nunca la totalidad de los beneficios de la empresa, pues esta guarda parte de las utilidades para financiar su crecimiento futuro.

Los derechos no económicos o de propiedad le otorgan al poseedor de la acción participación en el capital de la empresa emisora de la acción. Esto se traduce en el derecho a voto en la asamblea general de accionistas, lo cual significa control sobre las decisiones estratégicas de la empresa. Una acción común generalmente

---

<sup>26</sup> Las definiciones se basan en lo dispuesto por el Código de Comercio colombiano. En otros países la legislación al respecto de las sociedades anónimas puede variar.

representa un voto en la asamblea, por ello es lógico que la persona que más acciones tenga en su poder pueda controlar el rumbo de la sociedad.

Las disputas por los derechos económicos y de propiedad pueden generar conflictos al interior de las empresas. Las sociedades más grandes contratan dirigentes externos con buena formación profesional y esto aleja a los socios del control diario de la empresa; en general la sociedad anónima se hizo para eso, pretende reunir una gran cantidad de personas que inviertan en ella, pero manejarse de forma aislada como un ente independiente. Pero cualquiera que invierta desea mantener un control sobre su inversión, o por lo menos estar seguro de que será bien gestionada. Por todo esto nacen los principios de Gobierno Corporativo. Una empresa con una cultura de buen Gobierno Corporativo desarrollada es capaz de manejar de forma eficiente y transparente las relaciones con sus *stakeholders*<sup>27</sup>. Esto da tranquilidad a los accionistas sobre el manejo de su inversión por parte de los directivos. Más adelante se profundizará sobre los principios de gobierno corporativo.

- **Acciones preferentes.** Este tipo de acciones otorgan a su poseedor únicamente derechos económicos, es decir, derecho a recibir una parte de los flujos futuros de la empresa. Reciben el nombre de preferentes porque tienen una cláusula que las ubica por encima de las acciones ordinarias en el momento de recibir los dividendos, es decir, que a los accionistas preferentes se les garantiza el pago de los dividendos. Generalmente se establecen las fechas para el pago de dividendos y en ocasiones el monto de los mismos desde el momento de la emisión de las acciones preferentes.

La empresa puede llegar a incumplir el pago de los dividendos preferentes en la fecha establecida, pero si lo hace no puede pagar tampoco dividendos a los accionistas ordinarios. Además, los dividendos preferentes acordados son acumulativos, así que si la empresa incumple su pago en algún momento deberá pagar el acumulado en las fechas siguientes de entrega de dividendos. Solo hasta que este acumulado fuera pagado podrían repartirse dividendos a los accionistas ordinarios. En ocasiones cuando las empresas incumplen de manera reiterada el pago de dividendos preferentes, sus accionistas pueden obtener derechos de propiedad sobre la empresa. Esto por supuesto no es conveniente para los accionistas ordinarios.

- **Fondos de capital privado (FCP).** Un Fondo de Capital Privado –FCP– es una sociedad que reúne capital de grandes inversionistas para invertirlo en pequeñas y medianas empresas de buen desempeño. Los encargados de

---

<sup>27</sup> *Stakeholders* es traducido como grupos de interés. Se refiere a todos los agentes con los que interactúa la empresa, como socios, empleados, proveedores, gobierno, etc.

administrar el fondo seleccionan empresas con alto potencial de crecimiento que no están listadas en el mercado de valores y que necesiten recursos con fines de expansión, desarrollo de nuevas líneas de productos, aumento de capacidad o nuevas adquisiciones y/o fusiones con otras empresas.

Posteriormente el fondo realiza la entrega de recursos a cambio de una participación accionaria en las empresas. Al realizar la inversión el administrador del fondo comienza el proceso de establecimiento y fortalecimiento de prácticas de buen gobierno corporativo en la empresa y realiza los controles financieros internos apropiados, además de brindar consultoría permanente en aspectos estratégicos y operativos, apoyo en mercadeo y presentar fuentes de financiamiento adicional a la empresa, todo esto para garantizar la rentabilidad en la inversión del fondo.

Toda inversión de un fondo de capital privado tiene un límite de tiempo establecido; por lo tanto el fondo debe salir de la inversión al final de un período de tiempo establecido en el que consiga obtener un beneficio de su inversión y la empresa alcance buenos resultados. Antes de salir de la empresa, el fondo la deja inscrita en las principales plazas bursátiles del país. El esquema general de funcionamiento de un fondo de capital privado se presenta en el gráfico 1.2.

**Gráfico 1.2. Proceso de operación de un Fondo de Capital Privado**



Fuente: SEAF Colombia S.A.

**Fondos de capital privado en Colombia.** La normatividad en Colombia sobre los FCP le otorga facultades a las sociedades administradoras de inversión para constituir fondos de inversión sin registrar personería jurídica para los mismos. Para ser considerados FCP los fondos de inversión deben cumplir con los siguientes requisitos<sup>28</sup>:

1. Ser fondos de inversión cerrados<sup>29</sup>.

<sup>28</sup> Estos requisitos se encuentran contenidos en la *Resolución 470 de 2005* emitida por la Superintendencia de Valores de Colombia

<sup>29</sup> Según la ley Colombiana la denominación "fondo cerrado" se aplica a aquellos fondos cuyo contrato sólo permita a sus suscriptores redimir sus derechos al final del plazo previsto para la duración del correspondiente fondo

2. Destinar las dos terceras partes (2/3) de los aportes de sus suscriptores a la adquisición de:
  - Títulos valores distintos de valores, incluyendo acciones, no inscritas en el registro nacional de valores e intermediarios;
  - Títulos valores no calificados, siempre que no se trate de títulos emitidos por entidades vigiladas por la Superintendencia Bancaria;
  - Otros activos o derechos de contenido económico.
3. Cumplir con la normatividad establecida en la resolución 470 de 2005 de la Superintendencia de Valores de Colombia<sup>30</sup>.

A pesar de que la normatividad ha buscado promover el desarrollo de estos fondos, la realidad es que su progreso es incipiente. De otro lado, el programa Colombia Capital, del que se hablará más adelante, promueve también el desarrollo de los fondos de capital privado como alternativa para el crecimiento de las pymes en Colombia.

El programa Colombia Capital ya cuenta con algunos fondos comprometidos con el desarrollo de las pymes, y buscará la consolidación de la financiación de empresas a través de estos fondos durante una rueda de negocios programada para el año 2007 (al tiempo de escritura de este trabajo no se ha definido la fecha exacta). “Los fondos encargados de capitalizar las empresas, administrarlas y convertirlas en futuras emisoras de valores son: *Tribeca Partners, Capital Partners, Seaf, Corficolombiana, Topsales C. y Promotora de Proyectos*. Estas instituciones, además de los recursos económicos, que pueden superar fácilmente los dos millones de dólares, van a transferir a las “elegidas” conocimiento.”<sup>31</sup>

**1.1.8 Colocación de un instrumento financiero.** La colocación de un instrumento financiero o *Underwriting* consiste en la compra de una emisión de títulos valores a un precio fijo garantizado con el propósito de vender esta emisión entre el público. La entidad que compra esta emisión esta dedicada a los negocios del mercado de valores, y generalmente, también se encarga de estructurar la emisión de la empresa que tiene la necesidad de financiación. Existen varias modalidades de *Underwriting*, pero la mayoría de autores las condensan en tres; las características principales de éstas se muestran a continuación<sup>32</sup>:

---

<sup>30</sup> En el año 2006 la Supervalores se fusionó con la Superbancaria dando origen a la Superintendencia Financiera de Colombia

<sup>31</sup> BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA. [en línea]. [consultado 6 febrero 2007]. Disponible en <<http://www.bvc.com.co/bvcweb/mostrarpagina.jsp?tipo=2&codpage=3001>>

<sup>32</sup> Tomado de: TORRES, Gustavo. El contrato de Underwriting. En: Poder Judicial de la República del Perú. [en línea] [consultado 13 marzo 2007] Disponible en <<http://www.pj.gob.pe/CIJ/87underwriting.pdf>>

### COLOCACIÓN EN FIRME ó UNDERWRITING EN FIRME

El *Underwriter* adquiere la emisión de títulos (total o parcial) y asume el riesgo de la colocación. La entidad financiera realiza el pago de la emisión total a la empresa emisora aunque pragmáticamente se realiza un depósito importante y no total a fin que la diferencia obtenida por las colocaciones se constituya en la ganancia por la operación para el *Underwriter*.

### COLOCACIÓN GARANTIZADA

El *Underwriter* se compromete a colocar la emisión dentro de un plazo determinado garantizando la adquisición del saldo no colocado dentro de dicho plazo. La emisora, al final, contará sí o sí con el dinero deseado “Este caso se presenta, por ejemplo, cuando la empresa emisora, habiendo definido el monto del aumento del capital y la emisión de las acciones o títulos requeridos, quiere asegurarse la suscripción total de la emisión, para lo cual establece un contrato con la entidad financiera (intermediario), donde se estipula la obligación del *Underwriter* de comprar los títulos o acciones remanentes una vez terminado el plazo del convenio

### COLOCACIÓN AL MEJOR ESFUERZO

El *Underwriter* se obliga a desplegar “sus mejores esfuerzos” para colocar la emisión, sin asumir riesgos. No hay financiamiento inmediato.

#### 1.1.9 Instrumentos financieros para el cubrimiento del riesgo.

La evolución de los mercados financieros a nivel mundial se manifiesta en el surgimiento de una gran variedad de instrumentos financieros que buscan solucionar necesidades específicas de las empresas. Los instrumentos financieros modernos son mecanismos para la gestión del riesgo por parte de las empresas; por ello no podemos clasificarlos como instrumentos de deuda o de capital. Las principales formas de estos instrumentos son las opciones, los contratos a plazo, las permutas financieras y los futuros. Juntos constituyen los denominados *productos financieros derivados* o simplemente *derivados*.<sup>33</sup>

- **Contratos a plazo o forwards.** Los *contratos a plazo* o *forwards* son acuerdos entre dos partes que se comprometen a realizar una transacción en el futuro con algún producto en condiciones preestablecidas. El *forward* establece la cantidad del producto, el precio al que se pagará y la fecha de entrega. De esta forma, la parte que tiene el producto se compromete a la entrega de una determinada cantidad a un precio pactado, y se dice que tiene una posición *corta*. De otro lado el comprador se compromete bajo las mismas condiciones a adquirir el producto del vendedor, y tiene una posición *larga*.

---

<sup>33</sup> Para tener una visión más amplia sobre el mercado de instrumentos derivados se recomienda al lector remitirse a: MADURA. Op. cit., p. 306 - 445

Este contrato es simple, y permite a ambas partes eliminar la incertidumbre sobre el precio futuro de alguna mercadería, y planear sus finanzas con base en los acuerdos firmados. El *forward* no contiene una opción de compra o venta, por lo que las partes involucradas adquieren un compromiso que deben cumplir. Las empresas que logran negociar con estos instrumentos pueden gestionar de una mejor manera sus riesgos, aunque no los eliminan, porque nadie garantiza que la otra parte cumpla con su palabra.

- **Futuros.** Un *futuro* es un contrato con características similares a las de un *forward*, pero se diferencia porque es negociado en mercados organizados. Los mercados de derivados tienen cámaras de compensación que garantizan el cumplimiento de los contratos de futuros (a diferencia del *forward* negociado directamente entre la parte corta y larga).

El mercado de derivados permite negociar contratos futuros sin necesidad de que las partes involucradas se conozcan, e incluso sin que exista la mercadería sobre la cual se negocia. Es por esto que los especuladores encuentran en estos mercados un sitio propicio para “hacer apuestas” sobre el valor de algún bien commodity. El negocio se encuentra garantizado porque las partes están obligadas a consignar un valor importante de la transacción en la cámara de compensación de la bolsa donde negocien el contrato futuro; de esta forma, la cámara puede responder si al momento del vencimiento alguna de las partes incumple.

El mercado de futuros no se ha desarrollado en Colombia por la inexistencia de una cámara de compensación que respalde el mercado; sin embargo, este tipo de instrumentos es de vital importancia para el desarrollo del sector agropecuario en Colombia y, en la opinión de los autores, debe ser respaldado por políticas gubernamentales para que alcance un nivel de desarrollo satisfactorio.

- **Opciones.** Las opciones son mecanismos para el cubrimiento del riesgo que permiten a su poseedor decidir al momento de su vencimiento si compran o venden un instrumento financiero bajo unas condiciones pactadas previamente.

Las opciones se clasifican en opciones de compra y opciones de venta. En ambos casos, las opciones permiten a su poseedor eludir la obligación que adquieren en un contrato fijo, por ejemplo un futuro, y ejecutarla solo si las condiciones le son favorables en el momento de su vencimiento. Por supuesto, para adquirir una opción de compra o de venta la parte interesada deberá pagar una prima, es decir, que las opciones se negocian por separado de los instrumentos financieros y los activos subyacentes que ellos representen.

El mercado de opciones es, al igual que el de los demás instrumentos derivados, de muy poco desarrollo en Colombia, y se presenta en este trabajo solo para resaltar la importancia que podrían tener algunos de estos instrumentos en el desarrollo de los negocios de muchos empresarios de la región, por ejemplo, del sector agrícola, como se verá más adelante en el desarrollo del instrumento de financiación adecuado a las necesidades de los empresarios de Bucaramanga.

En este nivel se espera haber presentado los conceptos básicos sobre finanzas corporativas para comprender el desarrollo del presente documento. A continuación, se presentará el marco teórico sobre la temática del gobierno corporativo, que permitirá al lector tener una mayor comprensión del diagnóstico que se presenta más adelante en este trabajo sobre prácticas de buen gobierno en las empresas de la región.

## **1.2 EL CONCEPTO DE GOBIERNO CORPORATIVO**

### **1.2.1 ¿Qué es gobierno corporativo?**

Al momento de adoptar una definición del concepto de gobierno corporativo se debe hacer un recorrido sobre la evolución que ha tenido este concepto a través de la historia, con este fin, después de hacer un barrido de las diferentes fuentes bibliográficas disponibles, se quiere en este apartado del presente documento compilar las opiniones de diversos autores y dejar las bases para que el lector pueda construir la propia a partir de lo aquí presentado.

El Gobierno Corporativo esta muy relacionado con la definición que se puede dar de lo que es la “firma”, por esta razón es apropiado comenzar con la definición de este concepto como una forma de aproximarnos a la definición moderna del concepto de Gobierno Corporativo. Existen diferentes autores que han tratado de definir la firma:

Coase<sup>34</sup>: “Un nexus de contratos, cuyo límite esta definido por el costo de transacción (la firma se extiende hasta el límite en que el costo de transacción interno es superior al costo externo o precio de mercado).” Bajo esta definición el Gobierno Corporativo es solamente una versión más compleja del gobierno contractual estándar<sup>35</sup>

“La firma es una colección de activos cuya propiedad es conjunta. La propiedad es importante puesto que implica el ejercicio de derechos residuales no

---

<sup>34</sup> COASE, Ronald. The Nature of the Firm. *En: Económica*, 4 Nueva serie. 1937. p. 386 - 405.

<sup>35</sup> BENAVIDES, J. Historia del Gobierno Corporativo en el mundo : Definición y Objetivos del GC. 2003 Libro Blanco CONFECAMARAS. [en línea] [Consultado 17 Febrero 2007] Disponible en <<http://www.kpmg.com.co/>>

especificados en el contrato inicial.”<sup>36</sup> Esta definición la aportan Grossman y Hart. Bajo este punto de vista se hace especial énfasis en la propiedad y en los incentivos tipo *free-rider* que se producen, lo que hace que ninguno de los dueños este dispuesto a hacer el esfuerzo de administrar o controlar los activos de la sociedad y por lo tanto se entregue esta responsabilidad a agentes o representantes de los dueños, que en presencia de información imperfecta llevan a que aparezca el tradicional problema de agencia entre los propietarios y la administración. La definición anteriormente presentada aporta un elemento adicional que tiene que ver con los derechos que no se pueden expresar a través de contratos, sin embargo esta propuesta según Zingales<sup>37</sup> posee la falencia de referirse solo a los derechos del propietario excluyendo a los demás grupos de interés que también hacen parte de la firma.

En una publicación conjunta de Rajan y Zingales se define como sigue: “Nexus de inversiones específicas, una combinación de personas y activos mutuamente especializados”<sup>38</sup>. Esta última definición supera a la anterior en el sentido de que la firma no es tan sólo una suma de contratos, hecho que se comprueba con la imposibilidad de establecer una firma idéntica instantáneamente. Además en esta definición se incluyen a todos los *stakeholders* que se ignoran en la anterior, pero no se define exactamente cual es el enfoque de la firma, en relación sobre a quien debe beneficiar en primera instancia. En la versión de Zingales todos aportan a la empresa de alguna manera y esperan ser remunerados por dicho aporte. Por ende un adecuado gobierno corporativo encuentra su razón de ser en facilitar las condiciones en que todos los *stakeholders* logren hacer rentar su inversión (Capital Humano, físico, relaciones, etc). La forma como se asignan los recursos en la firma es también uno de los motivos por las cuales el gobierno corporativo es importante, la estructura de gobierno de una compañía influye en la manera en que se dispone de los recursos aportados por los *stakeholders*, un ejemplo claro de esta situación es el sugerido por Shleifer y Vishny<sup>39</sup> donde un gerente puede sobre especializar la empresa en un rubro en el que el es más experto con el fin de hacerse relativamente indispensable para la empresa.

En este punto se define lo que realmente es gobierno corporativo, basados en la versión de Zingales el gobierno corporativo es una forma de adelantarse a los problemas de negociación que se presentarán después de constituida la firma, no tratando de predecir las situaciones que se han de presentar sino estableciendo los controles y restricciones que guíen la negociación ex – post (después de comenzadas las interacciones entre los participantes de la firma) siendo

---

<sup>36</sup> GROSSMAN, S. Y HART, O. (1980). Takeover bids, the free-ride problem and the theory of the corporation. En: Bell Journal of Economics, 11: p. 42-64.

<sup>37</sup> Como lo expresa en: ZINGALES, L. Corporate Governance. NBER. Working Paper, 6309. Cambridge. 1998. p. 28

<sup>38</sup> RAJAN, R.. Insiders and outsiders: the choice between relationship and arms-length debt. En: Journal of Finance, 47. 1992. p. 1367-1400.

<sup>39</sup> SHLEIFER, A Y VISHNY, R. Large shareholders and corporate control. En: Journal of Political Economy, 94 (3), 1986. p. 458-461.

concientes que la constitución de la firma es un contrato incompleto, donde no se especifica que hacer con las cuasi – rentas producto de la firma y que por lo tanto éstas deben ser renegociadas, garantizando la remuneración justa de todos los participantes. Una definición afín con la de Zingales es la de Kesner "Un sistema de Gobierno Corporativo es el conjunto de incentivos, salvaguardias y procesos de resolución de disputas utilizados para ordenar las actividades de los varios *stakeholders* corporativos.<sup>40</sup>" En la misma línea encontramos la definición de Demb y Neubauer "GC es el proceso por el cual las corporaciones son hechas responsables a los derechos y deseos de los *stakeholders*"<sup>41</sup>.

Otra definiciones de Gobierno corporativo es la siguiente: "El GC trata con las maneras por las cuales los proveedores de financiamiento a las corporaciones se aseguran a sí mismos la obtención de un retorno sobre su inversión"<sup>42</sup>.

Dick amplía marginalmente la concepción de Shleifer y Vishny al plantear que el sistema de GC es el conjunto de restricciones socialmente definidas que afectan las expectativas acerca de cómo será ejercida la autoridad en empresas – y de esta manera la forma en que el sistema afecta la voluntad de hacer inversiones en corporaciones a cambio de promesas de pagos futuros.<sup>43</sup> Hasta acá se ha hecho un recuento y una pequeña discusión de las definiciones más relevantes, en la siguiente tabla se resumen las distintas definiciones en un orden cronológico en el periodo de 1990 al 2001:

**Tabla 1.1 Evolución del concepto de Gobierno Corporativo**

Concepto de Gobierno Corporativo		
Año	Autor/es	Concepto
1990	Baysinger y Hoskisson	Integración de Controles externos e internos que amornicen el conflicto de intereses entre accionistas y directivos resultante de la separación entre la propiedad y el control.
1993	Keasey y Wright	Estructuras, procesos, culturas y sistemas que producen el éxito del funcionamiento de las organizaciones.
1994	Maw et al.	El gobierno corporativo es un tema, un objetivo o u régimen que debe ser seguido para bien de los accionistas, empleados, clientes, bancos y para la reputación y mantenimiento de nuestra nación y economía.
1994	Prowse	[...] conjunto de mecanismos que pueden prevenir a la empresa de políticas alejadas de la maximización del valor a favor de un stakeholder a expensas de otros.

<sup>40</sup> KESNER, Lf. Directors stock ownership and organizational performance: an investigation of Fortune 500 companies. En: Journal of Management, 13, 1987. p. 499-508

<sup>41</sup> DEMB, A. y NEUBAUER, F.F. The corporate board. En: Oxford University Press, 1992. p. 1-10

<sup>42</sup> GARCÍA SOTO, M. G. El Gobierno Corporativo y las decisiones de crecimiento empresarial : evidencia en las cajas de ahorros Españolas. Doctorado en Economía. España : Universidad de las Palmas de Gran Canaria, 2003. p. 6 – 11

<sup>43</sup> BENAVIDES F, J. Historia del Gobierno Corporativo en el mundo : Definición, y Objetivos del GC. En: Libro Blanco de CONFECAMARAS. p. 1-2 [en línea] [Consultado 17 Febrero 2007] Disponible en <[http://www.kpmg.com.co/files/documen\\_corp\\_gov/release/lb\\_c1\\_01.htm](http://www.kpmg.com.co/files/documen_corp_gov/release/lb_c1_01.htm)>

**Tabla 1.1 Continuación...**

<b>Concepto de Gobierno Corporativo</b>		
<b>Año</b>	<b>Autor/es</b>	<b>Concepto</b>
1995	Hart	La estructura de gobierno puede verse como un mecanismo para la toma de decisiones que no se han especificado en el contrato inicial. Más concretamente, la estructura de gobierno asigna derechos residuales de control sobre los activos no humanos de la empresa: esto es, el derecho a decidir cómo esos activos pueden ser usados, dado que su uso no viene especificado en el contrato inicial. [...] En vista de la capacidad directiva de seguir sus propios intereses, es obviamente importante que existan controles y comparaciones sobre el comportamiento directivo. Un objetivo fundamental del gobierno corporativo consiste en diseñar esos controles y comparaciones.
1996	Lannoo	El gobierno de la empresa alude a la organización de las relaciones entre los propietarios y directivos de una empresa.
1996	Mayer	El gobierno corporativo está relacionado con las formas de conducir los intereses de las dos partes (inversores y directivos) en la misma línea y asegurar que la empresa sea dirigida en beneficio de los inversores.
1997	Berglof	El punto de partida es el problema básico de agencia: el problema de credibilidad al que hace frente el empresario o la empresa cuando pretende convencer a los inversores externos de que aporten fondos. La competencia en los mercados de inputs y outputs puede mitigar este problema, pero es insuficiente; las señales de mercado son generadas después de que los fondos hayan sido comprometidos. El papel del gobierno corporativo es asegurar que esas señales y otra información relevante sean realmente trasladadas a las decisiones de inversión.
1997	Masifern	Sistema global de derechos, procesos y controles establecidos interna y externamente para que rijan a la dirección de la empresa, con el objetivo de proteger los intereses de todos en la supervivencia con éxito de la empresa.
1997	Shleifer y Vishny	El gobierno corporativo está relacionado con los medios a través de los cuales los financiadores de la empresa garantizan el rendimiento adecuado de sus inversiones.
1997	Zingales	[...] conjunto de restricciones que configuran la negociación expuesta sobre las cuasirentas generadas por la empresa
1998	Fernández y Gómez	El sistema de gobierno de una empresa hace referencia al sistema completo de acuerdos institucionales y relaciones a través de las cuales las empresas son dirigidas y controladas. Se centra por tanto, en las relaciones entre propietarios y equipo directivo, así como en su repercusión en los resultados. [...] El objetivo principal de la estructura de gobierno es contribuir precisamente al diseño de los incentivos y mecanismos de control que minimicen los costes de agencia para evitar que la separación entre propiedad y control, asociada a las grandes empresas, dé lugar a formas de organización ineficientes.
1998	John y Senbet	El gobierno corporativo está relacionado con los mecanismos por los que los stakeholders de una empresa ejercen el control sobre los internos y directivos de tal forma que sus intereses estén protegidos. [...] el gobierno corporativo es un medio por el cual varios stakeholders, externos al control de la empresa, ejercitan los derechos establecidos por el entorno legal existente, así como en los estatutos sociales.

**Tabla 1.1 Continuación...**

Concepto de Gobierno Corporativo		
Año	Autor/es	Concepto
1999	Eguidazu	El gobierno de la empresa es un proceso de supervisión y control de la dirección de una empresa, por instituciones o mecanismos internos y/o externos, cuya finalidad es alinear los intereses de los gestores con los de los accionistas.
1999	Grespi y Gispert	Gobierno corporativo hace referencia a los mecanismos que previenen o corrigen el posible conflicto de intereses entre directivos y accionistas.
1999	Salas	[...] incluye el conjunto de instrumentos e instituciones que se crean en una sociedad con el fin de lograr asignaciones eficientes de los recursos presentes y futuros.
2000	Johnson, Boone, Breach y Friedman	Por gobierno corporativo entendemos la eficacia de mecanismos que minimizan conflictos de agencia relacionados con los directivos, con especial énfasis en los instrumentos legales que previenen la expropiación de los accionistas minoritarios.
2000	O'Sullivan	Instituciones que influyen en cómo los negocios corporativos localizan sus recursos e inversiones
2000	La porta López-de-silanes, Shleifer y Vishny	El gobierno corporativo es, en sentido amplio, un conjunto de mecanismos a través de los cuales los inversores externos se protegen contra la expropiación de los internos
2001	Tirole	[...] el diseño de instituciones que inducen o fuerzan a la dirección a interiorizar el bienestar de los stakeholders

Fuente: García Soto, M. G. El Gobierno Corporativo y las decisiones de crecimiento empresarial: evidencia en las cajas de ahorros Españolas. Doctorado en Economía. Las palmas de Gran Canaria – España : Universidad de las Palmas de Gran Canaria.

Por último y no a manera de conclusión, pues como se ha dejado claro en párrafos anteriores no se tiene como propósito en el presente estudio establecer una definición que sea mejor que las otras, se incluye la definición ofrecida por la OCDE (Organización para la cooperación y el desarrollo económico) de Gobierno Corporativo, la cual se refiere a éste como los medios internos por los cuales las corporaciones son operadas y controladas. Un régimen adecuado de GC ayuda a asegurar que las corporaciones utilicen su capital eficientemente. Adicionalmente se hace mención de la definición de Adrian Carbury la cual es bastante afín a la anterior, con una diferencia relevante en cuanto a que remueve la restricción de incluir en el Gobierno Corporativo solo mecanismos internos, incluyendo también los elementos externos.<sup>44</sup>

En el barrido que se ha realizado de la definición de gobierno corporativo y sin entrar aún en la descripción de los modelos más usados a nivel Mundial, se comienza a dar claridad sobre el hecho de que aunque es un concepto que parece estar alejado de la realidad actual empresarial de Bucaramanga y su Área metropolitana, por el grado de sofisticación empresarial y de instituciones que

<sup>44</sup> BENAVIDES. Op. cit. p. 4 - 7

requiere, es un concepto que después de ser adquirido genera una nueva visión en el empresario y en los inversionistas, reconociendo que el Gobierno Corporativo es una manera de agregar valor<sup>45</sup> a sus organizaciones y que llevado al más alto nivel puede tener impacto en todas los sectores de la sociedad, que se ven beneficiados por un sistema que promueve un manejo más honesto y transparente de las empresas.

**1.2.2 El gobierno corporativo en diferentes países.** El concepto que se tiene de gobierno corporativo puede variar dependiendo del país en que nos encontremos, esto obedeciendo a diversos factores como lo son la legislación, las personas, las instituciones y la importancia que se da al tema en el medio empresarial, legislativo y financiero; sin embargo desde un enfoque global se pueden identificar dos modelos principales en cuanto al tema se refiere:

1. Modelo Anglosajón (Shareholder)
2. Modelo Euro continental y Japonés (Stakeholder)

El modelo anglosajón se caracteriza por una relativa pasividad de los accionistas e inversores institucionales, un consejo de administración que no es siempre independiente de la dirección, lo cual no le permite ejercer un completo control de la dirección y un mercado de control corporativo activo<sup>46</sup>. Por otro lado el modelo europeo oriental y japonés se caracteriza por accionistas y grupos de poder activos, donde su principal accionista son empresas bancarias, un consejo de administración independiente de la dirección, lo cual permite tener un eficiente control de las actividades internas<sup>47</sup> y un limitado mercado de control corporativo.

**Tabla 1.2 Comparativa de los patrones de gobierno corporativo**

	<b>Alemania</b>	<b>Japón</b>	<b>Estados Unidos</b>
Retribución directivos	Moderada	Baja	Alta
Consejo de administración	Dirección/supervisión	Principalmente internos	Principalmente externos
Propiedad (accionistas)	Concentrada: familias, empresas, bancos	Menos concentradas: bancos, empresas, familias	Difusa: ausencia de empresas entre los accionistas
Mercado de capitales	Baja liquidez	Algo líquido	Muy líquido
Mercado de control	Poco activo	Poco activo	Muy activo
Bancos	Universales	Banco principal	-

<sup>45</sup> Sobre este concepto ver: PAZ ARES, Cándido. El gobierno corporativo como estrategia de creación de valor. *S.l*: Bolsa de Valores de Colombia, 2004.

<sup>46</sup> JENSEN, M.C. The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *En: Journal of Applied Corporate Finance*, 1993. 6 (4): p. 4-23

<sup>47</sup> KOJIMA, K. Corporate governance in Germany, Japan, and the United States: a comparative study. *En: Kobe Economic and Business Review*, 38th Annual Report, 1993.

**Tabla 1.2 Continuación...**

	<b>Alemania</b>	<b>Japón</b>	<b>Estados Unidos</b>
Proporción empresas cotizadas	Baja	Media/alta	Alta
Orientación derecho sociedades	Protección accionistas minoritarios y acreedores	Protección acreedores	Protección accionistas frente dirección

Fuente: García Soto, M. Op. Cit.

El que se puedan encontrar diferentes modelos de gobierno corporativo responde al hecho que las empresas operan en diferentes contextos de negocios al cambiar de región. Por lo tanto hacer comparaciones entre estos sin tener en cuenta el contexto puede conducir a conclusiones improductivas; el propósito entonces no es favorecer uno sobre el otro, sino encontrar sus similitudes y diferencias teniendo en cuenta el contexto en que se desarrollan. Las principales diferencias entre los modelos son descritas en esta parte del documento.

- **Concentración de la propiedad.** La primera diferencia reside en que los países anglosajones tienen una concentración baja de la propiedad accionaria, mientras que en el otro modelo existen accionistas que poseen altos porcentajes del total de acciones de las empresas. La razón principal para esto es que en los países anglosajones existen más compañías que se transan en el mercado público de valores. Además se suma a esto el hecho de que empresas en países anglosajones son normalmente más grandes que sus contrapartes en Europa continental lo que se traduce en que poseer un alto porcentaje de acciones represente una enorme suma de capital.

- **Naturaleza de los accionistas.** La segunda diferencia entre los dos modelos de gobierno corporativo es la naturaleza de los accionistas. En Estados Unidos y el Reino unido la mayoría de las acciones están en manos de inversionistas institucionales (más del 50% aproximadamente) superando a las personas naturales (20-30%).

Estas cifras contrastan con países como Alemania, Italia y Francia donde las compañías privadas (20-40%), las instituciones financieras (10-30%), y las personas naturales (15-35%) poseen la mayoría de las acciones. Debido a la regulación de los países anglosajones muchas instituciones financieras no tienen permitido poseer acciones de compañías que cotizan en bolsa con fines de lucro para ellas mismas, por lo anterior las instituciones financieras cumplen principalmente un papel de agencia de los patrimonios de otras personas o instituciones. En cambio, en los países de Europa continental, las personas y

compañías privadas actúan directamente y no usan agentes para manejar sus inversiones.

En general las instituciones financieras que poseen propiedad accionaria en compañías se pueden clasificar en dos grupos. El primero son los Bancos y el segundo lo conforman las compañías de Seguros, los fondos de inversión y los de pensiones. Los bancos poseen pocas acciones en las sociedades debido a los posibles conflictos de interés que puedan surgir del hecho de que el banco sea a la vez accionista y acreedor de la misma empresa. El segundo grupo por el contrario tiene grandes inversiones en acciones, esto especialmente en Europa Continental, al compararlo con los países anglosajones.

**- Liquidez del mercado.** Una tercera diferencia entre el contexto de negocio de los países Anglosajones y los de Europa Continental es el número de empresas que cotizan en bolsa como porcentaje del total de empresas en el país. En los Estados Unidos y el Reino Unido, donde la cantidad de empresas que cotizan en bolsa es mayor, esto se traduce en que las compañías no necesitan un contacto tan cercano con sus accionistas creando una cultura de inversión que no se sustenta en la cercanía y nivel de control del accionista sobre la empresa. El sistema de pensiones de los países Anglosajones provee abundantes recursos al mercado de acciones a través de los inversionistas institucionales, dando profundidad a los mercados. Por el contrario en los países de Europa Continental menos compañías cotizan en bolsa. En estos países, las personas tienden a invertir sus ahorros de forma individual.<sup>48</sup> Como la mayoría de las empresas no son públicamente negociadas existe una fuerte relación entre la administración de la compañía y sus accionistas. En muchos casos, estas dos funciones no están separadas.

**- Propiedad cruzada.** Las sociedades de Europa Continental tienen grandes porcentajes de propiedad en otras compañías relacionadas con su actividad empresarial que a su vez pueden también tener algo de participación accionaria en otras empresas y en algunos casos hasta en la misma compañía. La existencia de diferentes estructuras de propiedad y jerarquía entre estas empresas hace que éstas se mantengan cerradas, y que el control de la propiedad no cambie de propiedad durante largos periodos de tiempo. Debido al número de propiedades cruzadas y al limitado acceso del mercado a información sobre las compañías, la estructura de propiedad de las empresas no es tan transparente como en los países Anglosajones. En los países Anglosajones la regulación es

---

<sup>48</sup> VAN HULLE C. From corporate governance to hospital governance : Authority, transparency and accountability of Belgian non-profit hospitals board and management. En: *Journal of Corporate Finance*, vol. 12, no. 2, ene. 2006. p. 296 - 320

muy estricta en este aspecto y ha limitado la complejidad de las relaciones de propiedad entre empresas.

Las diferencias en el entorno empresarial, como se describieron en los apartados anteriores, son las principales razones para la existencia de contrastes entre los modelos de gobierno corporativo antes mencionados. Se resumen las características más importantes de los dos modelos de gobierno corporativo en la siguiente tabla.

**Tabla 1.3 Modelos de Gobierno Corporativo**

<b>Modelo Anglosajón</b>	<b>Modelo Continental Europeo</b>
Gran Poder de la Administración Problema de <i>Free-Riding</i> Sobre inversión Problema de Control Problema de Corto Plazo	Gran Poder de los Accionistas Conflictos de Interés Recursos Financieros Limitados Movimiento de Flujos de Capital

**Fuente:** Van Hulle, 1997

Por causa de la baja concentración de la propiedad en los países Anglosajones, la mayoría de accionistas no tienen poder significativo sobre la empresa, esto permite que la administración tenga en la mayoría de los casos total libertad para tomar decisiones. Por el contrario en las empresas pertenecientes al modelo Continental Europeo, unos pocos accionistas poseen grandes porcentajes de la empresa y ellos pueden hacer uso de esta participación para controlar la firma, restringiendo el papel de la administración en la toma de decisiones.

Se debe tener en cuenta que en el modelo Anglosajón se corre el riesgo de caer en sobreinversiones por parte de la administración, que busquen beneficiar sus intereses particulares. La administración prefiere invertir en la empresa ya que los hace más importantes, sin importarles demasiado si la decisión de invertir es apropiada o no. Estas inversiones hacen más poderosa a la administración pero reducen las utilidades de los accionistas ya que los administradores invertirán incluso si las perspectivas de la empresa no son las mejores.<sup>49</sup>

Otra de las diferencias de los dos modelos radica en que en mercados líquidos como los anglosajones los accionistas pueden salir de sus posiciones en la empresa con facilidad mientras que en el modelo Europeo es más difícil que se dé esta posibilidad. Ante malas perspectivas del desempeño de la empresa los accionistas se ven obligados a mantener sus inversiones y la alternativa es usar su poder de voto para mejorar el rendimiento de la compañía.

---

<sup>49</sup> JENSEN, M.C. Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers. En: *American Economic Review*, 76, 1986. p. 323-329

No es posible terminar esta sección sin hacer mención de uno de las principales características del modelo anglosajón, esta hace referencia a lo que se conoce como “*free riding*”, al tener una estructura de propiedad tan atomizada si alguno de los accionistas decide hacerse cargo del control de la compañía no vería recompensado su esfuerzo en mayores utilidades, ya que solo se beneficiaría en el porcentaje que le corresponde según su participación en la empresa, lo que hace que esta opción no sea tan atractiva, por este motivo los accionistas deciden no tomar un papel activo en el manejo de la empresa, dejando libre a la administración para que tome las decisiones.

El que en los países anglosajones se delegue tanto poder a la administración hace que el enfoque sea de corto plazo, por lo menos una vez al año la administración debe reportar los resultados de su gestión a los accionistas lo que hace que las decisiones siempre estén enfocados a obtener rendimientos en el corto plazo.

Debido a que en el modelo Continental Europeo se otorga un gran poder a unos pocos accionistas, estos toman decisiones con un horizonte de más largo plazo, se enfocan los esfuerzos en acciones que garanticen un crecimiento sostenido y no tan solo balances positivos en el corto plazo. El que la propiedad se encuentre tan concentrada tiene la desventaja, para este modelo, de crear una red de propiedad cruzada entre las empresas, un punto en contra del gobierno corporativo, pues abre la puerta a operaciones entre empresas de un mismo grupo de accionistas que pueden poner en duda la transparencia de la administración, un ejemplo de este tipo de acción es el transferir fondos de una compañía en buena situación económica a una en mala posición que esté patrimonialmente relacionada con la primera.

**1.2.3 El gobierno corporativo en Colombia.** Desde hace ya algún tiempo en Colombia se ha hecho evidente la necesidad de estándares adecuados de gobierno corporativo con el fin de desarrollar el mercado de valores, esto con base en experiencias de países que van más adelantados en esta materia y que han logrado su desarrollo basados en políticas de Justicia, transparencia y honestidad en la administración de sus empresas. Por eso en esta sección además de resaltar lo imperativo que es para cualquier empresa que pretenda acceder a recursos del mercado de valores adoptar políticas de buen gobierno corporativo, se revisan los principales avances en materia legislativa sobre el tema y como ya el tema es una realidad ineludible para nuestras empresas.

Los esfuerzos en Colombia se han enfocado principalmente a reformar la legislación vigente y han sido soluciones tipo “parche” que no han atacado el problema de raíz. Se hicieron algunas modificaciones al código de comercio y hasta la aparición de la ley de mercado de valores no habían sido significativos los avances en cuanto a regulación del mercado de valores se refiere.

Ante la indudable necesidad de avanzar en este campo la Superintendencia Financiera decidió tomar el liderazgo en este campo para Colombia y enfocó sus esfuerzos en tres áreas de trabajo fundamentales<sup>50</sup>:

1. La definición de los estándares que debería cumplir cualquier sociedad que aspire a acceder a los recursos de inversión de los fondos de pensiones.

En el caso de la muestra empresarial adoptada en el presente estudio, la mayoría de empresas a pesar de tratarse de grandes y medianas, en un primer análisis no verían este aspecto como algo fundamental para su desarrollo, las barreras de tipo cultural y de visión del empresario que los llevan a este tipo de conclusión son expuestas más adelante y hacen parte de la problemática fundamental de lo que constituyen las restricciones para acceso al mercado de valores de las empresas de la región.

2. El establecer medidas concretas que garanticen la adecuada protección de los derechos de los accionistas.
3. La elaboración del proyecto de ley del mercado de valores, que aunque en la actualidad no es garantía total del buen llevar de las finanzas empresariales, ha hecho que los administradores tengan asignado un nivel más alto de responsabilidad y una mayor carga en cuanto a revelación de información y transparencia se refiere.

La Superintendencia Financiera, ante la preocupante situación en cuanto a gobierno corporativo de los emisores colombianos y la percepción de desconfianza detectada en inversionistas nacionales y extranjeros, optó haciendo uso de la facultad que le otorga la ley 100 de 1993 para establecer los requisitos que deben cumplir quienes pretendan ser receptores de los recursos de los fondos de pensiones, por crear una serie de estándares que hagan que en primer lugar, los recursos de los fondos de pensiones sean invertidos en empresas confiables que garanticen un buen rendimiento para los afiliados, y en segundo lugar que a través de estos lineamientos se proteja al inversionista proporcionándole mayor información sobre el desempeño de la empresa y el mercado.

Lo anterior desembocó en la expedición de la **Resolución 275 de 2001** que de manera general, aportó los siguientes pilares al desarrollo del Gobierno Corporativo en Colombia:

---

<sup>50</sup> SÁNCHEZ BALLESTEROS. Desarrollos recientes en materia de gobierno corporativo: Caso colombiano. En: Seminarios Superfinanciera [en línea] Presentación. [Consultado 10 Marzo 2007]. Disponible en <<http://www.superfinanciera.gov.co/seminarios/>>

- Invitar a la autorregulación. Esta resolución no emplea mecanismos que se introduzcan de manera arbitraria en las organizaciones, sino que se constituye en un marco de referencia sobre el cual cada organización crea sus sistemas de gobierno corporativo que garanticen la protección de los grupos de interés “stakeholders” de la empresa.
- Instituir el concepto de voluntariedad condicionada, un paso intermedio entre que las prácticas de gobierno corporativo sean adoptadas de forma voluntaria u obligatoria. Esto se explica en el hecho de que aunque no es obligatorio cumplir con los estándares expuestos en la resolución, las sociedades se interesan en aplicarlo con el fin de poder acceder a los recursos de los fondos de pensiones.

Aunque la resolución no da explícitamente los mecanismos que garanticen la adecuada protección a los derechos de los accionistas y demás inversionistas, si hace énfasis en que se deben crear y lo que es aún más importante que deben hacer parte de los estatutos de la sociedad, todos los “mecanismos específicos” que usará la empresa para cada uno de los aspectos de gobierno corporativo consignados en la resolución.

- Establecer los requisitos mínimos de divulgación de información del emisor y de los mecanismos de gobierno adoptados por éste, para poder ingresar al conjunto de posibles inversiones de los fondos de pensiones, en este aspecto la resolución trata de hacer ver que el difundir esta información trae beneficios para la empresa como lo son la posibilidad de conseguir financiación a menor costo, mayor confianza de los mercados en la administración de la empresa y un flujo de capitales hacia la empresa más estable.
- Consolidar el código de buen gobierno como un documento que no solo es usado a nivel interno, con el fin de ser carta de navegación para la implementación de los estándares de gobierno corporativo, sino como una herramienta importante de divulgación de éstos, entre los accionistas y los demás agentes que aportan o podrían aportar recursos a la empresa. En este aspecto cabe resaltar que este tipo de códigos proporciona a las empresas, argumentos con los cuales se facilita la resolución de conflictos.
- Establecer un porcentaje mínimo de colocación en inversionistas diferentes al grupo o persona que controla la empresa, la medida busca garantizar un mínimo de liquidez que promueva la equidad entre accionistas mayoritarios y minoritarios.
- La entrega de la información al público en general sobre los temas que tienen que ver con su gobierno, difundiendo los beneficios que para la sociedad en general tiene el buen manejo de las empresas.

Cabe resaltar que además de lo consignado en la anterior resolución existen otras posteriores cuya finalidad principal es la protección de los derechos e intereses de los accionistas, como las siguientes:

**Resolución 116 de 2002:** El objetivo de esta resolución es poner fin a las prácticas que no permiten que los accionistas minoritarios puedan ejercer su derecho a deliberar y votar libre y espontáneamente; estas estrategias podrían ser utilizadas por el accionista mayoritario o la misma administración y en la resolución mencionada son calificadas como “prácticas ilegales, no autorizadas e inseguras”.

**Resolución 072 de 2001:** En términos generales busca proteger a los accionistas minoritarios ante la decisión de cancelar la inscripción de las acciones en la bolsa de valores, subiendo el porcentaje necesario para realizar dicha acción, y especificando que en caso de no alcanzarse el porcentaje mínimo será necesario que los accionistas promuevan una OPA<sup>51</sup> según la ley.

**Resolución 157 de 2002:** Dicta disposiciones sobre las compraventas de valores preacordadas catalogándolas como contrarias a los sanos usos y prácticas del mercado. Haciendo la aclaración de que no serán calificadas como tal si se revelan al mercado con dos meses de anterioridad, dando así la oportunidad a que el mercado descuenta la información.

**Ley Del Mercado De Valores (984 del 8 de Julio de 2005):** La ley se fundamenta en la información, del acceso a información veraz y actualizada por parte del inversionista depende en gran parte la protección que éste pueda tener. Teniendo en cuenta lo anterior la ley faculta a distintas autoridades del mercado de valores para establecer un régimen de revelación al cual se deben someter los emisores de valores. En esta ley se siguen manejando conceptos como el de autorregulación teniendo en cuenta que se flexibilizan algunas figuras consagradas en el código de comercio, como son el reparto de utilidades contables, recompra de acciones, etc. Pero todo esto con el requisito de una estructura de gobierno corporativo más sólida.

La ley incluye aspectos que no aparecían anteriormente y en los cuales es crucial hacer claridad como lo son:

- Definición de “accionista Minoritario”
- Constitución de asociaciones de accionistas para el ejercicio colectivo de sus derechos.
- Responsabilidad del “administrador de Facto”.
- Revelación y calificación de los sistemas de Gobierno Corporativo.

---

<sup>51</sup> Oferta Pública de Adquisición.

- Papel de la Superfinanciera en la resolución de controversias.

El buen gobierno corporativo no deber ser visto simplemente como un requisito para acceder a los recursos del mercado de valores y aunque es cierto, como hemos analizado en párrafos anteriores, que la regulación cada vez se vuelve más estricta y que muchas compañías lo están adoptando por obligación más que por convencimiento, el trae consigo muchos beneficios que bien compensan todos los esfuerzos que se realicen en esta materia.

El proyectar una imagen de confianza al mercado, dar garantías de ser una compañía bien manejada, que tiene claras sus políticas de gobierno corporativo, es percibido de buena manera por las distintas fuentes de recursos financieros, quienes optan por cobrar un margen menor, debido a que la percepción de riesgo que tienen de una empresa, sobre la que están bien informados, les da la tranquilidad para no tener que cubrir su posición con altos márgenes, que finalmente terminarían por afectar el costo de capital de la empresa.

El que el buen gobierno corporativo se vuelva una característica distintiva de las empresas de la región, facilita la llegada de capital externo que sea estable y que tenga perspectivas de largo plazo, si la región logra diferenciarse en este aspecto los inversionistas reconocerán esta condición y preferirán las inversiones en empresas que le dan la tranquilidad de una buena administración y códigos que dificultan el desvío de estos fondos hacia actividades que no agreguen valor a la empresa.

Hay que destacar el efecto que el gobierno corporativo tiene en la eficiencia operacional de la empresa, el que exista una buena estructura de gobierno corporativo hace más difícil que la administración haga uso inadecuado de los recursos, este hecho ha sido demostrado en estudios como el adelantado por Klapper y Love<sup>52</sup> en el que encontraron en un estudio realizado en 14 países en vías de desarrollo (incluyendo Brasil y Chile de América Latina) una fuerte correlación positiva entre un indicador de Gobierno Corporativo y el desempeño operacional (medido por el índice Rendimiento Sobre Activos) y la valoración de mercado (medida por la razón Q de Tobin).

**1.2.4 Índices de puntuación para el gobierno corporativo.** Al construir un índice de gobierno corporativo lo que se busca es valorar las prácticas y directrices en cuanto a gobierno corporativo de una empresa en particular, con la intención de poder compararla con otras empresas y observar cómo la estructura

---

<sup>52</sup> KLAPPER, L. y LOVE. Corporate Governace, Investor Protection, and Performance in Emerging Markets. En: Manuscript, Development Research Group, World Bank 2002. [en línea] [consultado 25 marzo 2007] Disponible en < [www.worldbank.org](http://www.worldbank.org) >

de cada una de ellas afecta los intereses de sus “stakeholders”. El valor del índice para determinada empresa depende entonces de las interacciones que se puedan dar entre los accionistas, la junta directiva, la administración y los demás “stakeholders”.

La creación de índices de gobierno corporativo puede tener dos fines primordiales según el entorno en que se estén evaluando, en entornos demasiado competitivos donde el gobierno corporativo ya no es una diferenciación, tener un índice permite detectar diferencias más sutiles entre empresas y proporcionar una herramienta útil a los grupos de interés en la escogencia de la empresa donde van a aportar sus recursos. El otro escenario es aquellas regiones donde queda mucho por hacer, como en el caso de Bucaramanga y su Área Metropolitana, la creación de este tipo de índices, sirven para demostrar y cuantificar las mejoras que se lleven a cabo en cuanto a gobierno corporativo.

### **Existencia de Índices Actuales para la Medición de Gobierno Corporativo.**

En el mundo de hoy existe la necesidad de tener a disposición alguna medida que permita definir de forma rápida y segura el nivel alcanzado de buen gobierno corporativo en una empresa y poder compararlo con el de otras. Por esta razón han sido desarrollados varios índices por distintas empresas que generalmente pertenecen al área de consultoría. En la siguiente tabla, se resumen las cualidades y diferencias de varios índices:

**Tabla 1.4 Cualidades y diferencias de los índices de medición de gobierno corporativo**

Índice	Origen	Fecha 1º Rating	Países Incluidos	Basado en:	Variables de Análisis	Características de la Rating	Metodología de la Investigación	Periodicidad
1 Governance Metrics International GMI  www.gmiratings.com	USA	2002	Canadá UK  Australia Finlandia Alemania Suecia Italia  Portugal Holanda España Suiza Francia Japón USA	Principios de la OECD	Accountability del Directorio Internos y Desglose Financiero  Derechos de los Accionistas Remuneraciones Ejecutivos Defensas contra tomas por el Control Estructura de Propiedad Conducta Corporativa	Controles  Escala de 1 (mínimo) a 10 (máximo). Modelo Algorítmico asigna puntaje.  Rating Relativo. Las empresas se rankean por País, industria y Globalmente Distribución Normal de los puntajes.	Análisis de Información Pública  600 Parámetros que se miden Respuestas posibles a los parámetros: Si, No, No Mostrado Envío para Revisión de Datos a las Empresas. Actualización de Datos para cada Estudio.  Entrevistas para Comprehensive Rating	Cada 6 Meses
2 Institutional Shareholder Services ISS Corporate Governance Quotient (CGQ)  www.issproxy.com	USA	2002	Rating USA Rating Internacional Australia Canadá Francia Japón UK		Estructura y Composición del Directorio Códigos y Normas de la Empresa Auditoria. Defensas de Tomas por el Control Remuneraciones de Ejecutivos y Directores Practicas Progresivas Estructura de Propiedad Eduación de los Directores	Escala de 0 a 100%. Las empresas se rankean por Industria y Globalmente Rating Relativo.	Análisis de Información Pública Respuestas posibles a los parámetros: De 1 a 5.5 máximo 81 Parámetros que se miden Empresas pueden solicitar revisión	Cada 4 Meses
3 Moody's Investors Service Corporate Governance Assesment www.moody.com	USA	2003	USA Canadá	Estándares NYSE Principios de la OECD National Association of Corporate Directors  Council Of Institutional Investors  TIAA-CREF The Conference Board	Directorio Derecho a voto de los Accionistas y otras prerrogativas de la Propiedad  Información Pública Estructura Regulatoria y Legal Local Prácticas Relacionadas y Compensaciones	No tiene Scoring No es Rating Cuantitativo	Análisis de Información Pública Entrevistas	Cada 12 meses
4 Standard&Poors Corporate Governance Scores  www.standardandpoors.com	USA		USA UK Japón Corea Australia  Japón	Principios de la OECD Banco Mundial TIAA CREF CACG Gideines European Association of Security Dealers	Relaciones y Derechos Financieros de los Accionistas Estructuras e Influencia de la Propiedad Transparencia Financiera y Desglose de la Información Estructura y Procesos del Directorio	Escala de 1 a 10. 10 es máximo	CGS es asignado a cada Compañía por Comité Entrevistas de los Analistas de S&P con la administración y directores independientes  Análisis de Información Pública	
5 Deminors Rating Corporate Governance Research  www.deminor-rating.com	Bélgica	1999	Francia Italia  Alemania Holanda Luxemburgo Suiza España Suecia UK	Estándares Internacionales	Derechos y Deberes de los Accionistas Desglose del Gobierno Corporativo Rango de Defensas Contra Tomas de Control Estructura y Funcionamiento del Directorio	Análisis Grid Escala de 1 (mínimo) a 5 (máximo)	Análisis de Información Pública Solicitud de Información Adicional Los datos consolidados son procesados por el Análisis Grid 300 Criterios Comité asigna puntaje Rating es asignado a cada variable	Cada 12 meses

Fuente: ARANCIBIA, C; RAVERA, P; CARMONA, J; HOFFA, A. Gobierno corporativo como instrumento de creación de valor. Universidad de Chile, Escuela de Economía y Administración, 2003.

**Tabla 1.4 continuación...**

Índice	Origen	Fecha 1ª Rating	Países Incluidos	Basado en:	VARIABLES DE ANÁLISIS	Características de la Rating	Metodología de la Investigación	Periodicidad
Otras Índices								
6 The Corporate Library Board Effectiveness Rating www.thecorporatelibrary.com	USA	1999*	USA		Compensación al CEO Directores Externos Estructura del Directorio Auditoría	Escala de A (máximo) a F (mínimo) Rating a través de fórmula Centralización en valores y riesgos Número pequeño de indicadores dinámico	Fórmula de identificación de Red Flags* Indicadores estadísticos que miden la debilidad del Gobierno Fórmula no basada en industrias, si no en características de propiedad. Siguiente paso: Analizar detalladamente el directorio y decisiones históricas.	
7 The Investors Responsibility Research Center IRRC www.irrc.org					Prácticas del directorio Derechos de los Accionistas Comités del directorio Directores Plan de incentivos al CEO		Más de 70 Criterios	
8 Brunswick UBS Warburg Corporate Governance Analyzer www.bubsw.com	Rusia	2000	Rusia	Códigos de Gobierno Corporativo Ruso	Baja transparencia Acciones Dilución Registro de Iniciativas de Gobierno Corporativo Quiebra Precios de transferencia y activos la Propiedad Fusión y reestructuraciones	Escala 1 a 72 (peor) puntos. Mayor a 35 Pts. Son altamente riesgosas. Menores a 17ptos. Son relativamente seguras El puntaje castiga	Análisis de Información Pública. Puntos de penalización por no cumplir estándares. 20 criterios Cada criterio/variable tiene distinto puntaje. Metodología simple (sumatoria de puntos)	Cada 12 meses

Fuente: ARANCIBIA, C; RAVERA, P; CARMONA, J; HOFFA, A. Gobierno corporativo como instrumento de creación de valor. Universidad de Chile, Escuela de Economía y Administración, 2003..

Entre los índices mostrados en la tabla anterior se hacen evidentes varias similitudes:

- La importancia del desempeño de la Junta Directiva, como indicador fundamental, en la medición de gobierno corporativo.
- La influencia de los principios dictados por la OECD (Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico) en la elaboración de los diferentes índices, se toman como referencia estos principios lo que permite que los factores de cada uno sean similares y se puedan establecer estándares por región o sector económico al que pertenecen.
- La naturaleza cuantitativa de la mayoría de los índices.
- La importancia de una medición periódica que no permita ocultar el estado de las firmas en cuanto a aspectos de gobierno corporativo en distintos puntos temporales, permitiendo así medir los avances o retrocesos en la materia.

Los conceptos mostrados en esta sección serán fundamentales para el desarrollo del modelo de medición del gobierno corporativo en las empresas de Bucaramanga, que se presentará en el capítulo 6. Antes de entrar a exponer las generalidades de la investigación realizada, es importante ubicar al lector en el ámbito empresarial de la región; para hacerlo, se realizará una exploración breve en la que se pretende mostrar las características más relevantes de la masa empresarial de Bucaramanga y Santander. Esta exploración se presentará en la siguiente sección, con la que concluye el marco teórico de este trabajo.

### **1.3 ECONOMÍA EN SANTANDER**

A continuación se incluye una breve reseña de los principales acontecimientos económicos de las últimas décadas en el departamento de Santander. Se presentan algunos factores predominantes que marcan las diferentes etapas, entre los cuales sobresale el nacimiento de empresas líderes, el entorno positivo propiciado por medidas de política gubernamental y el trabajo de diferentes gremios y asociaciones que tuvieron marcada influencia en ciertos años, obras de infraestructura y estrategias empresariales de diversificación o especialización, según las circunstancias.

**1.3.1 Recorrido histórico.** Se abordará el desarrollo histórico de las empresas en el departamento de Santander, destacando los hechos más

relevantes sucedidos en cada década desde los cincuenta (1950) hasta los noventa (1990).<sup>53</sup>

- **Década de los cincuenta.** Después de la muerte de Gaitán, en 1948, se acrecentó la violencia política y una crisis política, económica y social especialmente en los sectores agrícola e industrial.

Fue notoria la falta de mecanismos de financiación para los diferentes sectores económicos y el déficit de energía para el sector de la transformación. En esta época se modificaron las formas de producción, y se inició un proceso de lo rural a lo urbano, también se incentivaron los mercados de tierra, la construcción y la movilidad social. En esta década nacen los bancos Industrial Colombiano, el Santander, el Cafetero y el Ganadero, y se define un patrón de desarrollo industrial hacia la pequeña y mediana empresa; también progresan posteriormente el comercio, la agricultura y el sector informal. La industria del cuero importa tecnología y presenta niveles interesantes de crecimiento; al final de la década se fortalece el sector maderero.

En 1954 se crea el Comité de Acción Santandereana, el Acueducto de Bucaramanga y Cajasán; en 1956 se presentó un estancamiento reflejado en la caída de los rubros de comercio exterior, originados por la baja de los precios del café, también se presenta un decaimiento de la industria y el sector primario; y en 1958 se crea la Asociación Nacional de Industriales ANDI e Hilanderías del Fonce; en 1959 nace Lechesán.

- **Década de los sesenta.** Fue considerada la “Edad de Oro” de la industria santandereana. En 1960 se crearon empresas como Margarete Fashion y Tejidos Lorena, las cuales exportaban hacia Venezuela, Aruba y Curazao; también nace Confecciones Vescol.

En esta década se presentó un acelerado desarrollo económico en Bucaramanga, lo que conllevó a una concentración de la industria regional; hubo una expansión del sector metalmecánico y se crearon empresas como SIGMA S.A., Industrias Partmo, la seccional de ACOPI en 1963; la Caja de Compensación Familiar de Fenalco (Comfenalco) en 1964; Gasán y la Corporación de Defensa de la Meseta de Bucaramanga (CDMB) en 1965 y varias entidades relacionadas con el agro, Concesur, en 1966 Tejidos Baby Doll, la Corporación Financiera de Santander (1967), Forjas de Colombia en 1968, Metalúrgica Colombiana en 1969 y empresas familiares de partes y latonería. La apertura de la vía a la costa

---

<sup>53</sup> Los datos históricos de todas las décadas presentados en esta sección fueron consultados en: CENTRO DE ESTUDIOS REGIONALES. Santander nuestro Departamento. Bucaramanga : Publicaciones UIS, 1999. y, MORENO GONZALEZ, Fernando. Evolución de la Empresa en Santander. Bucaramanga : Universidad Industrial de Santander, 1994.

atlántica fomentó la emigración Santandereana hacia el Sur del Cesar e incentivó cultivos como el sorgo, la palma africana, el ajonjolí, maíz, millo y soya.

Está época también fue de contrastes, pues se perdió el control de industrias como Forjas de Colombia, Funimaq, Nacional de Cigarrillos, Hilanderías del Fonce y entidades financieras, por falta de experiencia, ausencia de normatividad legal y algunos cambios en la política económica. También se inició el auge de la avicultura en municipios como Bucaramanga, Lebrija, la Mesa de los Santos y Rionegro, con empresas como Incubadora Santander, Avidesa, Avicampo y Distraves. A principios del período se presentó la diversificación de la industria por el proceso de desarrollo urbano que demandó nuevos productos y servicios, también el surgimiento de una nueva clase empresarial, acentuación de los fenómenos migratorios y deterioro del campo.

Otro aspecto interesante fue la preponderancia de microempresas de tipo familiar para la producción de bienes de consumo directo y las de pequeña y mediana empresa para bienes intermedios. Sobresalen en el período la industria tabacalera, la metalmecánica, cuero, alimentos, bebidas, confecciones, muebles y artículos de madera.

- **Década de los setenta.** A comienzos de esta década hubo un estancamiento en el desarrollo industrial y en la modernización del campo, pues se hizo notoria la insuficiencia de la estructura eléctrica; posteriormente se inició un proceso de diversificación de la demanda de productos alimenticios (pan y pastas) e industriales y se hizo notoria la presión por el aumento de la cobertura de servicios públicos. A partir de 1975 se aceleró el desarrollo de la Avicultura y en 1979 se creó la Industria de Telecomunicaciones INTELSA en Girón.

- **Década de los ochenta.** En esta década se presentó auge en la industria de alimentos, principalmente de harinas, panadería, procesados de carne, granos, derivados de leche, sobre todo bajo la modalidad microempresarial. También se creó la empresa Tesicol, y se presentó auge en la construcción en el área Metropolitana de Bucaramanga, principalmente por la demanda de viviendas unifamiliares y multifamiliares.

Con respecto a las exportaciones de Santander, los productos agrícolas representaron el 34.7%, el algodón en fibra el 22.4%, la metalmecánica 15.9%, las manufacturas de cuero, las confecciones, zapatos, artesanías y fique el 27%; dichas exportaciones se dirigieron a Europa, Grupo Andino, Estados Unidos y Centro América especialmente. Los productos más representativos en importaciones fueron repuestos para automotores, maquinaria agrícola e industrial, productos químicos, herramientas, alimentos y libros en general, de acuerdo con el estudio de Rodolfo Jerez e Inés Gratz en 1981.

- **Década de los Noventa.** Esta década en sus inicios se caracterizó por fusiones del sector bancario y la crisis generalizada en la economía. Uno de los sectores más importantes de la economía nacional, el cafetero, se vio seriamente afectado; en este período la industria cafetera perdió más de 1000 millones de dólares de patrimonio. Entre 1990 y 2000 el patrimonio del Fondo Nacional del Café se redujo de 1595 millones de dólares a 569 millones<sup>54</sup>. Esta etapa negra de la historia de los cafeteros, será recordada por el cambio de una posición de reconocimiento de los empresarios dedicados a esta actividad, a una etapa en la liquidaron la mayoría de sus activos.

Como consecuencia de los cambios ocurridos a raíz de la implementación de la ley 45 de 1990, el sector bancario de Santander experimentó una serie de transformaciones que se tradujeron en fusiones, absorciones y liquidaciones de algunas entidades. Al finalizar el año 1999 se encontraban funcionando en la ciudad de Bucaramanga veinte bancos comerciales, cinco corporaciones de ahorro y vivienda, una corporación financiera, nueve compañías de financiamiento comercial y tres organismos cooperativos de carácter financiero. En los restantes municipios que conforman el Área Metropolitana de Bucaramanga, la situación de los establecimientos de crédito era la siguiente: para Floridablanca once bancos, tres corporaciones de ahorro y vivienda, una corporación financiera y dos organismos cooperativos de carácter financiero; en Girón funcionan seis bancos comerciales, una corporación de ahorro y vivienda y dos organismos cooperativos de carácter financiero; y en Piedecuesta, cuatro bancos comerciales y dos organismos cooperativos de carácter financiero.<sup>55</sup> El último trimestre de 1998 marcó el comienzo de la peor recesión en la historia de Colombia, que llevó a que en 1999 por primera vez se registrara un crecimiento negativo del 4,2 por ciento en el Producto Interno Bruto, el departamento de Santander no fue ajeno a ésta crisis.

### 1.3.2 Generalidades de la economía regional en la actualidad.

- **Evolución del PIB.** El PIB Departamental aumentó en un 5.4% entre el período 2003-2004. Las actividades tradicionales más importantes en los últimos cinco años fueron: servicios (34.2%), industria (19.3%), agropecuario, silvicultura, pesca (13.5%) y comercio (6.6%).<sup>56</sup>

---

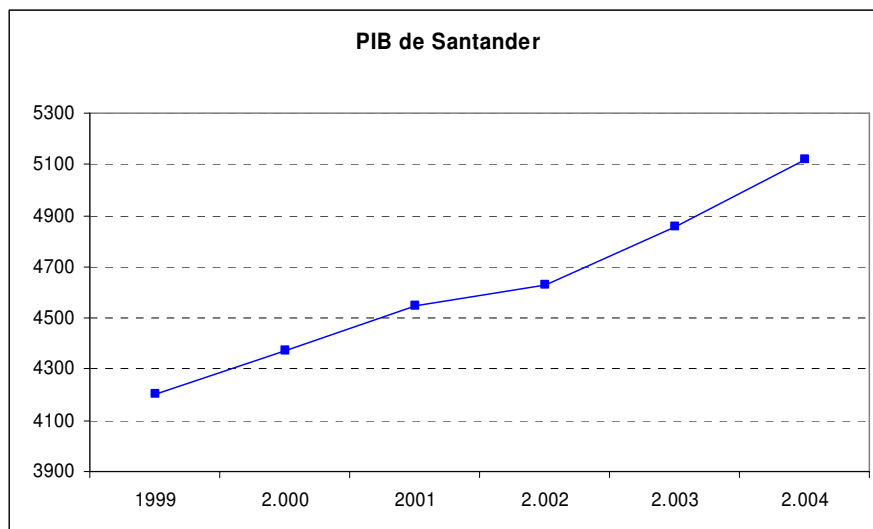
<sup>54</sup> PORTAFOLIO. [en línea] [consultado 11 abril 2007] Disponible en: <[http://www.portafolio.com.co/porta\\_dono\\_online/10años/ARTICULO-WEB-NOTA\\_INTERIOR\\_PORTA-1252835.html](http://www.portafolio.com.co/porta_dono_online/10años/ARTICULO-WEB-NOTA_INTERIOR_PORTA-1252835.html)>

<sup>55</sup> MOJICA PIMIENTO, Amilcar y PAREDES VEGA, Joaquín. Ensayos sobre economía regional: El sistema financiero y el banco de la república en Santander. Bucaramanga : Centro regional de estudios económicos. 2006

<sup>56</sup> Fuente: DANE

El producto interno bruto del departamento ha presentado una situación de recuperación desde 1999, a un ritmo más acelerado a partir del año 2003. su evolución se presenta en el gráfico 1.3.

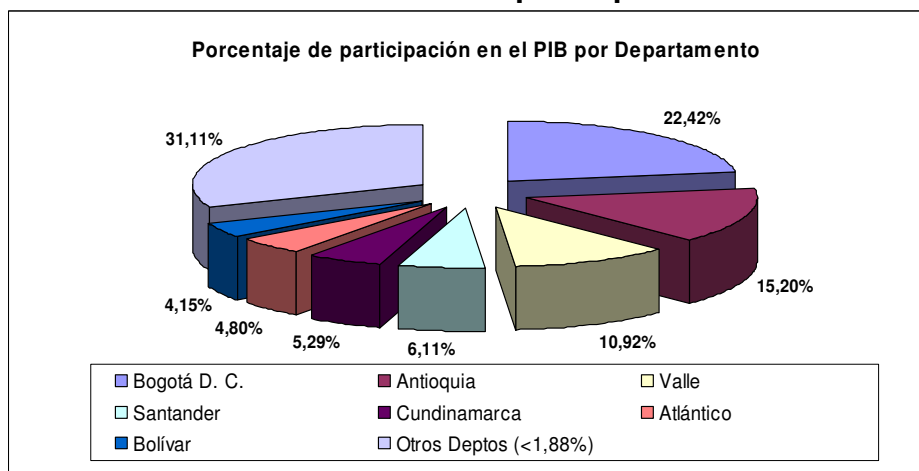
**Gráfico 1.3 Evolución histórica del PIB de Santander**



Fuente: DANE – Cuentas Regionales 2004

La participación porcentual del Producto Interno Bruto Departamental en el nacional, a precios corrientes, se ha mantenido relativamente constante en los últimos 14 años (1990-2004), oscilando entre el 4.85% en 1991 y el 6.11% en el 2004, ocupando un cuarto lugar después Antioquia, Bogotá y Valle del Cauca.<sup>57</sup>

**Gráfico 1.4 PIB nacional por departamentos**

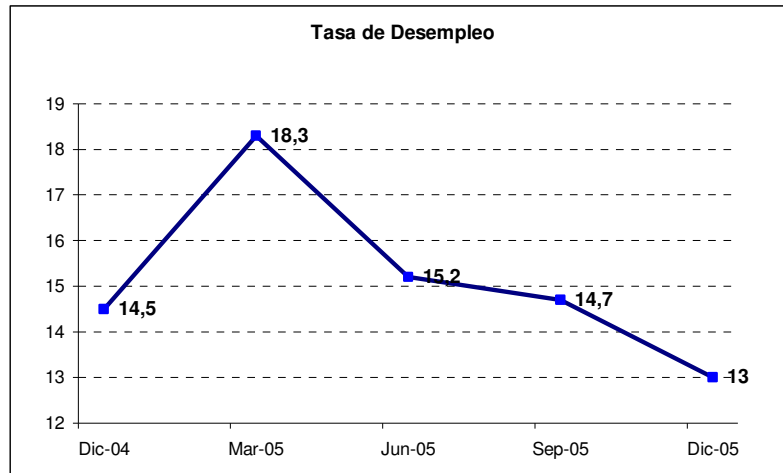


Fuente: DANE – Cuentas Regionales 2004

<sup>57</sup> Fuente: DANE

- **Desempleo**<sup>58</sup>. La tasa de desempleo ha tenido una ligera disminución en los últimos dos años, bajando del 14.3% en el 2004 al 13% en el 2005. La tasa de subempleo se ha venido incrementando del 32.5% en el 2001 al 32% en el 2002, 33.5% en el 2003, 34.8% en el 2004 y 37.5% en el 2005. El departamento refleja, en estos aspectos, comportamientos similares al resto del país. La evolución de la tasa del desempleo es la siguiente:

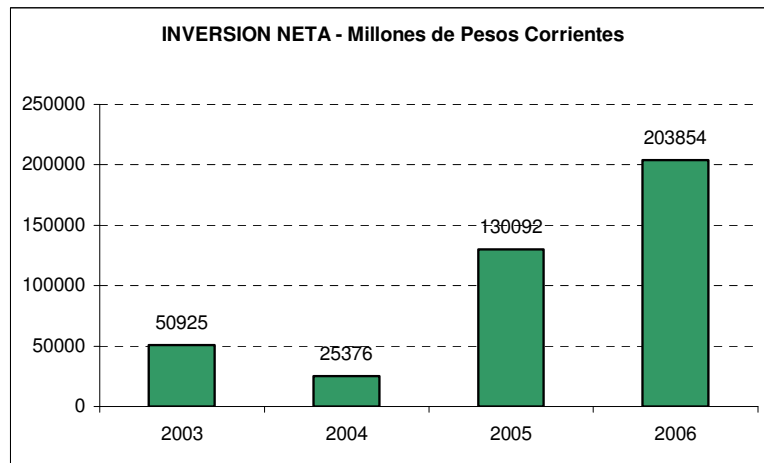
**Gráfico 1.5 Evolución de la tasa de desempleo en Santander**



Fuente: DANE

- **Inversión**<sup>59</sup>. La inversión neta en sociedades se incrementó en un 56.7% en el año 2006, en relación con el 2005.

**Gráfico 1.6 Evolución de la Inversión neta en sociedades en Santander**



Fuente: Cámara de Comercio de Bucaramanga

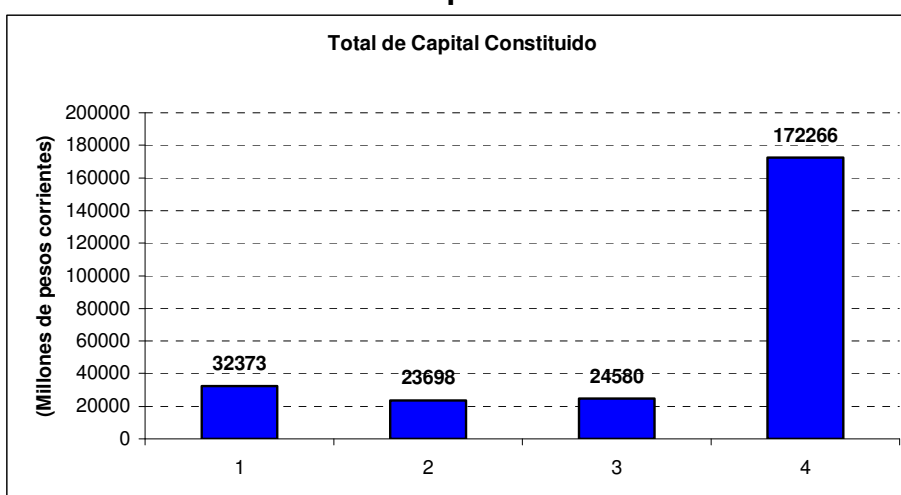
<sup>58</sup> Fuente de las cifras presentadas sobre este ítem: DANE

<sup>59</sup> Fuente de las cifras presentadas sobre este ítem: Cámara de Comercio de Bucaramanga

A diciembre de 2006 se presentó un incremento del 159.4% en relación con el período anterior en servicios sociales y de salud, un 113.5% en industrias manufactureras y 100.2% en comercio. Una notable recuperación de 73.762 millones en pesos corrientes se observó en diciembre de 2006, al pasar de 130.092.216 en diciembre de 2005 a 203.854.037 en diciembre de 2006.

- **Constitución de sociedades.** Se nota una dinámica en la constitución de sociedades en el 2006, con respecto al 2005. En el 2006 se constituyeron 653 nuevas empresas, con un capital en millones de pesos corrientes de 172.266<sup>60</sup>; sobresaliendo en número las de comercio, las de actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler.

**Gráfico 1.7 Evolución del capital constituido en Santander**



Fuente: Cámara de Comercio de Bucaramanga

De acuerdo con los registros mercantiles el número de empresas constituidas en la Cámara de Comercio de Bucaramanga a enero de 2007 son 39320, lo que representó un incremento del 7.5% en relación con el año inmediatamente anterior. Las predominantes son las de Comercio con un 50.1% las de Industria manufacturera 14.6%, las dedicadas a las actividades inmobiliarias 8%, hoteles y restaurantes 7.8% y las de transporte, almacenamiento y comunicaciones 5.8%. En Enero de 2006 se mantenía una situación semejante en la participación económica por sectores en los cinco primeros lugares.

- **Comercio exterior**<sup>61</sup>. En los diez primeros meses de 2006 la balanza comercial fue deficitaria (199.440), lo que significó un agravamiento de la situación si se compara con igual período de 2005 (en 161.3%). Las exportaciones no tradicionales de Santander bajaron en el mismo lapso de tiempo en un (18.7%)

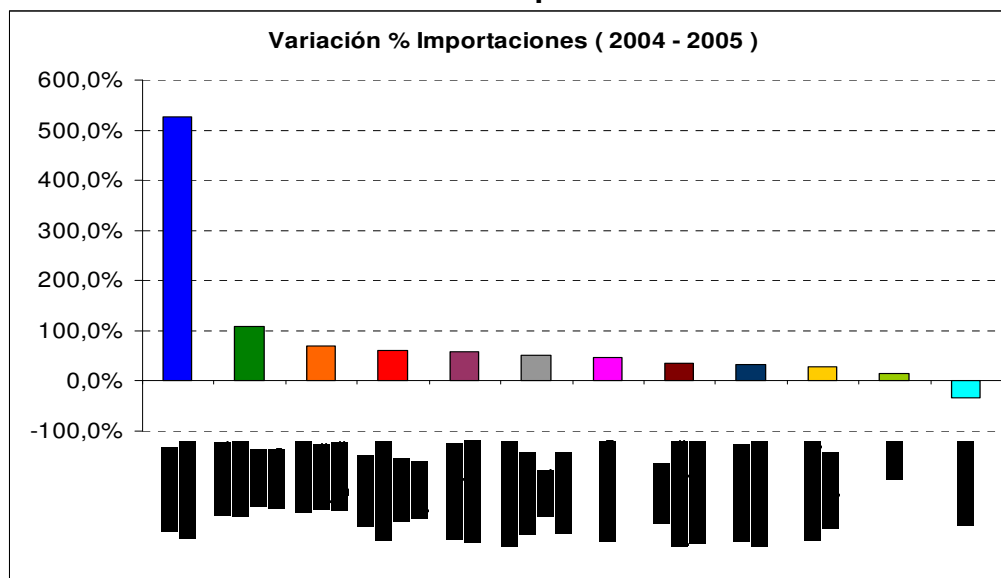
<sup>60</sup> Cifras obtenidas de la Cámara de Comercio de Bucaramanga

<sup>61</sup> Fuente de las cifras presentadas sobre este ítem: DANE

y las importaciones se incrementaron en un (21.4%). Santander participó en los diez primeros meses de los dos años analizados en 1.3% del total nacional.

Los principales países origen de las importaciones fueron Estados Unidos, China, Argentina y Chile, y los principales capítulos de importación fueron vehículos, automóviles, tractores, cereales, máquinas, artefactos y aparatos mecánicos, residuos y desperdicios de industrias alimenticias. Las importaciones anuales se incrementaron en el año 2005 en un 7.5% en relación con el 2004. Los renglones más representativos fueron cobre y manufacturas en un (525.9%), máquinas, aparatos y material eléctrico (108.9%) y productos químicos orgánicos (69.9%), productos diversos de la industria química (61.7%).

**Gráfico 1.8 Evolución de importaciones en Santander**

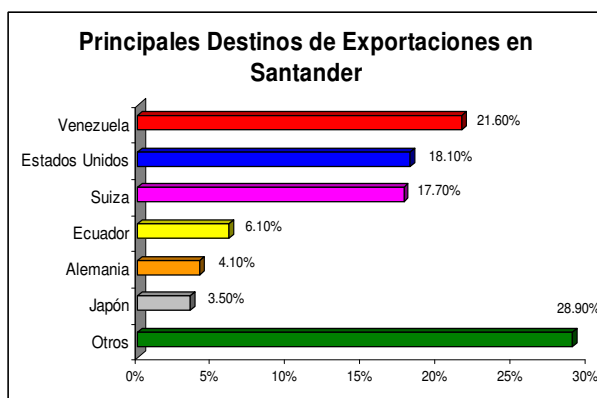


Fuente: DANE

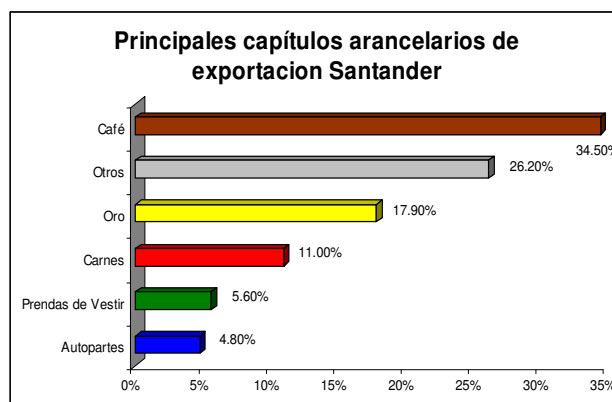
Los países con los cuales se incrementaron las importaciones en el 2005, en relación con el 2004, fueron Chile (324.2%), Tailandia (220.7%), Países Bajos (137.8%). Las importaciones totales fueron en el 2004 (267'838.900 Us) y en el 2005 (287'988.400 Us), lo que representó un incremento del 7.5%. Los países más representativos en importaciones, en orden de importancia en el 2004, fueron Estados Unidos, China, Argentina, Bolivia y Venezuela. Situación similar se presentó en el 2005 para los tres países principales, seguidos de Brasil, México, Chile, Italia y Venezuela.

Los principales productos exportados y los países destino de estas exportaciones se resumen en las siguientes dos gráficas:

**Gráfico 1.9**



**Gráfico 1.10**

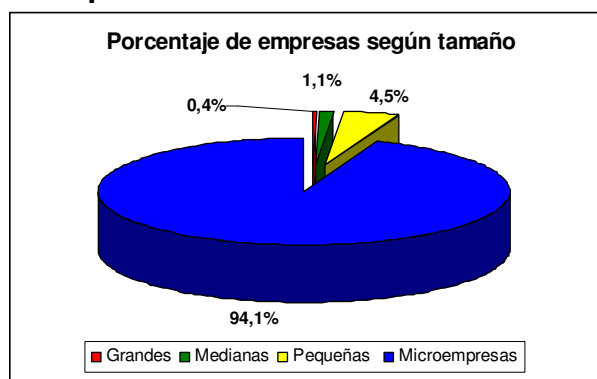


Fuente: DANE

Las exportaciones de Santander tuvieron un retroceso de 12.9% respecto de 2005 al pasar de US\$319.8 millones a US\$ 278.5 millones, Según análisis de la cámara de comercio este resultado se debe a la caída en las ventas de Oro, en US\$ 56.8 millones y animales vivos en US\$ 8.2 millones, frente a lo obtenido en el 2005. La caída del oro en 43,5% frente a 2005 es atribuida por analistas de la Cámara de Comercio a la salida del metal precioso de Antioquia. En cuanto al bajón de de las ventas de animales vivos en 48,9%, se atribuye a un traslado contable de la exportación santandereana pro la aduana de Cúcuta.

- **Tamaño de las empresas**<sup>62</sup>. La estructura empresarial santandereana es la siguiente: de las 39.320 empresas inscritas en la Cámara de Comercio de Bucaramanga a Enero 30 de 2007, el 94.1% son microempresas, mientras que las grandes (140) son el 0.4%, las medianas 424 (1.1%), las pequeñas 1.771 (4.5%).

**Gráfico 1.11 Empresas de acuerdo al tamaño en Santander**



Fuente: Cámara de Comercio de Bucaramanga

<sup>62</sup> Fuente de las cifras presentadas sobre este ítem: Confecámaras y Cámara de Comercio de Bucaramanga.

Comparando con la estructura a nivel nacional para el 2002, según Confecámaras, es mayor el porcentaje de las microempresas en el departamento. A nivel nacional es solamente el 88.97%; el porcentaje de grandes empresas por el contrario es mayor que el regional (1.2%), la misma observación es válida para las medianas (1.6%) y las pequeñas, las cuales son superiores en el orden nacional (8.23%). Para la clasificación por tamaño de empresas, que se presenta a continuación se empleó el criterio de activos totales de la Ley 590 de julio de 2000<sup>63</sup> que señala: “aquellas micro, pequeñas y medianas empresas que presenten combinaciones de parámetros de planta de personal y activos totales diferentes a los indicados, el factor determinante para dicho efecto, será el de activos totales.” En la tabla 1.5 se presenta un resumen sobre la forma de clasificar las empresas de acuerdo a los activos.

**Tabla 1.5 Clasificación por tamaño de las Empresas**

Tipo de Empresa	No. de empleados	Activos (SMLV)	Rango de Activos (2007)
Micro	≤ 10	≤ 501	< \$217.283.700
Pequeña	11 - 50	501 - 5001	\$217.283.701 - \$2.168.933.700
Mediana	51 - 200	5001 - 30000	\$2.169.933.701 - \$13.011.000.000
Grande	> 200	> 30000	> \$13.011.000.000

Fuente: Ley 905 de 2004

### 1.3.3 Documentos y planes del gobierno relacionados con el desarrollo a futuro de la economía de Santander.

- **Agenda interna para la productividad y competitividad.** La agenda interna para la productividad y competitividad de la Gobernación de Santander (2004-2007) es un acuerdo de voluntades entre el Gobierno, las regiones, el sector privado y la academia sobre las acciones estratégicas a seguir para realizar en el corto, mediano y largo plazo, con el fin de mejorar productividad y competitividad de su aparato productivo. La Agenda Interna es necesaria para Santander con el fin de prepararse para aprovechar al máximo los diferentes tratados de integración, e iniciar acciones de reconversión de algunos sectores productivos dentro del nuevo marco general. Las apuestas productivas de Santander<sup>64</sup>, de acuerdo al sector, están orientadas a actividades de carácter agroindustrial y forestal, salud turismo, educación, petróleo, gas, proteína animal, manufacturera (prendas de vestir, calzado, confecciones, joyería), hidrocarburos y gas, agroquímica (biocombustible), minería (oro, carbón), y energía. Dentro de las soluciones que se plantean para superar las problemáticas existentes están: mejoramiento de la infraestructura, aumento de la inversión en Educación y

<sup>63</sup> La Ley 590 de 2000 fue modificada por la Ley 905 de 2004.

<sup>64</sup> De acuerdo con el documento: Agenda interna para la productividad y competitividad 2004 - 2007. Gobernación de Santander. 2004

formación del talento humano, medio ambiente, ciencia y tecnología, desarrollo y gestión institucional.

- **La industria en la visión Colombia segundo centenario.** El documento Visión Colombia II Centenario (2019), es una publicación del Departamento Nacional de Planeación (DNP) y la Presidencia de la República, en la que se desarrolla la prospectiva del país hacia el año 2019, abarcando todos los temas de desarrollo nacional. Con respecto al desarrollo empresarial, se trata todo lo relacionado con un modelo empresarial competitivo, y se define como Visión la siguiente: “En el 2019 Colombia habrá logrado consolidar un sector productivo capaz de aprovechar sus ventajas comparativas y generar ventajas competitivas y de esta manera será un país competitivo en los mercados internacionales”<sup>65</sup>.

Las metas definidas en este documento son las siguientes<sup>66</sup>: Incrementar la inversión y las exportaciones, desarrollar la cultura de la calidad, la certificación y la normalización técnica en la producción de bienes y servicios, incrementar la capacidad innovativa y emprendedora de las empresas, empresarios y trabajadores; y eliminar las barreras al financiamiento empresarial. Dentro del documento se hace hincapié en la responsabilidad del Estado en cuanto a creación de condiciones favorables para aprovechar las ventajas competitivas, generación de incentivos y apoyos directos, formación de una institucionalidad que fortalezca los procesos adecuados e intervención solo en casos absolutamente indispensables. También se reconoce la necesidad de inserción en los mercados mundiales, pero complementarios con el interno y de una acción coordinada con el Estado.

Después de presentar la información de esta sección, se evidencia el desarrollo de la economía Santandereana, observando como a través de la historia el departamento ha sido pionero en el desarrollo de la industria, sin omitir las diversas circunstancias (entre las cuales se encuentra la falta de capacitación empresarial) que han resuelto hacer migrar la industria fundada en esta región hacia otras zonas del país. Desde este marco de ideas, el lector debe tener una idea clara del proceso de desarrollo empresarial que enmarca la región, información que resulta fundamental para concebir los capítulos posteriores, ya que como se ha anotado desde la perspectiva de los autores, al analizar la información recolectada, muchos de los hallazgos muestran ser consecuencias de los antecedentes enunciados y la cultura empresarial que describe a la región.

---

<sup>65</sup> PRESIDENCIA DE LA REPÚBLICA y DNP. Visión Colombia segundo centenario. Bogotá : Planeta, 2005.

<sup>66</sup> *Ibíd.*

## **2. GENERALIDADES DE LA INVESTIGACIÓN**

### **2.1 DEFINICIÓN DEL PROBLEMA DE INVESTIGACIÓN**

**2.1.1 Planteamiento del problema.** Los mecanismos de financiación utilizados por los empresarios de la región son muy limitados y no ofrecen posibilidades de desarrollo y competitividad a nivel internacional. La financiación diferente a la tradicional (bancos, proveedores) es poco conocida entre los empresarios de Bucaramanga y los instrumentos de financiación del mercado de valores tienen un uso limitado o nulo en sus actividades.

Las prácticas de manejo de las empresas se encuentran rezagadas frente al desarrollo mundial de políticas de buen gobierno e incluso el desarrollo de las mismas en las empresas más importantes del país; esta situación pone en desventaja a la región para atraer nuevos inversionistas y, por lo tanto, reduce la competitividad de las empresas de Bucaramanga.

El desconocimiento del mercado de valores y las posibilidades de financiación a través de él, combinado con el manejo financiero inadecuado de las empresas y la falta de políticas de gobierno corporativo generan dificultades para el funcionamiento de las empresas, su crecimiento y expansión; esta situación se observa en mayor medida en épocas de dificultades financieras.

**2.1.2 Propósito de la investigación.** El propósito de la investigación es determinar las características de un instrumento de financiación que sea adecuado a las necesidades de los empresarios de Bucaramanga y hacer un diagnóstico del estado actual de las empresas de la región frente a prácticas de gobierno corporativo.

Los resultados de la investigación deben ser un punto de partida para el mejoramiento de las prácticas de buen gobierno en las empresas, que fortalezca la competitividad de la región, y un llamado a las entidades financieras, intermediarios, bolsa de valores y al Estado Colombiano, para fortalecer el mercado público de valores y orientar su desarrollo hacia las regiones y sus necesidades específicas.

## **2.2 OBJETIVOS DE LA INVESTIGACIÓN**

### **2.2.1 Objetivos generales.**

- a) Describir el instrumento del Mercado de Valores que más se adapta a las necesidades de financiación de las medianas y grandes empresas de Bucaramanga y su área metropolitana con base en las expectativas y necesidades de los empresarios de Bucaramanga y su Área Metropolitana.
- b) Hacer un diagnóstico acerca del estado actual en cuanto a prácticas de buen gobierno corporativo en las medianas y grandes empresas de Bucaramanga y su área metropolitana.

### **2.2.2 Objetivos específicos.**

- Determinar los riesgos que el empresario de Bucaramanga conoce con relación a su actividad económica.
- Establecer el grado de conocimiento que tiene el empresario de Bucaramanga acerca del Mercado de Valores y las formas de financiarse a través de él.
- Compilar las normas existentes y las variables claves para llevar a cabo un proceso de emisión en el Mercado de Valores.
- Determinar cuál es el estado actual de las empresas de Bucaramanga en cuanto a políticas de gobierno corporativo.
- Examinar cuáles son las características indicadas por los empresarios de Bucaramanga sobre un instrumento de financiación para sus empresas.

## **2.3 DISEÑO DE LA INVESTIGACIÓN**

El trabajo realizado es una *Investigación Concluyente* de carácter *Descriptivo*, que busca determinar las percepciones de los empresarios frente a una serie de variables y evaluar el desempeño de las empresas frente a otros ítems previamente definidos. Se encuentra dentro del marco de un *Estudio Descriptivo* porque se “identifica una serie de características dentro de un universo de

investigación definido y se señala a partir de este punto la conducta seguida por el universo investigado frente a las variables definidas”<sup>1</sup>.

Basados en el método científico, el procedimiento utilizado es el del *método deductivo*, que consiste en la “observación de fenómenos generales con el propósito de señalar verdades particulares contenidas explícitamente en la situación general”<sup>2</sup>.

Es así como se observó la forma en que las medianas y grandes empresas de Bucaramanga y su Área Metropolitana responden a una necesidad general como es la financiación, para deducir cuál debería ser el instrumento en particular que dé la mejor solución a esta necesidad. Además se verificó el estado actual de las empresas frente a prácticas de buen Gobierno Corporativo, aplicando un modelo definido y generando un diagnóstico que representa un punto de partida para el fortalecimiento de la competitividad de las empresas de la región.

**2.3.1 Información necesaria.** De acuerdo a los objetivos de la investigación se definieron los siguientes temas como necesidades básicas de información:

- 1) Conocimiento y participación histórica del empresario de Bucaramanga en el mercado de valores, de sus intermediarios e instituciones participantes y de las formas de financiación diferentes a las tradicionales.
- 2) Percepción del empresario de Bucaramanga acerca de los riesgos que enfrentan sus negocios y las formas de enfrentar dichos riesgos.
- 3) Preferencias de los empresarios de Bucaramanga al financiarse.
  - Proyectos para los que buscan financiamiento.
  - Plazo y monto indicados de acuerdo a sus proyectos.
  - Preferencias de frecuencia en pagos.
  - Definición de tasa de interés adecuada a las ideas de los empresarios.
  - Apertura de las sociedades a nuevos capitales.
- 4) Conocimiento del gobierno corporativo e importancia en sus empresas.
  - Derechos de los accionistas.
  - Información pública de la empresa y transparencia de la misma.
  - Facultades y obligaciones de la junta directiva y la alta dirección.
  - Derechos de los grupos de interés (*stakeholders*).

---

<sup>1</sup> MÉNDEZ, Carlos. Metodología : Guía para elaborar diseños de investigación en ciencias económicas, contables y administrativas. 2 ed. s.l. : McGraw Hill, s.f. p. 131

<sup>2</sup> *Ibíd.* p. 148

### **2.3.2 Fases de la investigación.**

La investigación fue realizada en las siguientes fases:

- 1) Determinación del problema de la investigación.
- 2) Especificación de los objetivos de la investigación y las necesidades de información.
- 3) Determinación del diseño de la investigación y las fuentes de datos.
- 4) Diseño del instrumento de medición.
- 5) Diseño de la muestra.
- 6) Recolección de la información.
- 7) Procesamiento y análisis estadístico de datos.
- 8) Establecimiento de conclusiones

### **2.3.3 Fuentes de datos.**

Para el desarrollo de la investigación se necesitó información de origen primario y secundario. Inicialmente se requirió información secundaria proveniente de fuentes sindicalizadas para determinar el universo de empresas objeto de investigación. Para este fin se adquirió la base de datos de las empresas medianas y grandes de Santander de la Cámara de Comercio de Bucaramanga.

Esta base de datos incluía el nombre de las empresas, su dirección, teléfono, nombre del representante legal, y los últimos estados financieros registrados por la empresa en la entidad. A partir de esta información fue posible realizar el diseño de la muestra.

También se consideraron estudios publicados sobre gobierno corporativo en otros países, y el estudio realizado por la Bolsa de Valores de Colombia a las empresas inscritas en bolsa (2004) como fuentes secundarias de información.

Para responder a las necesidades de información fue necesario acudir directamente a las fuentes; la recolección de la información primaria incluyó entrevistas con los Gerentes de las empresas seleccionadas en la muestra, así como la aplicación de encuestas a los mismos.

**2.3.4 Diseño del instrumento de medición.** Siguiendo el procedimiento para el desarrollo de una investigación de mercados se elaboró el instrumento de medición de acuerdo a las necesidades de información establecidas; se estableció que se obtendrían tres tipos de datos de los encuestados, a saber: (1) comportamiento pasado, (2) actitudes y (3) características del encuestado.

El comportamiento pasado que se requería conocer era el referente a la participación histórica de las empresas en el mercado de valores y sus formas de financiamiento tradicional. Las características del encuestado eran los datos que se obtendrían acerca de las empresas (origen, sector económico, razón jurídica, etc.) y sobre las variables específicas de gobierno corporativo en las mismas. La medición de actitudes iría orientada hacia la determinación de las necesidades de financiación de los empresarios y las características que prefieren en un instrumento que supla estas necesidades.

Tomando en cuenta los objetivos de la investigación y los tres tipos de datos que se obtendrían, se determinó realizar el proceso de medición mediante la aplicación de un cuestionario. Este método de recolección de datos se clasifica dentro del método de comunicación como estructurado-directo<sup>3</sup>, y entre sus principales ventajas se encuentra que el formato de preguntas estructuradas está diseñado para controlar sesgos en las respuestas e incrementar la confiabilidad de los datos<sup>4</sup>.

El cuestionario fue elaborado con tres tipos de preguntas: (1) preguntas de respuesta abierta, (2) preguntas de selección múltiple y (3) preguntas dicotómicas.

Las preguntas de respuesta abierta se redactaron con el fin de determinar las características que señalaban los empresarios frente a un instrumento que resolviera sus necesidades de financiación; se consideró que éste era el mejor mecanismo de medición de actitudes porque no se influía en las respuestas de los encuestados, como podría ocurrir si se presentaban opciones de respuesta. La desventaja de este tipo de preguntas es la dificultad para el encuestador en el momento de tomar nota de las respuestas y el sesgo que éste le pueda inducir al escribirlas.

Las preguntas de selección múltiple y las dicotómicas se usaron para determinar características generales de las empresas y el cumplimiento de parámetros de gobierno corporativo. Este tipo de preguntas resultan de más fácil aplicación para el encuestador que las abiertas, y su tiempo de respuesta es menor. Para la elaboración de estas preguntas se procuró incluir todas las opciones posibles de respuesta con el fin de no introducir ningún tipo de sesgo en la encuestas.

---

<sup>3</sup> Ver: KINNEAR T.; TAYLOR J. Investigación de Mercados : Un enfoque aplicado. 4 ed. México : McGraw Hill, 1993. p. 285

<sup>4</sup> *Ibíd.* p. 286

El cuestionario final incluía setenta y siete preguntas con las diferentes opciones de respuesta descritas anteriormente. Para facilitar su aplicación, la presentación del cuestionario fue dividida en tres partes de acuerdo a los temas que se medían en cada sección o al tipo de respuesta posible.

En la primera parte, denominada “*Encuesta Mercado de Valores*”, se incluyeron preguntas generales sobre características de la empresa y la participación histórica en el mercado de valores; esta sección contó con un total de quince preguntas (9 de selección múltiple, 5 dicotómicas y 1 de respuesta abierta).

La segunda parte contenía diecisiete preguntas abiertas cuyo objetivo era recolectar información sobre las características del instrumento de financiación que indicaran los empresarios, y sobre los riesgos que ellos percibían en sus negocios; esta parte fue llamada “*Entrevista instrumento de financiación para las empresas de Santander*”.

La tercera parte fue la “*Encuesta de Gobierno Corporativo*”, un cuestionario de cuarenta y cuatro preguntas de selección dicotómica o de selección múltiple, a través del cual se midió el estado actual de las empresas en prácticas de buen gobierno.

Esta última parte solo fue aplicada a las sociedades anónimas de la muestra porque los parámetros de gobierno corporativo definidos en el presente trabajo (y en general en los trabajos publicados sobre el tema en el mundo) solo se aplican a la forma jurídica de sociedades anónimas que deben ser, en teoría, empresas que reúnen capital de un gran número de socios para su funcionamiento. Es precisamente este aspecto el que hace fundamental la existencia de buen gobierno para la tranquilidad de los inversionistas en este tipo de sociedades, pues en el caso de las sociedades bajo otra forma jurídica (de responsabilidad limitada o colectiva) el número de socios generalmente es más pequeño y éstos pueden estar al frente de la sociedad para hacer cumplir sus derechos.

Los tiempos promedio para la realización de cada parte del cuestionario fueron los siguientes:

- Encuesta Mercado de Valores: 4 minutos
- Entrevista Instrumento de financiación para las empresas: 11 minutos
- Encuesta de Gobierno Corporativo: 15 minutos

El tiempo promedio para la realización del cuestionario fue de 30 minutos aproximadamente para las sociedades anónimas, y de 15 minutos para los demás tipos de sociedades. El cuestionario final, dividido en las tres partes que se ha mencionado, se presenta en el Anexo A.

### **2.3.5 Plan de análisis de datos.**

Para el análisis de datos se tuvo en cuenta la escala de medición de las variables y los estimadores más adecuados para cada una de ellas. Es así como en la mayoría de los casos se realizó un análisis univariado basado en estadística descriptiva, presentando medidas de tendencia central o medidas de frecuencia para obtener los resultados buscados.

Los resultados de la entrevista requirieron de un análisis adicional, porque al tratarse de respuestas abiertas la obtención de estimadores exigió la clasificación de las respuestas en categorías para obtener frecuencias. Para reducir el error provocado por los investigadores en este proceso se realizó un trabajo de doble vía, en el cual cada uno de los investigadores analizó por separado cada pregunta y después se cruzaron las conclusiones individuales (categorías obtenidas) para obtener un resultado con un sesgo menor.

El análisis de las variables de gobierno corporativo requirió el manejo de herramientas de análisis multivariado que permitieron medir la relación de las variables definidas con el buen estado de gobierno de las empresas. El estudio realizado será descrito más adelante.

En varios casos se tuvo en cuenta la realización de las pruebas estadísticas correspondientes para verificar la dependencia entre variables o categorías; análisis como la prueba ji-cuadrado se encuentran en los anexos del presente documento.

## **2.4 DISEÑO DE LA MUESTRA**

### **2.4.1 Población.**

Para definir el universo de la investigación se tuvo en cuenta el alcance de la misma y las dificultades para la obtención de la información requerida. La población fue definida de acuerdo a los siguientes términos:

- **Elemento:** Gerentes de empresas
- **Unidades de muestreo:** Empresas medianas y grandes
- **Alcance:** Bucaramanga y su área metropolitana (Floridablanca, Girón y Piedecuesta)
- **Tiempo:** octubre de 2006 a enero de 2007

Para alcanzar los objetivos de la investigación se procuró que el elemento (unidad de la cual se solicita la información) siempre fuera el Gerente general de la empresa o el Gerente del área financiera.

La adquisición de la base de datos empresarial de Santander permitió determinar que 342 empresas conformaban el universo definido anteriormente. Una depuración posterior<sup>5</sup> de la base de datos realizada por los investigadores derivó en la definición de **308 empresas** como la población en estudio de medianas y grandes empresas cuyo origen y funcionamiento<sup>6</sup> se situaba en Bucaramanga, Girón, Floridablanca y Piedecuesta.

**2.4.2 Marco muestral.** La definición del marco muestral se realizó utilizando la base de datos empresarial de la Cámara de Comercio de Bucaramanga. Ésta contiene los nombres de las empresas medianas y grandes de Santander, y algunos datos de cada empresa (ver sección 2.3.3).

Se realizaron las siguientes etapas para llegar a la unidad de muestreo requerida:

- Etapa 1: empresas medianas y grandes de Santander
- Etapa 2: empresas medianas y grandes de Bucaramanga, Girón, Floridablanca y Piedecuesta.
- Etapa 3: empresas medianas y grandes de Bucaramanga, Girón, Floridablanca y Piedecuesta con sede Principal en estos municipios.

En la segunda etapa se eliminó de la unidad de muestreo las empresas con sede en municipios diferentes a los mencionados, y en la tercera etapa se eliminaron las empresas con categoría “agencia” o “sucursal”.

**2.4.3 Técnica de muestreo.** Se aplicó el procedimiento no probabilístico de *muestreo por conveniencia* debido a las características del estudio y a las dificultades previstas para lograr la atención de los gerentes de las empresas, debido a la extensión del cuestionario. De esta forma se solicitó en las empresas la colaboración para la realización del estudio y se realizó en aquellas que aceptaron atender a los investigadores.

---

<sup>5</sup> La base de datos suministrada por la Cámara de Comercio de Bucaramanga fue depurada porque los autores detectaron la presencia de múltiples empresas constituidas por las mismas personas, con el mismo objeto social, que funcionaban en el mismo sitio, es decir, solo existían de forma jurídica para efectos tributarios, pero en realidad no aumentaban la cantidad de empresas en funcionamiento.

<sup>6</sup> No se tuvo en cuenta empresas nacionales con agencia o sucursal en Bucaramanga, solamente empresas originarias de la región.

## 2.5 TAMAÑO DE LA MUESTRA

Para determinar el tamaño de la muestra se tuvo en cuenta los siguientes criterios:

- El tamaño de la población en estudio es de 308 empresas.
- La investigación se realizó con un nivel de confianza del 95%, es decir, para un nivel de significancia del 5%.
- Para lograr una investigación económicamente viable y con resultados confiables, y teniendo en cuenta todas las dificultades para la aplicación de un instrumento tan extenso, se optó por un error de muestreo del 8% y debido a la falta de una premuestra para obtener una aproximación real de la población se hizo el cálculo del tamaño de la muestra con valores  $p$  y  $q$  de 50% (es decir, que en la práctica el error de muestreo real es inferior al 8% planteado inicialmente, y debe ser recalculado en virtud de la estimación de la proporción que resulte de la muestra tomada).

Para obtener el tamaño de la muestra se utilizó la siguiente fórmula:

$$n = \frac{N * z_{\alpha/2}^2 * p * q}{z_{\alpha/2}^2 * p * q + e^2 * (N - 1)}$$

Donde

- $n$  = tamaño de la muestra
- $N$  = número de empresas medianas y grandes de Bucaramanga y su área metropolitana
- $Z$  = Variable aleatoria normal estándar correspondiente al nivel de confianza fijado
- $\alpha$  = Nivel de significancia
- $e$  = error muestral
- $p$  = probabilidad de éxito
- $q$  = probabilidad de fracaso

Teniendo los siguientes valores:

- $N = 308$
- $Z = 1.96$
- $\alpha = 0.05$
- $e = 0.08$
- $p = 0.5$
- $q = 0.5$

se obtiene:

$$n = \frac{(308) * (1.96)^2 * (0.5) * (0.5)}{(1.96)^2 * (0.5) * (0.5) + (0.08)^2 * (308 - 1)} \approx 101$$

Es decir, el tamaño de la muestra es de 101 empresas.

## **2.6 APLICACIÓN DEL INSTRUMENTO**

La aplicación del instrumento estuvo a cargo de los investigadores y para su desarrollo se contó con una etapa previa de capacitación por parte de la Directora del Proyecto en la que se enfatizó en el manejo de los temas a encuestar, la cordialidad, la buena presentación, la paciencia y la amabilidad para la obtención de buenos resultados en el proceso del trabajo de campo.

Para iniciar el proceso de aplicación del instrumento se procedió a enviar vía fax una carta dirigida al gerente o representante legal de cada una de las empresas medianas y grandes que aparecían en la base de datos. Ésta carta fue firmada por la directora de la Escuela de Estudios Industriales y Empresariales y la directora del proyecto de investigación. El documento comentaba de forma breve los objetivos de la investigación que se estaba realizando y solicitaba la colaboración del empresario para participar en el estudio y recibir a alguno de los dos estudiantes en el horario que él dispusiera.

Se enviaron 308 cartas y se obtuvo respuesta de 26 empresas (8,4%), de las cuales 17 (5,5%) dieron respuesta positiva a participar en el estudio.

Dada la baja respuesta obtenida por este medio se procedió a realizar visitas personales a las empresas y solicitar su colaboración. Los investigadores dedicaron cerca de doce semanas a este proceso, que incluía visitas a las empresas en las cuales se entregaba la carta original de presentación dirigida al gerente y se solicitaba su colaboración en ese momento o una cita posterior a esa visita. Esta labor fue bastante dispendiosa ya que siempre se intentó contar con la atención del gerente (para obtener una mayor validez en los resultados), y por la duración de la encuesta (en promedio 30 minutos) que generalmente impedía la atención en la primera visita a la empresa.

**2.6.1 Principales causas de rechazo.** El porcentaje de rechazo a participar en el estudio fue considerable; muchos de los empresarios manifestaron no tener tiempo para participar en la investigación o no poder revelar información confidencial de la empresa. El porcentaje de rechazo fue el siguiente:

- Empresas visitadas<sup>7</sup>: 198
- Empresas encuestadas: 101
- Porcentaje de rechazo a participar en el estudio: 49%

En este punto cabe mencionar que originalmente se había planeado realizar el estudio con un error muestral del 6%, pero dado el alto rechazo al que se enfrentaron los investigadores en el momento de aplicar el instrumento se optó por elevar el error muestral hasta el 8% para hacer viable la realización del estudio con un tamaño de muestra más accesible a las actitudes encontradas en las empresas de la región. Las principales causas del rechazo a participar en el estudio se presentan a continuación en la tabla 4.2.

**Tabla 2.1 Principales causas de rechazo manifestadas en las empresas**

	<b>Razón</b>	<b>Porcentaje</b>
1	No dan esa información	33,0%
2	Siempre se aplazaron las citas por excusas diferentes	19,6%
3	La información de la empresa es confidencial	17,5%
4	Nunca se pudo concretar una cita porque estaban muy ocupados	16,5%
5	El gerente no atiende esos estudios	5,2%
6	El gerente no se encuentra en la ciudad	4,1%
7	No se atienden trabajos de estudiantes	3,1%
8	La ley no los obliga a entregar esa información	1,0%

Fuente: Los autores

<sup>7</sup> Se cuenta como empresas visitadas las empresas con las que se tuvo contacto telefónico, por correo electrónico o personalmente.

Si se evalúan las principales causas de rechazo de las empresas a participar en el estudio se puede observar que predominan las categorías referentes al recelo por mostrar información de la empresa (51.5%), seguidas por la imposibilidad para llevar a cabo las citas<sup>8</sup> (35.1%) y otras razones (13.4%). Las otras razones estaban relacionadas con el intento de realizar la encuesta al gerente y no a una persona de rango inferior, y llama la atención entre las razones minoritarias que algunas empresas manifestaron que “no atendían estudiantes”, probablemente debido a experiencias negativas en el pasado.

### **2.6.2 Empresas encuestadas.**

El trabajo de campo concluyó a finales del mes de enero de 2007, encuestando las 101 empresas que se determinaron como tamaño de la muestra. El listado de empresas que respondieron la encuesta se presentan en el anexo B.

Antes de abordar los resultados generales de esta investigación, se realizará la compilación sobre las normas existentes para llevar a cabo un proceso de emisión en el mercado de valores, enfocada a instrumentos de deuda (bonos) y de capital (acciones). Esta compilación, que es un objetivo específico de este trabajo, se presenta en el siguiente capítulo, y se espera que sirva como sustento teórico para evaluar las razones por las cuales las empresas de la región no participan del mercado de valores, y las limitantes que éste pone a su ingreso (en cuanto a requisitos). Los resultados generales de la investigación se presentarán más adelante en el capítulo 4.

---

<sup>8</sup> Un buen grupo de empresas no rechazaron su participación en el estudio desde el comienzo pero dilataron la posibilidad de concretar la cita hasta hacer desistir del intento a los investigadores.

### **3. PROCESO DE EMISIÓN DE ACCIONES E INSTRUMENTOS DE RENTA FIJA**

Con el propósito de que este trabajo de grado se constituya en una herramienta útil para los empresarios de la región, en este capítulo se hace un recorrido por los diferentes trámites y variables claves a tener en cuenta en el proceso de emisión de acciones y bonos en Colombia. En este sentido, con ayuda de personal de atención al emisor de la Bolsa de Valores de Colombia, recopilación de información en la página Web de la Superintendencia Financiera y recientes publicaciones de Asobancaria, se han definido los pasos claves y los costos a tener en cuenta a la hora de llevar a cabo un proceso de emisión en Colombia, tanto de renta fija como variable. Inicialmente se recorren uno por uno los pasos a seguir, primero para acciones y posteriormente para renta fija, haciendo énfasis en la segunda parte sólo en los pasos en que el proceso difiere de la emisión acciones, ya que por tramitarse en ante las mismas entidades, los trámites son muy parecidos en los dos casos (de emisiones de renta fija y variable).

El presente capítulo no pretende ser determinante acerca de la decisión de realizar una emisión, ni mucho menos sobre realizar dicha emisión en renta fija o en acciones, ya que en este tipo de decisión se deben tener en cuenta diversos factores que dependen de la situación particular de cada empresa, y que no podrían ser discutidos como una fórmula que se acomode a cualquier situación empresarial. El aporte que se quiere dar es mostrar la visión sobre lo que son los trámites, documentación y costos que se deben asumir para llevar a cabo una emisión, con el fin de ayudar al empresario de la región en el delicado proceso de elección de las fuentes de financiación de sus proyectos a emprender, teniendo como meta que esta elección se pueda llevar a cabo contando con la mejor información posible, permitiendo alcanzar una respuesta óptima a las necesidades de la empresa, sin descuidar ninguna de las variables claves en el cumplimiento de este objetivo.

#### **3.1 PROCESO DE INSCRIPCIÓN DE ACCIONES<sup>1</sup>**

**3.1.1 Pasos a seguir y documentación necesaria.** Los pasos a seguir en el proceso de inscripción de acciones son los siguientes:

---

<sup>1</sup> Los datos que se presentarán en este capítulo se obtuvieron de fuentes de la Bolsa de Valores de Colombia a través de su oficina de atención al emisor.

- **Obtener las autorizaciones correspondientes al interior de la compañía:** El primer paso es cumplir con todos los requisitos y obtener todos los permisos internos determinados por el tipo societario y los estatutos. La junta directiva puede facultar a la administración para tomar decisiones en este sentido o algunas sociedades optan por nombrar un apoderado especial que adelante los trámites necesarios

- **Tramitar la inscripción de los títulos en el Registro Nacional de Valores de la Superfinancera:** Para inscribir los títulos se debe solicitar la inscripción ante la Superintendencia Financiera; en caso de que el emisor vaya a realizar una oferta pública de los mismos, también deberá solicitar la respectiva autorización para su realización. La Superintendencia se reserva 5 días hábiles para la realización del trámite. Esto siempre y cuando la documentación esté completa y no se realicen observaciones a la emisión o a los prospectos.

Adicional a lo anteriormente mencionado se deben adjuntar los siguientes documentos:

- Formulario de Inscripción diligenciado según el formato establecido por la Superintendencia Financiera de Colombia.
- Facsímil del respectivo valor o modelo del mismo.
- Cuando el emisor sea una entidad pública, deberá remitirse copia de los conceptos y autorizaciones expedidos con el fin de dar cumplimiento a lo dispuesto por el artículo 37 de la Ley 51 de 1990 o a las normas que lo modifiquen o sustituyan.
- 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.
- Cuando los títulos estén denominados en moneda diferente al peso colombiano, deberá anexarse copia de los documentos que acrediten el cumplimiento del régimen cambiario y de inversiones internacionales.
- Cuando el emisor sea una entidad que se encuentre en etapa pre operativa o que tenga menos de dos años de haber iniciado operaciones, se deberá acompañar a la solicitud de inscripción el estudio de factibilidad económica, financiera y de mercado.
- Las garantías especiales constituidas para respaldar la emisión, si las hubiere, deberán poder hacerse efectivas en Colombia.
- Copia de los estatutos sociales.
- Tratándose de inscripción en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios, a efecto de realizar procesos de privatización, deberá

remitirse copia del programa de enajenación y del acto mediante el cual se aprobó.

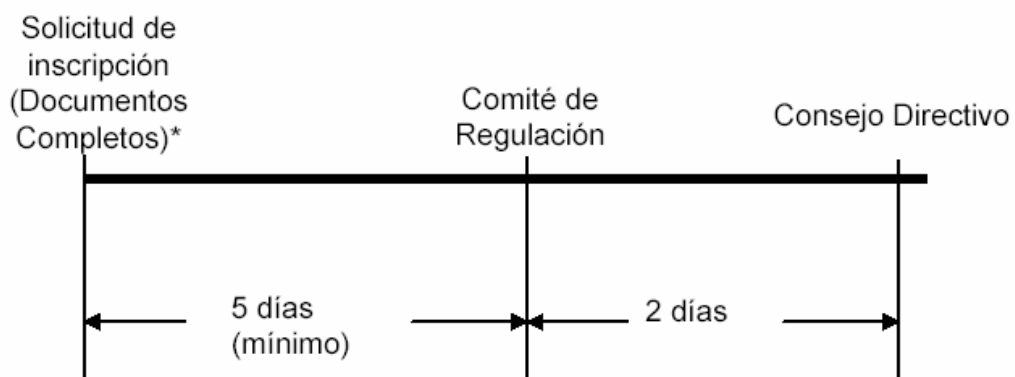
- **Tramitar el depósito y la desmaterialización en DECEVAL:** El siguiente paso es tramitar ante el Depósito Centralizado de Valores de Colombia (DECEVAL) la entrega del título y su respectiva desmaterialización; para ello es necesario contar con la autorización del organismo correspondiente al interior de la empresa, diligenciar los formatos correspondientes y suscribir un contrato de depósito de para la administración de la emisión. Por último, se debe entregar el título global o macrotítulo que respalde la emisión total o parcialmente.

- **Solicitar la inscripción ante la BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA:** La solicitud se deberá tramitar ante la Vicepresidencia de Emisores de la Bolsa de Valores de Colombia, junto con la solicitud se deben adjuntar los siguientes documentos:

- Constancia de inscripción del valor en el Registro Nacional de Valores (antelación no superior a dos meses).
- Copia autorizada del extracto pertinente del acta del órgano competente en la cual aparezca la autorización para la emisión e inscripción en Bolsa.
- Certificado de existencia y representación legal de la entidad emisora expedido por la autoridad competente respectiva, con una antelación no superior a tres (3) meses.
- Compilación de los estatutos vigentes de la sociedad emisora debidamente certificados.
- **Código de buen gobierno** en caso de tenerlo.
- Carta de compromiso conforme formato de la Bolsa.
- Copia contrato firmado por DECEVAL o certificación expedida en el sentido que el macrotítulo se encuentra en bóveda.
- Copia del macrotítulo.
- Estados financieros correspondientes a los dos últimos períodos anuales y del último informe financiero trimestral.
- Formulario de Inscripción o actualización en el RNVI.
- El número de ejemplares escritos del prospecto de emisión y colocación que solicite la Superintendencia Financiera o en su defecto, la Bolsa.
- En el prospecto de emisión o en los títulos correspondientes deberá constar de manera expresa y visible que la inscripción en la Bolsa no garantiza la bondad del título ni la solvencia del emisor..
- Formato de vinculación de clientes, proveedores y emisores debidamente firmado por el Representante Legal, adjuntando autorización para consulta en las centrales de riesgo.

Una vez recibe la documentación anteriormente mencionada, la Bolsa de Valores realiza un estudio técnico y financiero, un estudio jurídico y uno de negociabilidad, para que posteriormente el Comité de Regulación y el Consejo Directivo decidan sobre la inscripción o no de las acciones del emisor.

### Gráfico 3.1 Trámite de inscripción de emisión de acciones en la BVC



\*En caso que no se presenten los documentos completos, la inscripción saldrá condicionada a que se remita la documentación faltante.

Fuente: Bolsa de Valores de Colombia

#### 3.1.2 Costos a tener en cuenta.

En este numeral se resumen los principales costos a tener en cuenta como variable clave al momento de decidir la conveniencia o no de una emisión de acciones como vehículo de financiación.

- **Inscripción y sostenimiento en el Registro Nacional de Valores:** En la tabla 3.1 de presenta en resumen los costos de inscripción y sostenimiento en el RNV.

**Tabla 3.1. Costos de inscripción y sostenimiento en el RNV**

	Tarifa	Tarifa Mínima	Tarifa Máxima
Derechos de Inscripción	0,0080%	381.500	114.500.000
Mantenimiento de Inscripción	0,0080%	381.500	114.500.000
Derecho de Oferta Pública	0,0350%	2.289.000	114.500.000

Cifras en COP

\* Los porcentajes se calculan sobre el patrimonio de la entidad

Fuente: Bolsa de Valores de Colombia

- **Sostenimiento en la Bolsa de Valores de Colombia:** los costos de sostenimiento anuales en la Bolsa se calculan a partir del patrimonio de la empresa inscrita, como se aprecia en la tabla 3.2.

**Tabla 3.2. Costos de sostenimiento en la BVC**

Patrimonio		Tarifa
Desde	Hasta	
-	4.179	7.598.000
4.180	8.487	9.555.000
8.488	12.536	11.512.000
12.537	18.804	15.427.000
18.805	25.202	18.765.000
25.203	33.821	22.105.000
33.822	40.350	24.292.000
40.351	51.581	26.825.000
51.582	67.250	29.819.000
67.251	104.599	32.122.000
104.600	134.503	34.884.000
134.504	224.215	38.338.000
224.216	448.299	40.526.000
448.300	652.925	42.253.000
652.926	1.044.680	43.405.000
1.044.681	1.305.851	44.671.000
1.305.852	0 más	46.052.000

Fuente: Bolsa de Valores de Colombia

Como incentivo a las nuevas emisiones de acciones, no se cobrará tarifa de inscripción durante el año 2007. Adicionalmente para los títulos que hayan quedado inscritos en el año 2006, la primera cuota de sostenimiento (2007) será equivalente al 50% del valor de la cuota de sostenimiento. A partir del año 2008 el valor de sostenimiento volverá a cobrarse nuevamente en su totalidad.

- **Administración y custodia por el Depósito Centralizado de Valores DECEVAL:** Las Tarifas en este rubro varían dependiendo del monto emitido y el número de accionistas de la compañía. Los pagos se realizan de manera mensual.

- **Impuesto al valor agregado IVA y Timbre:** el valor de impuestos se muestra en la tabla 3.3.

**Tabla 3.3 Costos Fiscales de la emisión**

IVA	16%
Timbre	1,50%
Cuantía mínima impuesto de timbre	\$ 63.191.000

Cifras en COP

\*El Impuesto de timbre se cobra sobre el valor de cada contrato celebrado siempre y cuando su valor ascienda a una cuantía superior al límite.

\*Ni con el Registro Nacional de Valores ni con la Bolsa de Valores de Colombia se celebra contrato.

Fuente: Bolsa de Valores de Colombia

- **Comisiones y aviso de prensa:** los costos por comisiones dependen de la negociación realizada en el momento. Los demás se aprecian a continuación:

**Tabla 3.4 Costos de Comisiones y Publicación**

Comisión de estructuración	A Convenir
Comisión de colocación	A Convenir
Aviso de prensa	3.294.400
Diagramación aviso de prensa	1.000.000

Cifras en COP

**Fuente: BVC**

En esta parte se debe tener en cuenta que la comisión de estructuración y colocación se calcula sobre el monto a emitir, y que las comisiones de estructuración y colocación se definen libremente entre el emisor y el agente colocador y estructurador.

**3.1.3 Requisitos para los emisores de acciones.** Se consultó en las oficinas de la Bolsa de Valores de Colombia sobre cuáles eran los requisitos mínimos que debería cumplir una empresa para convertirse en emisor de acciones; los factores sobre los cuales los funcionarios hicieron mayor énfasis se encuentran a continuación:

- Flotante. Como mínimo el 10% de las acciones en circulación deberán tener como titular personas distintas al controlante del emisor o a las subordinadas del controlante. Esta información debe ser reportada a la bolsa anualmente por el emisor, teniendo en cuenta lo previsto en los artículos 260 y 261 del Código de Comercio y el artículo 30 de la ley 222 de 1995.
- Número mínimo de accionistas. El emisor deberá tener registrados un número mínimo de 100 accionistas en el libro correspondiente.
- El emisor deberá acreditar un patrimonio mínimo de **COP\$7,000 millones**, monto que podrá ser modificado por circular.
- El emisor deberá acreditar un tiempo mínimo del ejercicio efectivo del giro ordinario de sus negocios de 3 años. De no contar con el tiempo mínimo, debe presentar estudio de factibilidad. Este requisito no es aplicable para los emisores que surjan con ocasión de escisiones y fusiones, así mismo en los casos en que el emisor tenga la calidad de subordinado se tendrá en cuenta el tiempo mínimo que lleve la sociedad accionista controlante.
- El emisor debe demostrar que ha generado utilidades operativas en alguna vigencia anual anterior (últimos tres años) en que se solicita la inscripción. Este requisito no es aplicable para los emisores que surjan con ocasión de escisiones y

fusiones En los casos en que el emisor tenga la calidad de subordinado y no cumpla con este requisito se tendrá en cuenta las utilidades operativas generadas por la sociedad accionista controlante.

- Sitio Web. La información mínima referente al sitio Web de la empresa es la siguiente:

- a) Los emisores deberán disponer de un **sitio web** con una sección específica de atención al inversionista que contenga la **información relevante** de la compañía. Adicionalmente, deberá designar una persona para atención al inversionista con correo electrónico y teléfono para contacto.
- b) En el sitio Web se deberá publicar como mínimo la siguiente información, la cual debe ser presentada trimestralmente y anualmente y permitir el acceso a los datos históricos de mínimo de 3 años.
  - Información eventual reportada a la SuperFinanciera.
  - Balance.
  - Estado de Resultados.
  - Indicadores financieros.
  - Portafolio de productos.
  - Todas las cuentas explicadas.
  - Informe de gestión de acuerdo con el artículo 47 de la ley 222 de 1995.
  - **Informe anual de gobierno corporativo.**
  - Indicadores financieros:
    - Márgenes
    - EBITDA y múltiplos de EBITDA
    - Indicadores de endeudamiento y capacidad de pago
    - Indicadores de rentabilidad
    - Indicadores propios del sector financiero

Existen algunos casos en que el emisor forma parte de un grupo empresarial, para este tipo de empresas se deberá incluir en el sitio Web un enlace a las empresas del grupo al que pertenece.

- **Informe Anual de Gobierno Corporativo.** El emisor deberá realizar un informe anual de GC, que se divulgará al mercado al tiempo con el informe de gestión. En caso que se expida un Código País, el emisor deberá presentar un informe que cumpla o explique, haciendo referencia al Código País en los términos que disponga la Superintendencia Financiera.

**3.1.4 Emisores que no cumplen los requisitos.** En el presente numeral se hace referencia a la situación en la cual el emisor no cumple con alguno o algunos de los requisitos anteriormente descritos. La intención de lo expresado a continuación, según funcionarios de la BVC, es dejar la ventana abierta a emisores que por márgenes estrechos no cumplen los requisitos, pero que con la formulación y posterior ejecución de un plan con acciones concretas que garanticen el cumplimiento de unas metas claras, pueden alcanzarlos en un plazo menor a dos años.

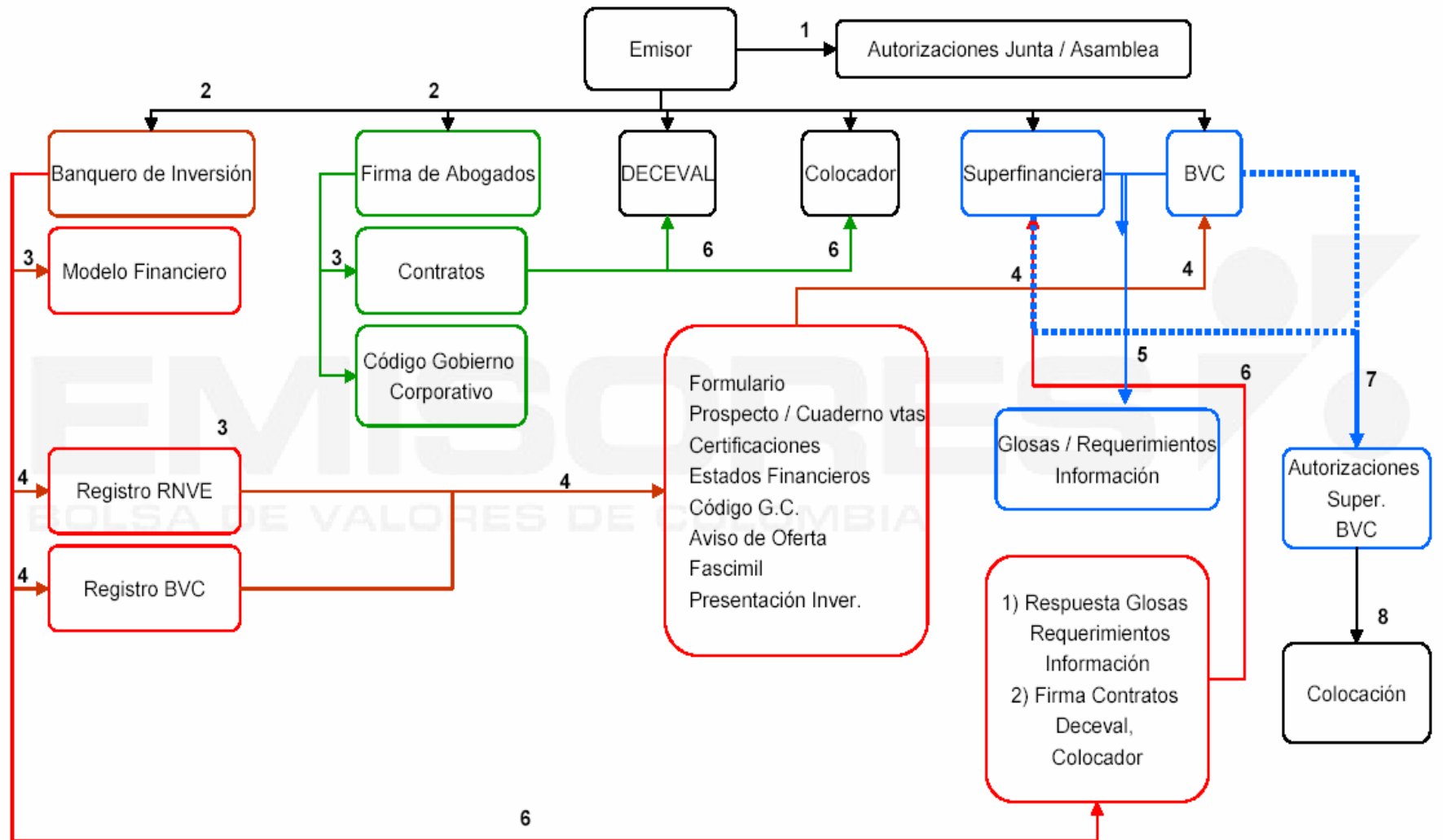
- Si al momento de la inscripción, el emisor no cumple con los requisitos de patrimonio, flotante o número de accionistas, puede someter a consideración del Consejo Directivo de la BVC un programa con el objeto de alcanzar los requerimientos mínimos para los emisores.
- Dicho programa deberá constar de un cronograma con fechas y metas específicas para el cabal cumplimiento de los requisitos. Bajo ninguna circunstancia el programa podrá durar más de dos años.
- El avance de dicho programa será informado a través de la hoja de vida de la especie.
- En caso que el emisor, a consideración del Consejo Directivo, no cumpla con su programa, en última instancia se podrá proponer a la Superintendencia Financiera la realización de una OPA de desliste.
- En caso que el emisor realice su mejor esfuerzo en la ejecución del programa, pero no alcance los estándares requeridos, se dará por cumplido el programa y se procederá a notificar la situación mediante la hoja de vida de la especie.

**3.1.5 Emisores listados que incumplen los requisitos.** Si el emisor cumplía los requisitos al momento de listarse, pero con el tiempo dejó de cumplirlos:

- La BVC procederá a divulgar esta situación a través de una marca en la hoja de vida de la especie, la cual permanecerá hasta el momento en que vuelva a cumplir a cabalidad con los parámetros establecidos.
- A juicio del Consejo Directivo se podrá proponer a la Superintendencia Financiera la realización de una OPA de desliste.

A continuación se incluye un diagrama que resume los trámites involucrados en la emisión de acciones:

**DIAGRAMA 3.1 PROCESO DE EMISIÓN DE ACCIONES**



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia

## 3.2 PROCESO DE INSCRIPCIÓN DE BONOS

Por tratarse de un proceso muy similar al de la inscripción de acciones, para la emisión de bonos solo se describen los pasos en que difiere con el proceso para emitir acciones.

### 3.2.1 Pasos se seguir y Documentación Necesaria.

- Obtener las autorizaciones correspondientes al interior de la compañía.
- **Solicitud de Calificación:** Las Sociedades Calificadoras de Valores son compañías especializadas que se dedican fundamentalmente a analizar las emisiones de renta fija, con el fin de evaluar la certeza de pago puntual y completo de capital e intereses de las emisiones, así como la existencia legal, la situación financiera del emisor y la estructura de la emisión, para establecer el grado de riesgo de esta última. “La calificación de valores se originó en los Estados Unidos hacia finales del siglo XIX, en donde se había desarrollado un sistema de información crediticia que era utilizado por inversionistas e instituciones financieras. A principios del siglo XX, con el desarrollo de la industria ferroviaria, las empresas de ese sector se convirtieron en las principales emisoras de obligaciones (bonos), hecho que dio pie a la creación de otras empresas dedicadas a estudiar la calidad de dichos instrumentos. En la medida en que el mercado se desarrollaba y la oferta de instrumentos crecía, las agencias calificadoras evolucionaban también, calificando todo tipo de emisiones ofrecidas en el mercado doméstico e internacional.”<sup>2</sup>

El proceso de calificación incluye las siguientes etapas<sup>3</sup>:

1. Solicitud de calificación por parte del emisor y firma del contrato de calificación entre las partes.
2. Revisión del material suministrado en la solicitud preliminar de información. Con base en esta información se realiza una lista de preguntas sobre dudas y aspectos importantes para ser tratados en la visita de calificación. A continuación, se elabora la agenda de visita. La agenda es suministrada a la empresa para que prepare los temas a tratar en la visita.
3. Realización de la visita de diligencia de calificación a la entidad, la cual se lleva a cabo en sus instalaciones. Evacuación de todos los temas señalados en la

---

<sup>2</sup> PERALTA, Johana. Calificadoras de riesgo en Colombia. Capítulo 1, 2005. En: Cursos de Empresa. [En línea]. [Consultado 13 may. 2007] Disponible en: <<http://www.mailxmail.com/curso/empresa/riesgoencolombia>>

<sup>3</sup> Fuente: DUFF & PHELPS Colombia

agenda de visita. Durante la visita, los funcionarios de DUFF & PHELPS podrán solicitar información adicional, la cual podrá ser entregada con posterioridad a esta. Al final de la visita, la empresa deberá entregar un resumen de las presentaciones a las que haya habido lugar.

4. Análisis final de la información. Se prepara el perfil de la calificación y se presenta a la junta directiva de la sociedad calificadora en donde se asigna la calificación.

5. Notificación de la calificación a la entidad. La empresa puede aceptar, apelar o rechazar la calificación. Igualmente, la empresa puede mantener la calificación privada hasta que se decida a realizar una emisión o hasta que desee hacerla pública

6. Si la empresa desea hacer pública la calificación, DUFF & PHELPS realiza un informe de análisis crediticio que se publica y se envía a la Superintendencia de Valores, a los medios de comunicación, a los inversionistas institucionales y a cualquier persona que lo solicite. Este informe es previamente autorizado por la empresa con el fin de no incluir en él información confidencial. Una vez otorgada la calificación, su divulgación y modificaciones se harán a través de los medios que se considere pertinentes, de acuerdo con las normas que rigen el mercado público de valores.

**- Tramitar la inscripción de los títulos en el Registro Nacional de Valor de la Superintendencia Financiera:** Se deben presentar los mismos documentos que para la inscripción de acciones junto con el informe de las calificaciones al emisor y a la emisión.

- Tramitar el depósito y la desmaterialización en DECEVAL.

**- Inscripción ante la Bolsa de Valores de Colombia:** Se deben presentar los mismos documentos que se mencionaron en el caso de las acciones, adicionando los siguientes:

- Copia de la Calificación
- Copia del contrato suscrito con el Representante Legal de los Tenedores de Bonos

**3.2.2 Costos a tener en cuenta.** Por haber sido analizados anteriormente, para el caso de emisor de acciones, a continuación sólo se mencionan los costos que son comunes para renta variable y fija. Por otro lado se profundiza en los costos que solo aplican para la emisión de instrumentos de renta fija.

- Inscripción y sostenimiento en el Registro Nacional de Valores
- Administración y custodia por el Depósito Centralizado de Valores DECEVAL
- Impuesto al valor agregado IVA
- Impuesto de timbre
- Comisión de estructuración
- Comisión de colocación
- Aviso de prensa
- Diagramación aviso de prensa
- Tarifas Calificadoras

En Colombia existen dos calificadoras de riesgos: BRC investor services y Duff & Phelps. LA última fue adquirida recientemente a nivel mundial por Fitch, razón por la cual la empresa resultante a partir del año 2007 se denomina .FitchRatings. Las siguientes tablas resumen las tarifas para cada una de ellas:

**Tabla 3.5 Tarifas BRC Investor Services – Calificadora de riesgos**

(millones de pesos)

**BRC**

Límite Inferior	Límite Superior	Tarifa	Exceso
-	15.000	18	0,0125%
15.001	20.000	21	
20.001	25.000	23	
25.001	30.000	26	
30.001	35.000	28	
35.001	40.000	31	
40.001	50.000	37	
50.001	60.000	39	
60.001	70.000	40	
70.001	80.000	43	
80.001	90.000	46	
90.001		48	

\*Cifras en millones de Pesos

Fuente: BRC Colombia

**Tabla 3.6 Tarifas Duff & Phelps – Calificadora de riesgos**

Duff & Phelps

Límite Inferior	Límite Superior	Tarifa	Exceso
-	1.000	4,500000	0,00%
1.000	2.000	4,500000	0,08%
2.000	5.000	5,300000	0,07%
5.000	10.000	7,400000	0,06%
10.000	20.000	10,400000	0,05%
20.000	40.000	15,400000	0,04%
40.000	-	23,400000	0,03%

Fuente: Duff & Phelps de Colombia

\*Cifras en millones de Pesos

Fuente: Duff & Phelps

**- Sostenimiento en la Bolsa de Valores de Colombia**

**Tabla 3.7 TARIFAS BVC- Emisiones de Renta Fija**

**EMISORES RENTA FIJA**

**Papeles Comerciales**

Inscripción y Sostenimiento	10.799.000
Sostenimiento	5.399.000

**Bonos y Titularizaciones Sector Financiero y Bonos Pensionales**

Inscripción y Sostenimiento	10.799.000
A partir de la 5ta emisión	4.298.000

**Bonos y Titularizaciones Sector Real**

Inscripción	0,0540%
No excede	50.000.000
Sostenimiento	0,0268%
No excede	25.000.000

**CDT's, CDAT's y Títulos DIIo.**

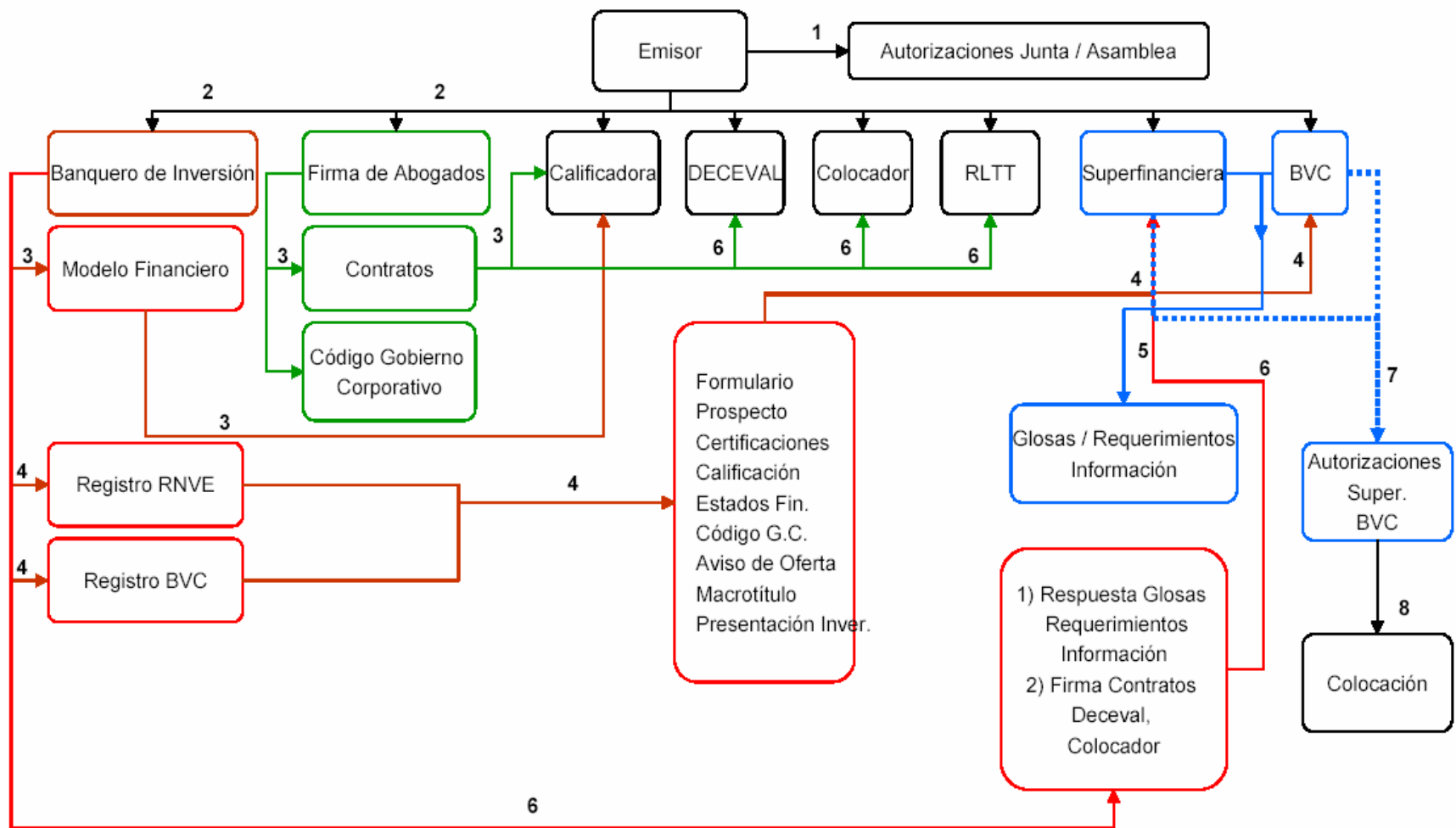
Inscripción y Sostenimiento	21.599.000
-----------------------------	------------

\*Cifras en pesos

Fuente: Bolsa de Valores de Colombia

A continuación se incluye un diagrama que resume los trámites involucrados en la emisión de Bonos.

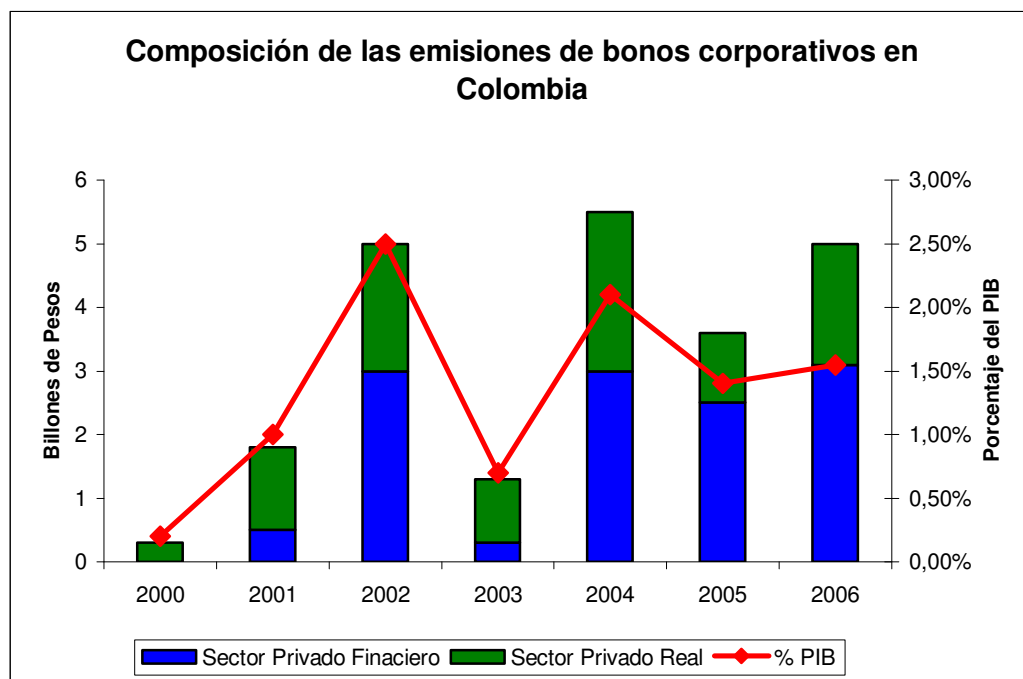
**DIAGRAMA 3.2. PROCESO DE INSCRIPCIÓN Y EMISIÓN DE BONOS**



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia

Después de hacer un recorrido por los distintos trámites y costos involucrados en el proceso de realización de emisiones se puede observar que, aunque dichos trámites se han simplificado de manera notoria y el apoyo brindado por el *staff* de la Bolsa de Valores de Colombia facilita el proceso de emisión, existen diversos factores particulares del entorno empresarial colombiano que afectan los beneficios que se podrían obtener al acceder a financiación a través de emisiones como las descritas. El primero de estos factores es que son relativamente pocas las empresas que tienen el tamaño y las estructuras de gobierno necesarias para realizar emisiones, como prueba de esto se puede observar que el volumen emitido entre 2005 y 2006 fue colocado por solamente 7 y 8 emisores respectivamente<sup>4</sup>. El mercado a nivel corporativo, tanto de renta variable como renta fija, presenta obstáculos a las empresas que bajo las condiciones actuales son muy difíciles de sobrellevar, especialmente en lo referente a deuda privada; la competencia por recursos con emisores mucho más atractivos para el inversionista, como lo son los mismos papeles de financiamiento del Estado o títulos de empresas con altos niveles de liquidez, hace que las empresas que con esfuerzo logran hacer una emisión, se vean en la obligación de dar tasas de rendimiento que no justifican el esfuerzo y los costos en que se debe incurrir.

**Gráfico 3.2**



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia – Cálculos Asobancaria

Sin embargo, el panorama no es del todo desalentador, y aunque a paso lento, a medida que la economía se desarrolla son cada vez más las empresas que

<sup>4</sup> Fuente BVC, se anexan los datos detallados de las emisiones de los últimos dos años.

utilizan las emisiones en el mercado de valores como fuente de financiación aumentan. Esto se observa en el saldo de circulación de bonos privados como porcentaje del PIB, el cual pasó de 0.4% en 1997 a 2.1% en 2004<sup>5</sup>.

Las dificultades expuestas previamente se pueden superar, pero se requiere el apoyo del gobierno y de las distintas instituciones participantes en los mercados de valores, quienes deben tomar medidas que faciliten la forma en que se transan instrumentos con condiciones de liquidez muy diferentes a las que se encuentran en mercados electrónicos, y eliminar barreras en la negociación de este tipo de papeles a inversionistas institucionales.

Se incluye en el anexo C un cuadro resumen con las últimas emisiones realizadas en renta fija y variable en los años 2006 y 2007, a través del cual es posible evidenciar la evolución y el volumen de las emisiones en Colombia.

Al compilar las normas existentes para llevar a cabo un proceso de emisión, se espera que el lector haya comprendido las dificultades y los costos implícitos que un proceso de este tipo conlleva; esta información es relevante a la hora de analizar las razones por las cuales las empresas de la región no participan en el mercado de valores, y será tomada en cuenta más adelante. A continuación, se presentarán los resultados generales de la investigación, en donde se abordará el tema del desconocimiento del mercado de valores y los riesgos que los empresarios reconocen de acuerdo a sus negocios.

---

<sup>5</sup> Cuellar, María Mercedes. Bonos Corporativos: UN MERCADO QUE REQUIERE IMPULSO. EN: La Semana Económica No 599 ( Abril 2007).

## 4. RESULTADOS GENERALES DE LA INVESTIGACIÓN

### 4.1 PREPARACIÓN DE LOS DATOS

Culminado el trabajo de campo se procedió a realizar la preparación de los datos recolectados. Para esta tarea se elaboró un formato de tabulación que debía llenar cada encuestador, en el cual se transcribían las respuestas obtenidas para el cuestionario de forma codificada. Este formato se presenta en el Anexo D de éste trabajo.

**4.1.1 Verificación del cuestionario.** Para que una encuesta fuera aceptada se debió conciliar una serie de variables independientes en cada uno de los formatos elaborados.

La encuesta de mercado de valores se consideraba la más sencilla, su aplicación fue más rápida y, en general, no contenía preguntas cuyo conocimiento fuera difícil o que el empresario considerará información privada. Teniendo en cuenta estos factores, se estableció como criterio de selección que la encuesta fuera contestada en su totalidad. La entrevista para el instrumento de financiación debió ser revisada bajo otros criterios, porque durante su realización los autores encontraron que a los empresarios cuyas preferencias eran muy cerradas hacia algún tipo de financiación (solo deuda o solo capital), les molestaban algunas preguntas de la entrevista que estaban diseñadas para personas que consideraran ambas alternativas en sus empresas; por esta razón no las contestaban, o simplemente repetían alguna frase indicando que ya habían aclarado que esa forma de financiación no les interesaba<sup>1</sup>. Partiendo de lo anterior, se determinó que la entrevista fuera válida si tenía más del 70% de las preguntas adecuadas respondidas. En el caso de la encuesta de gobierno corporativo, que era la más extensa y cuyas preguntas manejaban un nivel de complejidad mayor, se presentaron varios casos en los cuales los empresarios no conocían la respuesta o no la recordaban muy bien<sup>2</sup>; los autores procedieron en estos casos dando tiempo al empresario para estar seguro de la respuesta o verificarla con otro funcionario de la compañía, y tomar su respuesta después de la verificación. Si el empresario simplemente no sabía la respuesta, se optó por proseguir con el

---

<sup>1</sup> Esta situación se presentó a menudo cuando se les preguntaba a los empresarios sobre la llegada de nuevos inversionistas porque, en su mayoría, indicaban que su sociedad era cerrada y no les interesaba ninguna forma de financiación que trajera nuevos socios.

<sup>2</sup> Sobre todo en las preguntas que hacían referencia específica a algún apartado de los Estatutos de la empresa.

cuestionario. Para la validación de la encuesta de gobierno corporativo se tomó como criterio que se respondieran más del 80% de las preguntas adecuadas.

**4.1.2 Transcripción y depuración de los datos.** Para la transcripción de los datos se usó el programa Microsoft Office Excel; los tres formatos en que se dividió el cuestionario se manejaron en tres hojas de cálculo en las cuales se transcribieron las respuestas de manera exacta desde el formato de tabulación que había sido diligenciado previamente. Los datos ya se encontraban codificados de forma numérica en el formato de tabulación, por lo que el proceso de transcripción fue mecánico y su propósito era facilitar el análisis estadístico de la información.

La depuración fue realizada por los autores en el momento de pasar los datos de las encuestas al formato de tabulación, por lo cual no se requirió de una fase adicional al momento de transcribirlos a la hoja de cálculo.

## 4.2 FICHA TÉCNICA

Se elaboró la ficha técnica para el cuestionario aplicado y se dividió en tres partes debido a la forma en que se aplicó el cuestionario de acuerdo a lo mencionado en la sección 2.3.4. Las fichas técnicas se presentan en los gráficos 4.1, 4.2 y 4.3.

**Gráfico 4.1 Ficha técnica encuesta mercado de valores**

FICHA TÉCNICA	
<b>TÍTULO:</b>	ENCUESTA MERCADO DE VALORES
<b>LÍNEA DE INVESTIGACIÓN:</b>	Finanzas
<b>ENTIDAD:</b>	Escuela de Estudios Industriales y Empresariales - UIS
<b>DIRECTORA:</b>	Olga Patricia Chacón - Docente Escuela de Estudios Industriales y Empresariales
<b>INVESTIGADORES:</b>	Estudiantes de Ingeniería Industrial: Ignis Dalini Echeverri López Christian Henry Mora Aponte
<b>PERÍODO DE EJECUCIÓN:</b>	Octubre 2006 - Enero 2007
<b>UNIVERSO:</b>	308 empresas medianas y grandes, originarias de la región, registradas en la Cámara de Comercio de Bucaramanga
<b>TAMAÑO DE LA MUESTRA:</b>	101 casos efectivos
<b>NIVEL DE CONFIANZA:</b>	95%
<b>ERROR MUESTRAL:</b>	8%
<b>TIPO DE CUESTIONARIO:</b>	Encuesta estructurada
<b>TÉCNICA DE MUESTREO:</b>	Muestreo determinístico, por conveniencia
<b>PERFIL DEL ENTREVISTADO:</b>	Gerente general, Director financiero, Contador o Revisor fiscal de la empresa

Fuente: Los autores

**Gráfico 4.2 Ficha técnica entrevista instrumento de financiación**

<b>FICHA TÉCNICA</b>	
<b>TÍTULO:</b>	ENTREVISTA INSTRUMENTO DE FINANCIACIÓN PARA LAS EMPRESAS DE SANTANDER
<b>LÍNEA DE INVESTIGACIÓN:</b>	Finanzas
<b>ENTIDAD:</b>	Escuela de Estudios Industriales y Empresariales - UIS
<b>DIRECTORA:</b>	Olga Patricia Chacón - Docente Escuela de Estudios Industriales y Empresariales
<b>INVESTIGADORES:</b>	Estudiantes de Ingeniería Industrial: Ignis Dalini Echeverri López Christian Henry Mora Aponte
<b>PERÍODO DE EJECUCIÓN:</b>	Octubre 2006 - Enero 2007
<b>UNIVERSO:</b>	308 empresas medianas y grandes, originarias de la región, registradas en la Cámara de Comercio de Bucaramanga
<b>TAMAÑO DE LA MUESTRA:</b>	101 casos efectivos
<b>NIVEL DE CONFIANZA:</b>	95%
<b>ERROR MUESTRAL:</b>	8%
<b>TIPO DE CUESTIONARIO:</b>	Entrevista estructurada con respuesta abierta
<b>TÉCNICA DE MUESTREO:</b>	Muestreo determinístico, por conveniencia
<b>PERFIL DEL ENTREVISTADO:</b>	Gerente general, Director financiero, Contador o Revisor fiscal de la empresa

Fuente: Los autores

**Gráfico 4.3 Ficha técnica encuesta de gobierno corporativo**

<b>FICHA TÉCNICA</b>	
<b>TÍTULO:</b>	ENCUESTA DE GOBIERNO CORPORATIVO
<b>LÍNEA DE INVESTIGACIÓN:</b>	Finanzas
<b>ENTIDAD:</b>	Escuela de Estudios Industriales y Empresariales - UIS
<b>DIRECTORA:</b>	Olga Patricia Chacón - Docente Escuela de Estudios Industriales y Empresariales
<b>INVESTIGADORES:</b>	Estudiantes de Ingeniería Industrial: Ignis Dalini Echeverri López Christian Henry Mora Aponte
<b>PERÍODO DE EJECUCIÓN:</b>	Octubre 2006 - Enero 2007
<b>UNIVERSO:</b>	152 empresas medianas y grandes, sociedades anónimas originarias de la región, registradas en la Cámara de Comercio de
<b>TAMAÑO DE LA MUESTRA:</b>	50 casos efectivos
<b>NIVEL DE CONFIANZA:</b>	95%
<b>ERROR MUESTRAL:</b>	8%
<b>TIPO DE CUESTIONARIO:</b>	Encuesta estructurada
<b>TÉCNICA DE MUESTREO:</b>	Muestreo determinístico, por conveniencia
<b>PERFIL DEL ENTREVISTADO:</b>	Gerente general, Director financiero, Contador o Revisor fiscal de la empresa

Fuente: Los autores

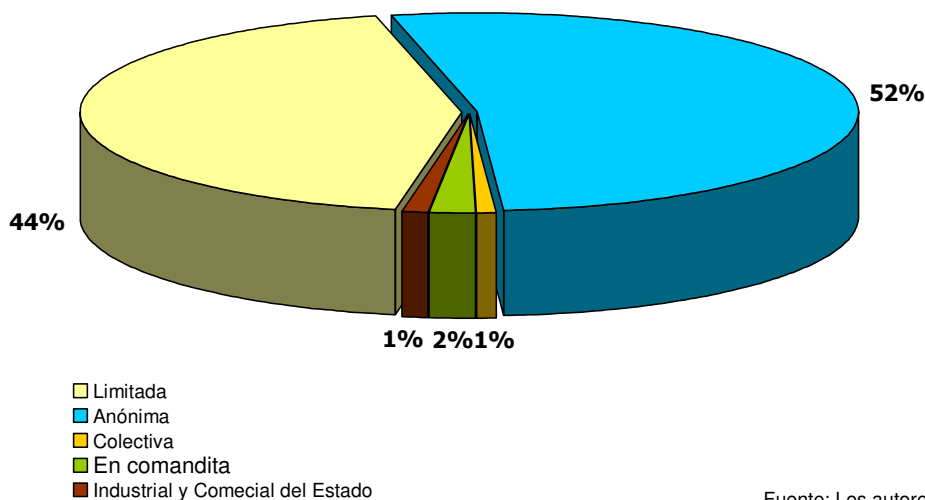
### 4.3 RESULTADOS GENERALES

A continuación se presentarán los resultados generales de la investigación, que incluyen la información recolectada sobre características de las empresas encuestadas (tales como el tipo de sociedad, su actividad económica, origen de la empresa, etc.), los mecanismos de financiación que utilizan actualmente y sus preferencias frente a la financiación, y la participación histórica en el mercado de valores.

**4.3.1 Características de las empresas.** El gráfico 4.4 presenta la forma jurídica de las empresas encuestadas; la mayoría encontrada fueron las sociedades anónimas, seguidas por las de responsabilidad limitada. Esta proporción es diferente a la que se obtiene si se analiza toda la masa empresarial, o solamente las PYMES; sin embargo, es entendible que el incluir solo empresas medianas y grandes restrinja las formas jurídicas a aquellas que pueden agrupar un mayor número de personas, como las sociedades anónimas, y excluya formas como la de empresas unipersonales (que en un análisis de PYMES tiene una alta proporción), pues estas últimas generalmente no presentan un alto nivel de activos o de ingresos.

**Gráfico 4.4**

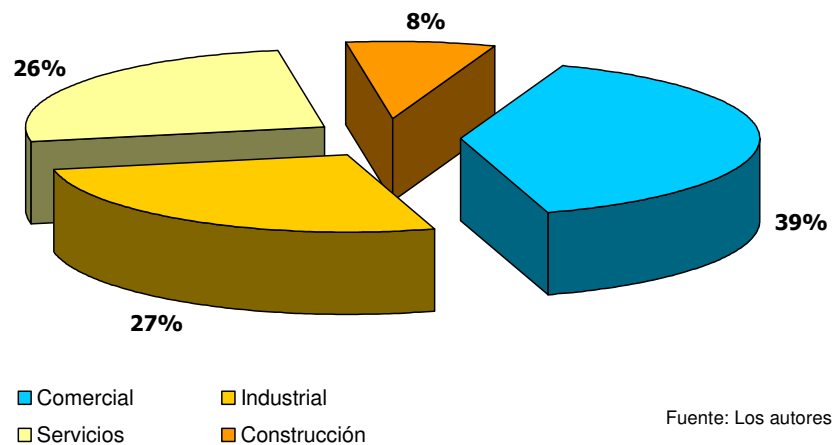
**TIPO SE SOCIEDAD DE LAS EMPRESAS ENCUESTADAS**



Se interrogó a los empresarios acerca de su actividad económica y los resultados obtenidos se presentan en el gráfico 4.5. Se obtuvo una proporción similar a la estadística presentada por la Cámara de Comercio de Bucaramanga (ver capítulo 1), en la cual la actividad comercial es la predominante y las actividades industriales y de servicios tienen participaciones similares. Se ha presentado a propósito, en el gráfico 4.5 y en los análisis posteriores, a la construcción como una actividad económica independiente de las otras tres, porque a juicio de los autores representa un porcentaje significativo (sobre todo en las grandes empresas) y aporta un gran valor a las actividades económicas (La construcción creció un 14.36% en 2006 siendo el sector de mejor comportamiento de la economía colombiana en este periodo, y uno de los que más jalonó el aumento del PIB a razón del 6.8%<sup>3</sup>).

**Gráfico 4.5**

**ACTIVIDADES ECONÓMICAS DE LAS EMPRESAS ENCUESTADAS**

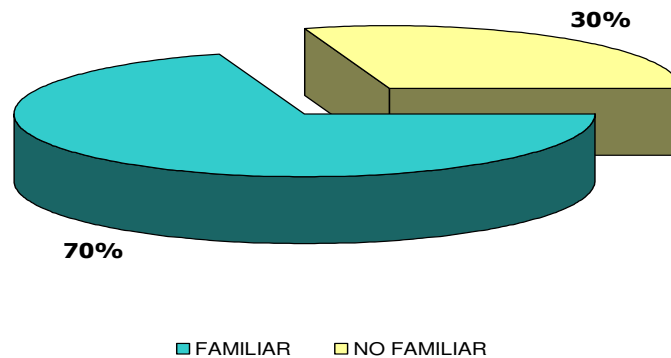


Para continuar con la identificación de las características generales de las empresas se obtuvo la proporción de empresas cuyo origen es familiar (ver gráfico 4.6). El resultado de este análisis es muy significativo: el 70% de las empresas medianas y grandes son de origen familiar; esta tendencia demuestra la importancia de la fami-empresa para el desarrollo de la economía y pone de manifiesto, de acuerdo a los autores del presente trabajo, la necesidad existente

<sup>3</sup> DANE. Comunicado de prensa : marzo 23 de 2007. [en línea]. [consultado 25 marzo 2007]. Disponible en <<http://www.dane.gov.co>>

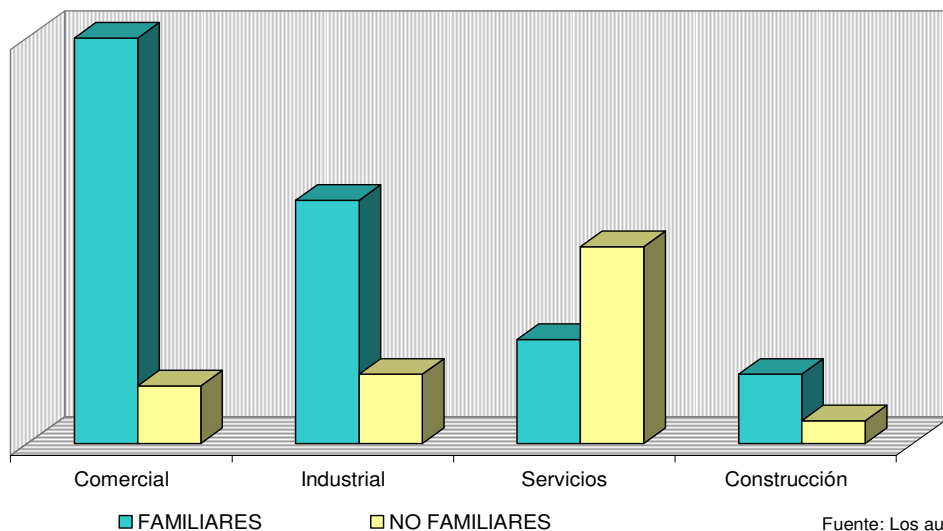
de crear una legislación especial que proteja a las empresas de origen familiar y promueva su desarrollo, incluso bajo una forma jurídica diferente a las existentes actualmente.

**Gráfico 4.6**  
**ORIGEN DE LAS EMPRESAS**



Fuente: Los autores

**Gráfico 4.7**  
**ORIGEN DE LAS EMPRESAS DE ACUERDO A LA ACTIVIDAD ECONÓMICA**



Fuente: Los autores

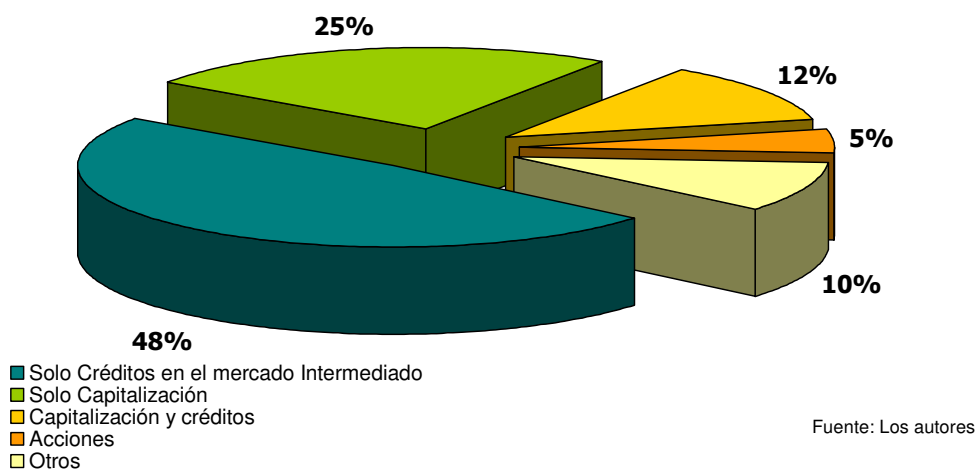
El origen de las empresas fue analizado por separado de acuerdo a la actividad económica de las empresas (ver gráfico 4.7). Los resultados permiten observar

que las actividades comerciales son las que tienen una mayor proporción de asociación familiar para su ejecución, y que el sector de servicios es el único que muestra una tendencia diferente a la general, con una mayor proporción de empresas de origen no familiar. Esto se explica porque en los servicios generalmente se ofrece un bien intangible producto de actividades que requieren conocimientos específicos y profesionales en determinadas áreas; de ahí se deduce que la mayoría de las empresas de servicios sean sociedades que reúnen personas con diferentes capacidades profesionales que fortalezcan el portafolio de servicios de las empresas.

**4.3.2 Formas de financiación actual de las empresas.** Como parte de las preguntas sobre comportamientos históricos de los empresarios se indagó acerca de los principales mecanismos de financiación que utilizaban en sus empresas. Los resultados (gráfico 4.8) evidenciaron una dependencia muy grande del mercado intermediado para resolver esta necesidad, particularmente del sector bancario. El 60% de las empresas utilizan la banca como su principal fuente de financiación; es conveniente mencionar al lector que en el momento de realización de este estudio el sector bancario de Colombia atravesaba por una muy buena etapa, el mercado contaba con una alta liquidez (en abril de 2006 la percepción de liquidez se situó en el 97.5%, y en enero de 2007 se encontraba en 85.2%<sup>4</sup>) y las tasas de interés eran considerablemente bajas con respecto a la historia reciente<sup>5</sup>.

**Gráfico 4.8**

**PRINCIPALES MECANISMOS DE FINANCIACIÓN UTILIZADOS**



<sup>4</sup> BANCO DE LA REPÚBLICA. Reportes del Emisor : Encuesta de expectativas de Enero de 2007

<sup>5</sup> BANCO DE LA REPÚBLICA. Página Web. [en línea]. [consultado 26 marzo 2007]. Disponible en <[http://www.banrep.gov.co/series-estadisticas/see\\_tas\\_inter.htm](http://www.banrep.gov.co/series-estadisticas/see_tas_inter.htm)>

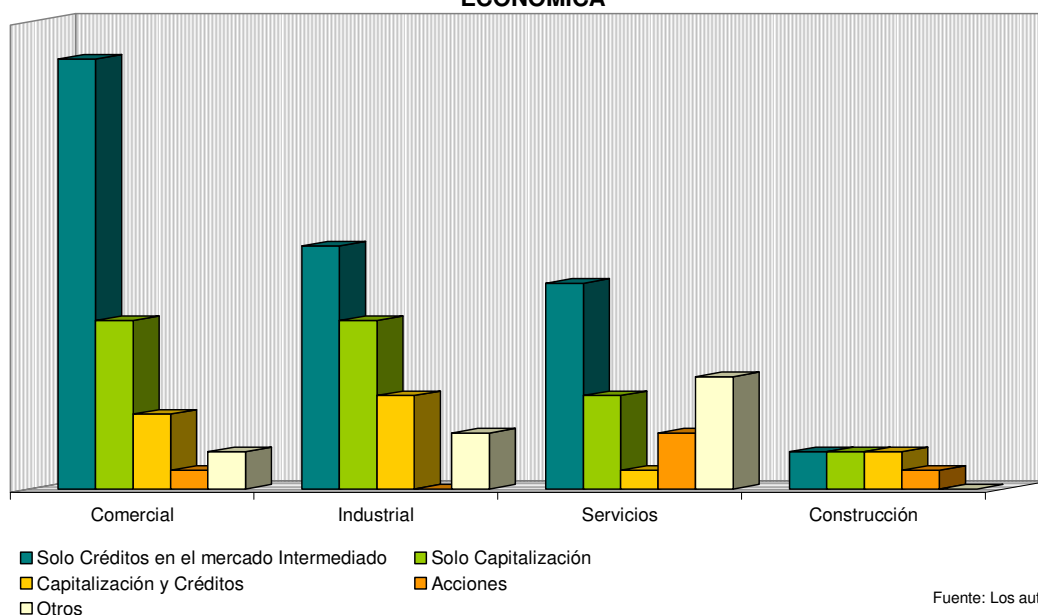
De otro lado, la capitalización obtiene un porcentaje considerable entre los mecanismos de financiación; se resalta de este resultado que, de acuerdo a la experiencia de los autores al realizar la entrevista, se detectó un fuerte recelo hacia la financiación con deuda bancaria entre los empresarios que elegían solo capitalización, debido a malas experiencias con la banca en la crisis de los años 1998 y 1999<sup>6</sup>.

Entre los mecanismos de financiación clasificados como “otros” se mencionaron principalmente: el leasing o arrendamiento financiero, las titularizaciones y los papeles comerciales.

Al comparar los resultados sobre los mecanismos de financiación utilizados de acuerdo a la actividad económica de las empresas se pudo observar, en general, una tendencia similar a la global; se puede resaltar que la proporción de financiación a través de créditos es mucho mayor en las actividades comerciales, y que el sector industrial no presenta una tendencia tan marcada hacia los créditos, pues la capitalización toma un nivel importante, y la emisión de acciones es nula. El sector de servicios se identificó como el que se financió en mayor proporción a través de la emisión de acciones, y a través de otros mecanismos diferentes.

**Gráfico 4.9**

**MECANISMOS DE FINANCIACIÓN DE ACUERDO A LA ACTIVIDAD ECONÓMICA**

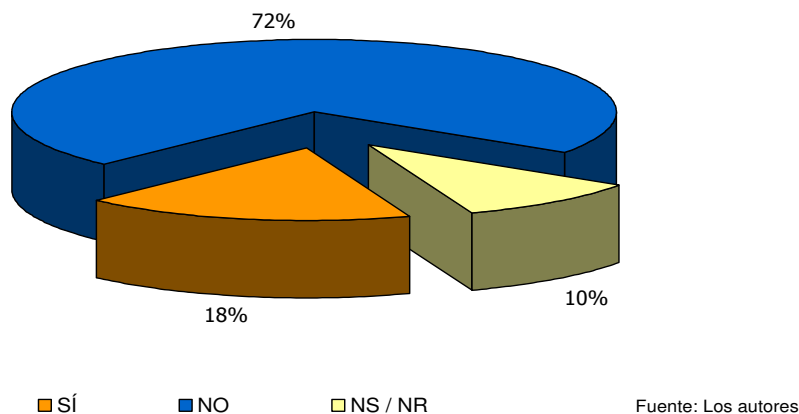


<sup>6</sup> Para ampliar sobre este tema se recomienda al lector ver: BANCO DE LA REPÚBLICA. Reportes del Emisor : Crisis cambiarias y la dinámica de las tasas de interés. Marzo de 1999; y el artículo titulado: “Hechos que sacudieron al país” publicado en el periódico El Portafolio del martes 4 de octubre de 2005.

Para complementar la información recolectada sobre mecanismos de financiación, y con miras a obtener algún indicio inicial sobre la dirección en la que iría el diseño del instrumento de financiación, se preguntó a los empresarios si en sus empresas existía algún tipo de restricción frente a la financiación a través de deuda, es decir, si existía alguna política interna de no endeudamiento, o si existía algún tipo de restricción frente a la financiación a través de capital de nuevos socios. Las respuestas se pueden apreciar en los gráficos 4.10 y 4.11.

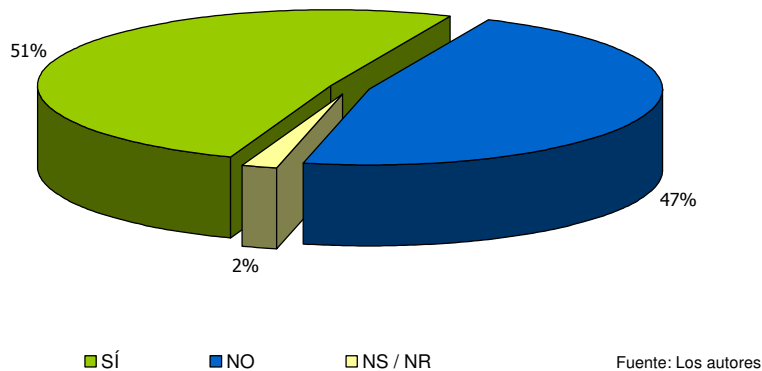
**Gráfico 4.10**

**RESTRICCIONES FRENTE A LA FINANCIACION A TRAVÉS DE DEUDA**



**Gráfico 4.11**

**RESTRICCIONES FRENTE A LA FINANCIACION A TRAVÉS DE CAPITAL**

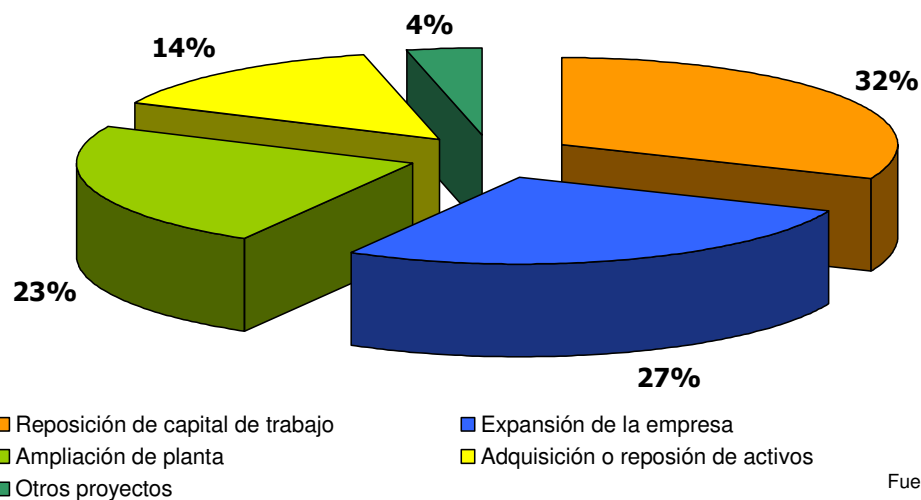


Los resultados son interesantes: frente a la financiación a través de deuda el 18% dice tener restricciones, y argumentan en su mayoría malas experiencias en el pasado hacia el final de la década de los 90; por el contrario, frente a la financiación a través de capital de nuevos socios el 51% de los empresarios manifestaron tener restricciones, un primer indicio de que las sociedades de la región son cerradas a la llegada de inversionistas, porque sus socios temen compartir la propiedad y perder el control.

Para terminar la información sobre la financiación de las empresas, y con el fin de proyectar los resultados del instrumento financiero hacia los objetivos más mencionados por los empresarios, se indagó sobre el tipo de proyectos para los cuales los empresarios buscarían financiación a largo plazo. Los resultados se presentan en los gráficos 4.12 y 4.13.

**Gráfico 4.12**

**PROYECTOS PARA LOS QUE BUSCAN FINANCIACIÓN LAS EMPRESAS**



En los resultados, divididos en porcentajes cercanos entre cuatro tipos de proyectos, se encontró que el más frecuente fue la financiación para reposición de capital de trabajo. Este es un resultado que de entrada genera preocupación, porque muestra dos problemas en las empresas de la región: el primero, que los gerentes y directores de nuestras empresas no conocen la teoría sobre el manejo correcto de las finanzas de una empresa, sobre todo en el mediano y largo plazo<sup>7</sup>;

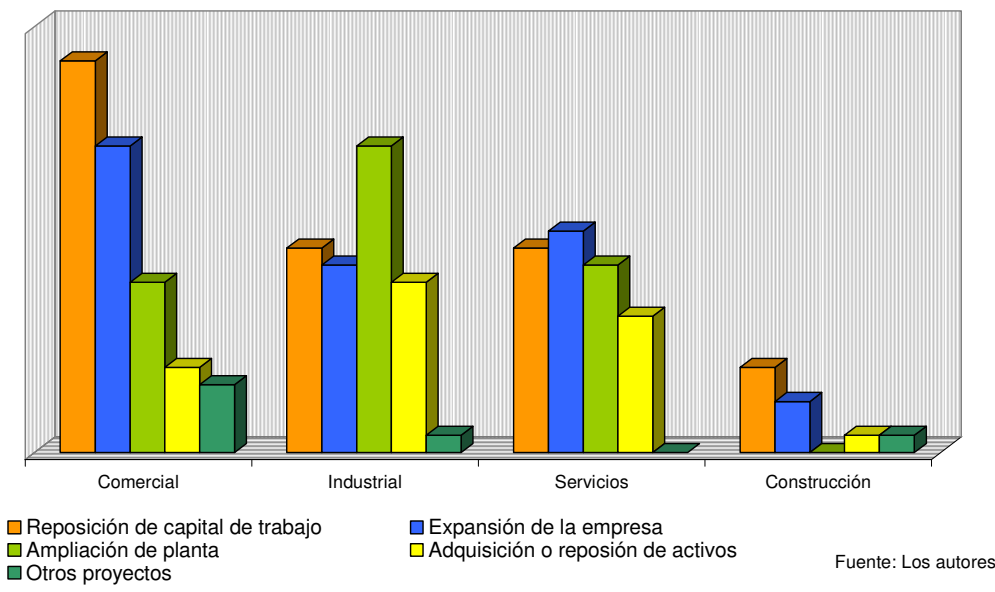
<sup>7</sup> Se invita al lector a remitirse a la sección 1.3 del presente trabajo para conocer acerca de la teoría existente sobre la financiación de las empresas.

el segundo, que un buen porcentaje de las empresas de la región no están generando suficiente efectivo para reponer su capital de trabajo, lo cual denota un manejo financiero y operativo ineficiente y las coloca en una posición desventajosa frente a la competencia internacional. Desde el punto de vista de los autores es preferible pensar que el 32% de las empresas que buscarían financiación para reposición de capital de trabajo lo hacen por desconocimiento de sus directores sobre el manejo correcto de sus finanzas, y no por la mala situación de la empresa.

El análisis de ésta pregunta de acuerdo a la actividad económica permite observar algunas tendencias diferentes a las generales. Las empresas dedicadas a actividades industriales presentan como proyectos de primer orden los relacionados con la ampliación de la planta, lo que evidencia buenas perspectivas sobre el futuro y la necesidad de tener mayor capacidad de producción para ser más competitivos; la empresas dedicadas a actividades de servicios no presentan alguna tendencia muy marcada, aunque la expansión de la empresa es su proyecto prioritario, mientras las empresas del comercio y la construcción muestran una tendencia similar a la general, con el agravante preocupante de que la reposición del capital de trabajo encabeza sus respectivas listas.

**Gráfico 4.13**

**PROYECTOS A FINANCIAR DE ACUERDO A LA ACTIVIDAD ECONÓMICA**



Hay que llamar la atención sobre la necesidad de capital de trabajo manifestada por las empresas dedicadas a actividades comerciales, porque este sector

constituye un gran número de empresas y aporta un buen porcentaje a la producción de la región y del país (el PIB de este sector creció 10.69% en 2006<sup>8</sup>).

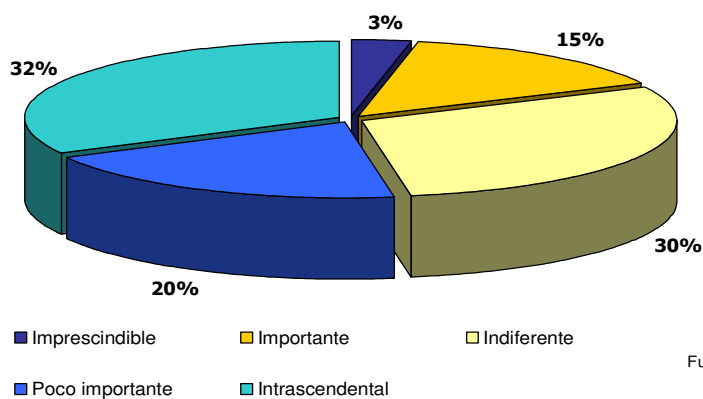
#### 4.3.3 Conocimiento y participación en el mercado de valores.

Se encuestó a los empresarios sobre su participación histórica en el mercado de valores, el conocimiento acerca de los instrumentos financieros que en él se negocian y la importancia que representan para la financiación de sus empresas.

Inicialmente se interrogó acerca de la importancia que tenía el mercado de valores en la realización de las actividades de la empresa. Para esta pregunta se utilizó una escala de clasificación verbal<sup>9</sup> que permitió asignar números a las categorías de respuesta y manejar los resultados como datos de intervalo para obtener la media y la desviación estándar. Se asignó a la categoría de intrascendental el valor de 1, a poco importante 2, a indiferente 3, a importante 4 y a imprescindible 5, la calificación más alta. Los resultados de las respuestas de acuerdo a la clasificación verbal utilizada se presentan en el gráfico 4.14 y el análisis estadístico se presenta en la tabla 4.1.

**Gráfico 4.14**

#### IMPORTANCIA DEL MERCADO DE VALORES



<sup>8</sup> DANE. Comunicado de prensa : marzo 23 de 2007. [en línea]. [consultado 25 marzo 2007]. Disponible en <<http://www.dane.gov.co>>

<sup>9</sup> Sobre las escalas de clasificación verbal véase: KINNEAR T.; TAYLOR J. Investigación de Mercados : Un enfoque aplicado. 4 ed. México : Mc Graw Hill, 1993. p. 231-233

**Tabla 4.1**

<b>IMPORTANCIA MERCADO DE VALORES</b>	
Calificación Media	<b>2,36</b>
Desviación estandar	1,17
Mediana	2,00
Moda	1,00

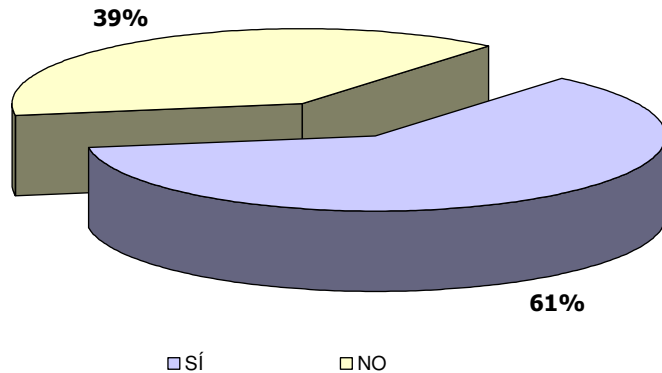
La calificación media resulta muy cercana a la definición de “poco importante” asignada al valor 2, y más alejada del valor 3 “indiferente”. La mediana y la moda son medidas de tendencia central que permiten observar la dirección de los resultados hacia la baja importancia del mercado de valores para las empresas de Bucaramanga y su área metropolitana.

Fuente: Los autores

Seguidamente se interrogó a los empresarios sobre su conocimiento acerca de los instrumentos de financiación que se negocian en el mercado de valores. Los resultados se presentan de forma global en el gráfico 4.15 y de acuerdo a la actividad económica en el gráfico 4.16.

**Gráfico 4.15**

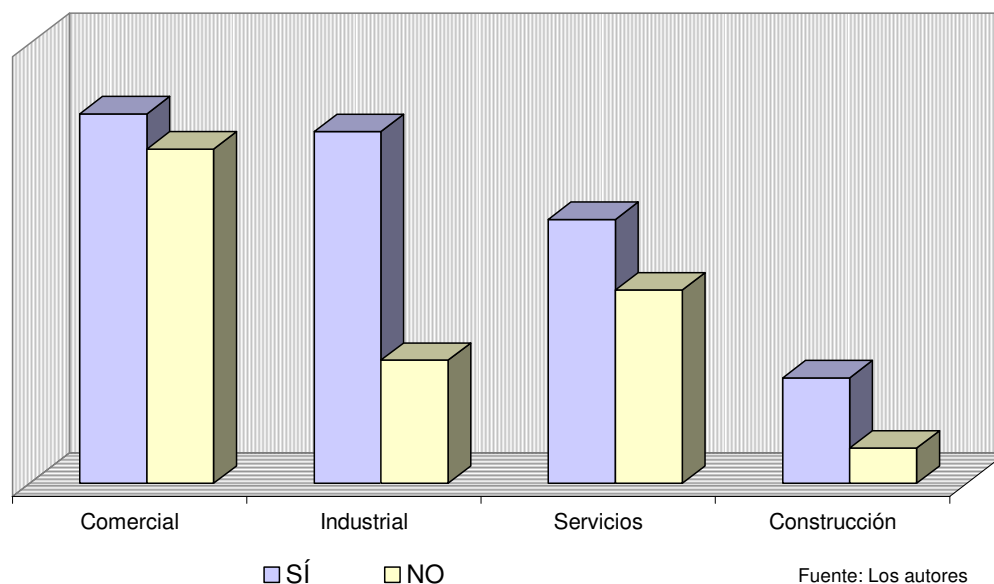
**CONOCIMIENTO DE INSTRUMENTOS DE FINANCIACIÓN DEL MERCADO DE VALORES**



Fuente: Los autores

**Gráfico 4.16**

**CONOCIMIENTO DE LA FINANCIACIÓN EN EL MERCADO DE VALORES DE ACUERDO A LA ACTIVIDAD ECONÓMICA**



Estos resultados no dejan de preocupar, pues casi un 40% de los empresarios admiten desconocer totalmente la variedad de instrumentos financieros alternos a los que usan tradicionalmente, con lo cual reducen sus posibilidades de obtener algún tipo de ventaja competitiva mediante una financiación más económica que la bancaria (en términos de tasa). Además, debemos tener en cuenta que aunque un 61% de los encuestados afirma conocer estos instrumentos, esta medida puede contener un error debido a que algunos gerentes probablemente no querían admitir su desconocimiento de la temática.<sup>10</sup>

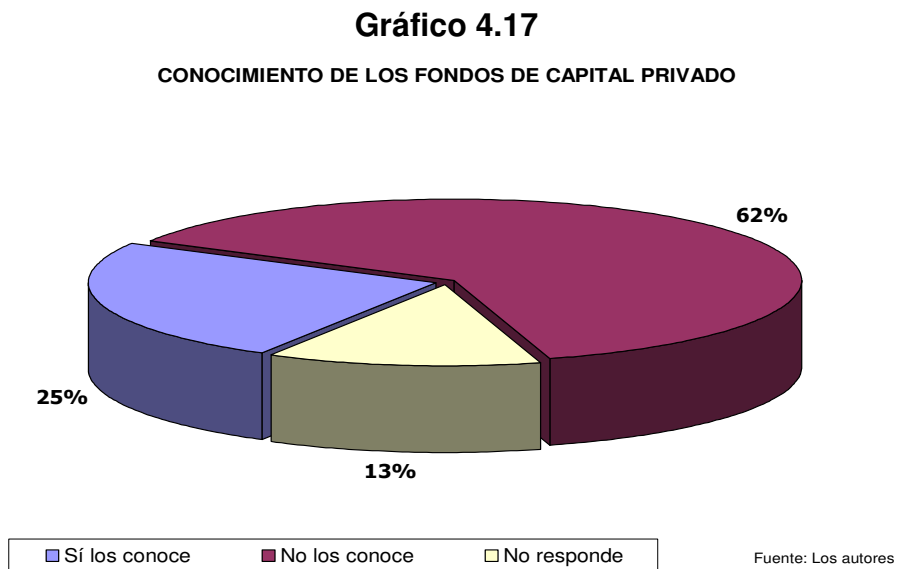
Sin embargo, se puede analizar que de acuerdo a la actividad económica el conocimiento del mercado de valores tiene proporciones diferentes; los industriales y los constructores manifiestan en su mayoría conocer los instrumentos, y por el contrario los comerciantes tienen una proporción muy cercana entre el conocimiento y desconocimiento (sí y no). Estos resultados se tendrán en cuenta a la hora de analizar la participación histórica en el mercado de valores, para resolver de qué forma el conocimiento de los instrumentos se ha traducido en su utilización por parte de las empresas de la región.

Antes de entrar a explorar la participación histórica, se quiso indagar sobre otras alternativas de financiación diferentes a los instrumentos del mercado de valores, pero ligadas a éste por las prácticas de buen gobierno necesarias para utilizarlas,

<sup>10</sup> El lector debe tener en cuenta que se procuró reducir al máximo el error sistemático del estudio, de acuerdo a lo planteado en el capítulo 2.

en ambos casos. Por lo anterior, se preguntó sobre el conocimiento de los fondos de capital privado y su forma de operación<sup>11</sup>, una alternativa útil y poco desarrollada en el país, que sin duda tiene el potencial de servir a varias empresas de la región.

Los resultados se muestran en la gráfica 4.17. Un gran grupo de empresarios reconoció desconocer sobre esta forma de financiación y, en general, manifestó interés en ella cuando los investigadores la explicaron brevemente en la charla de la entrevista.



Los empresarios que afirmaron conocer los FCP y su forma de operación fueron interrogados para conocer si los considerarían como una alternativa de financiación para sus empresas; los resultados, en la tabla 4.2, muestran una mayoría un poco mayor a la mitad que aprobaría un mecanismo de este tipo.

**Tabla 4.2 Aceptación de un FCP como mecanismo de financiación**

CONSIDERARÍA UN FCP COMO ALTERNATIVA DE FINANCIACIÓN	
	%
Si lo usaría	56%
No lo usaría	36%
No sabe	8%
TOTAL	100%

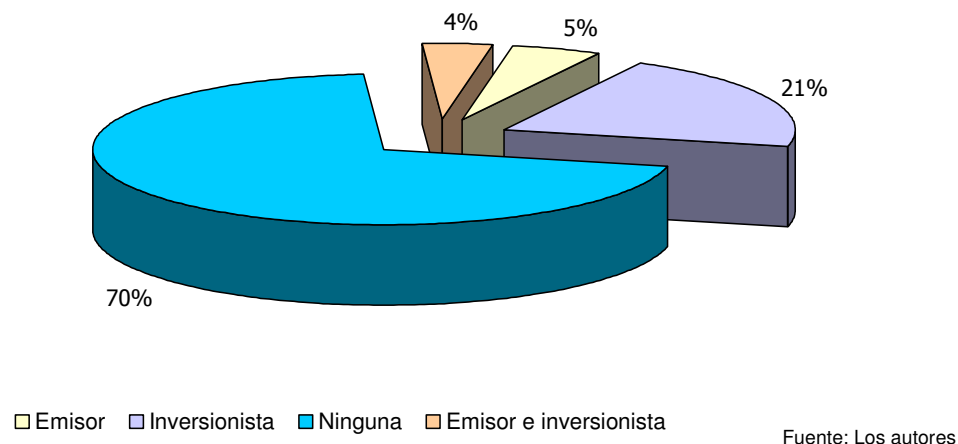
Fuente: Los autores

<sup>11</sup> Se invita al lector a remitirse a la sección 1.1.7 del presente trabajo para conocer sobre los FCP.

Finalmente se recolectó información sobre la participación histórica de las empresas de Bucaramanga en el mercado de valores (gráfico 4.18). El 30% afirmaron haber participado alguna vez de alguna forma (como emisor, inversionista o ambas), y el 70% manifestó no haber tenido ningún tipo de vínculos con el mercado de valores.

**Gráfico 4.18**

**PARTICIPACIÓN HISTÓRICA EN EL MERCADO DE VALORES**



Estos resultados son casi simétricos, aunque opuestos, a los resultados sobre el conocimiento de los instrumentos de financiación del mercado de valores (61%-Sí y 39%-No), y dejan de manifiesto que el desconocimiento real sobre el mercado de valores es mayor al que manifestaron los empresarios.

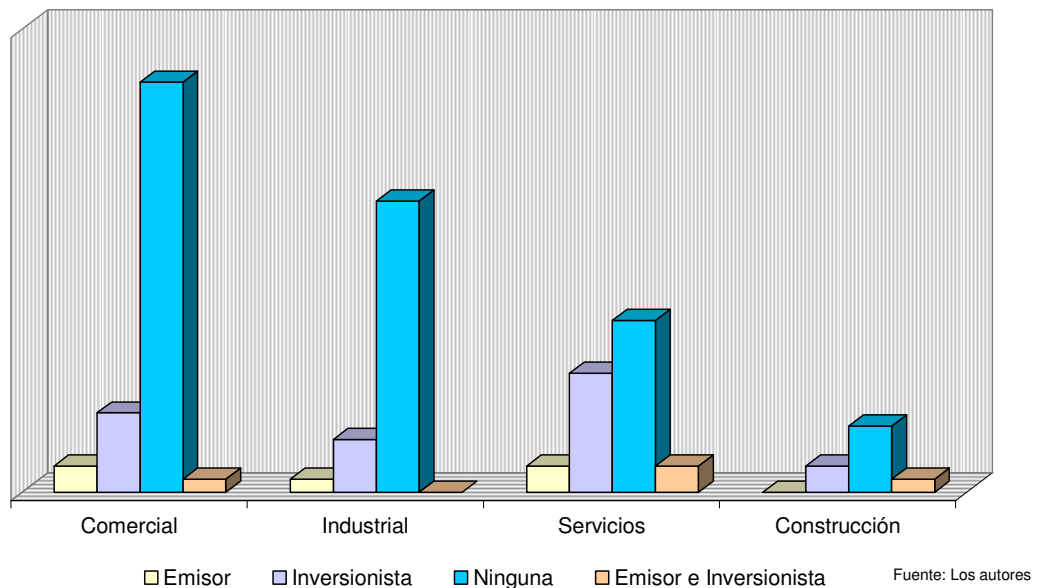
Sobresalen entre los empresarios que han participado los que lo han hecho como inversionistas (25% del total de la muestra); de otro lado, las empresas que han realizado emisiones de algún tipo son solo el 9%, reflejando así que la financiación a través del mercado de valores es un área no explorada aún y con un gran potencial de desarrollo.

El análisis se realizó también de acuerdo a la actividad económica de las empresas (gráfico 4.19); aunque se mantuvo la tendencia dominante de no participación en el mercado de valores, se pudo observar que los empresarios del sector de servicios han realizado históricamente inversiones en una gran proporción (42% del total del sector) y son también los que más emisiones han realizado (sin ser muchas en realidad).

De ahí que la proporción neta entre participación en el mercado de valores y no participación para el sector servicios sea del 50%, la más alta de todos los sectores. Del mismo modo se destaca, aunque en sentido contrario, los sectores comercial e industrial, en los cuales la ausencia de participación del mercado de valores alcanza el 78% y 82% respectivamente.

**Gráfico 4.19**

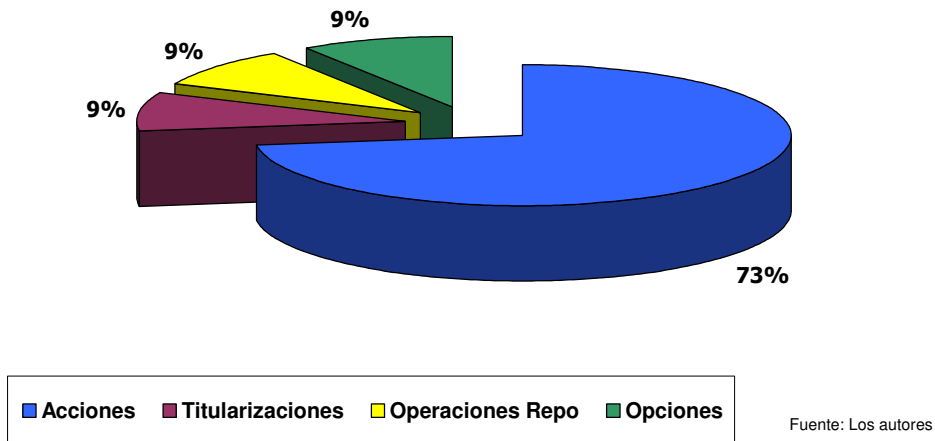
**PARTICIPACIÓN EN EL MERCADO DE VALORES SEGÚN LA ACTIVIDAD ECONÓMICA**



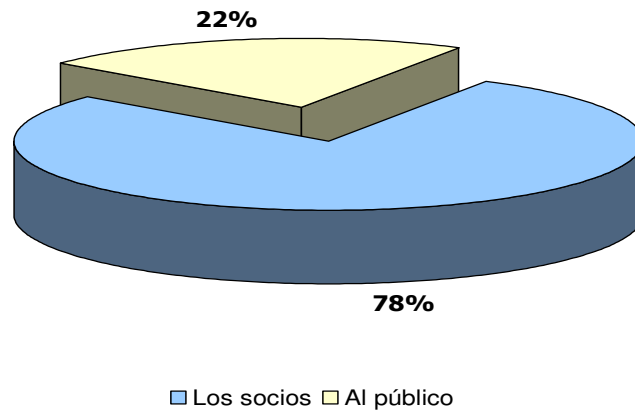
Un total del 9% de los empresarios indicó haber realizado emisiones alguna vez. El gráfico 4.20 resume que instrumentos fueron emitidos. Se destaca la emisión de acciones como la más frecuente. Las titularizaciones, operaciones repo y opciones comparten los mismos porcentajes, que corresponden en realidad a un número muy bajo de empresas (27% del 9% del total).

Se verificó también el destino de las emisiones realizadas en el pasado, corroborando que las empresas han sido cerradas a la llegada de nuevos inversionistas históricamente, pues el 78% de las emisiones, principalmente acciones, fueron vendidas a los socios de la empresa emisora; tan solo un 22% de las emisiones se entregó al público. Esta información se aprecia en el gráfico 4.21.

**Gráfico 4.20**  
**EMISIONES REALIZADAS**



**Gráfico 4.21**  
**DESTINO DE LAS EMISIONES**



Toda la información anterior muestra cómo la mayoría de las sociedades son cerradas, y cuando se han atrevido a realizar emisiones generalmente solo las ofrecen a los socios actuales de la empresa. Otro síntoma de esta situación es el bajo nivel de inscripción de las acciones en el registro nacional de valores e intermediarios, que indica que las acciones de las empresas de Bucaramanga no son de fácil negociación.

Los autores de éste trabajo verificaron, a través de la página Web de la Superintendencia Financiera de Colombia, que las pocas acciones de empresas de

la región inscritas en el registro nacional de valores e intermediarios (tan solo 3), fueron registradas en el momento de la creación de estas empresas y son de bursatilidad nula. De acuerdo a lo planteado por los empresarios en la encuesta, solo el 2% de las empresas de la muestra dijeron tener inscrita alguna emisión en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios.

Por otro lado, un 25% de los empresarios indicaron haber realizado inversiones en el mercado de valores en alguna ocasión. La tabla 4.3 muestra cual fue el destino de estas inversiones según lo indicaron los empresarios, resaltándose que existe una amplia gama de productos y bienes en esta lista.

**Tabla 4.3 Instrumentos en los que han invertido los empresarios**

<b>DESTINO DE LAS INVERSIONES</b>	
	Porcentaje
Acciones	27,8%
Fiducias	19,4%
CDT' s	16,7%
Bonos	8,3%
Fondos de valores	8,3%
Fondos de pensiones	5,6%
Tidis	5,6%
TES	2,8%
Bienes raíces	2,8%
Papeles comerciales	2,8%

Fuente: Los autores

Para terminar la presentación de información sobre la participación histórica en el mercado de valores, se presenta la tabla 4.4, en la cual se muestra a través de que entidad participaron el 30% de las empresas que indicaron haberlo hecho en algún momento. Sobresale nuevamente la banca, que no solo es la primera utilizada para la financiación, sino además el canal preferido para llegar al mercado de valores a realizar inversiones (muchos bancos tienen en su portafolio de servicios una oficina para operaciones bursátiles).

**Tabla 4.4 Entidades puente para la participación en el mercado de valores**

<b>Entidad</b>	<b>%</b>
Banca de inversión	31,40%
Directamente	28,60%
Comisionista de Bolsa	20,00%
Sociedades Fiduciarias	11,40%
Sociedades administradoras de inversión	8,60%

Fuente: Los autores

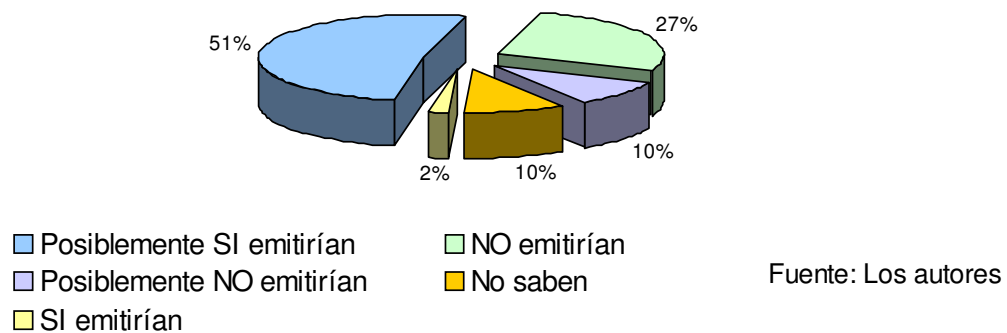
**4.3.4 Perspectivas de participación futura en el mercado de valores.** Al igual que se indagó sobre la participación que podrían haber tenido las empresas en el mercado de valores en el pasado, se realizaron algunas preguntas en la entrevista orientadas a determinar las perspectivas de participación en el futuro.

Estas preguntas iban orientadas hacia determinar si las empresas consideraban la búsqueda de recursos para financiarse en el mercado de valores como una alternativa válida. En este apartado se presentan los resultados al respecto, los cuales brindan una luz inicial hacia la dirección en la que se va a desarrollar el siguiente capítulo de este trabajo, en el cual se definirá un instrumento de financiación para las empresas de la región de acuerdo a las preferencias de los empresarios.

Inicialmente se les preguntó a los empresarios si consideraban que la empresa podría llegar a realizar algún tipo de emisión en el futuro para financiarse. Las respuestas se presentan en el siguiente gráfico:

**Gráfico 4.22**

**PERSPECTIVAS PARA REALIZAR EMISIONES EN EL FUTURO**

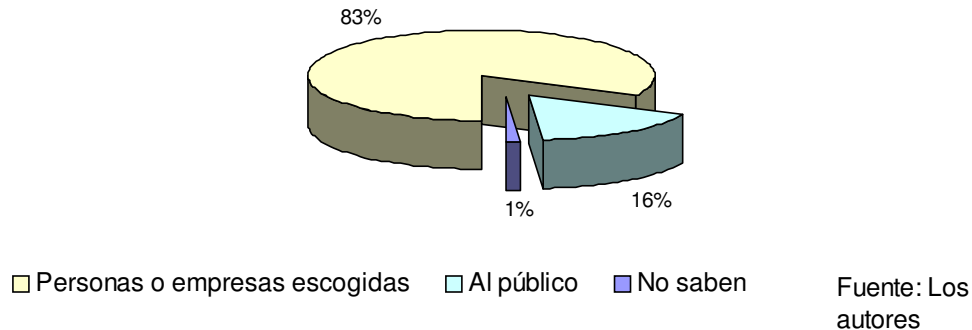


Los resultados muestran que existe una disposición de aproximadamente la mitad de los empresarios a explorar nuevas alternativas de financiación, diferentes a las tradicionales; también se aprecia la posición radical de un 27% de los empresarios que afirmaron rotundamente que “No realizarían nunca ninguna emisión”, lo cual cierra las puertas a un buen grupo de empresas a alternativas del mercado de valores que les permitan ser más competitivas a partir de su estructura financiera.

Seguidamente se preguntó a los empresarios que consideraban la opción de realizar un tipo de emisión en el futuro a quién la ofrecerían, con ánimos de verificar los resultados frente a los históricos presentados anteriormente.

**Gráfico 4.23**

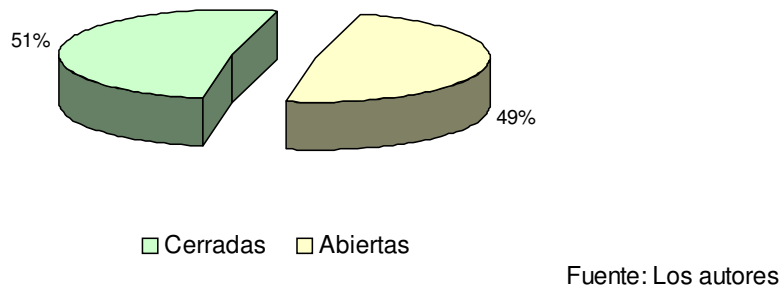
**DESTINO DE LAS EMISIONES FUTURAS**



En efecto, se obtiene una proporción similar a la histórica, e incluso mayor en cuanto a la restricción para ofrecer posibles emisiones al público en general. Una buena parte de los empresarios afirmó que preferían cuidarse frente al ingreso de capitales dudosos a sus empresas. Otra de las razones para el resultado mostrado es la asociación directa que tienen gran parte de los empresarios entre “realizar emisiones en el mercado de valores” y “emitir acciones”. El posible desconocimiento de la existencia de instrumentos de deuda hace que se crea que al hablar de emisiones solo se trata de acciones, y dado el carácter cerrado de las empresas sus dirigentes afirman que estas serían ofrecidas solo a los mismos socios. Este carácter cerrado de las empresas fue verificado al preguntar a los empresarios si la sociedad estaba abierta a la entrada de nuevos socios; las respuestas son las siguientes:

**Gráfico 4.24**

**POSICIÓN DE LAS SOCIEDADES FRENTE AL INGRESO DE NUEVOS SOCIOS**



Se reafirma una vez más la mentalidad de restricciones hacia la entrada de nuevos socios de los empresarios de la región. Aunque se obtuvo un 49% de sociedades “en teoría” abiertas a la llegada de nuevos inversionistas, se verificó cuál era el porcentaje máximo de sus acciones que estas empresas estarían en

disposición de vender. Los resultados (tabla 4.5) muestran que cerca del 87% de las empresas señalaron porcentajes menores al 49%, es decir, que garantizaran mantener el control a los socios actuales.

**Tabla 4.5 Porcentaje máximo que ofrecerían las empresas a nuevos inversionistas**

Porcentaje que ofrecería	%
"Un porcentaje que no implique control"	12,24%
Menos del 5%	16,33%
Menos del 15%	20,41%
Menos del 30%	12,24%
Menos del 49%	26,53%
Hasta un 50%	6,12%
"No habría límite en el porcentaje"	2,04%
No sabe	4,08%

Fuente: Los autores

Todo lo expuesto anteriormente permite corroborar el carácter cerrado de las empresas y su tendencia negativa hacia los instrumentos de capital, pues estos implican control en la empresa. Aunque se ha mostrado que también existe desconocimiento sobre los instrumentos de deuda del mercado de valores, la negativa hacia los de capital es un primer indicio sobre su pertinencia para el caso de estudio de este proyecto. Este análisis será complementado en el capítulo 5, donde la exposición de muchos otros factores permitirá determinar las características del instrumento del mercado de valores que más se adapta a las necesidades de los empresarios de la región.

#### 4.4 PERCEPCIÓN DE RIESGOS

En la entrevista realizada con los empresarios se buscó obtener información sobre percepciones y preferencias, orientadas a responder dos necesidades de información<sup>12</sup>: (1) la percepción del empresario de Bucaramanga acerca de los riesgos que enfrentan sus negocios y las formas de enfrentar dichos riesgos, y (2) las preferencias de los empresarios de Bucaramanga al financiarse.

En esta sección se mostrarán los resultados obtenidos en la entrevista para responder a la primera necesidad de información mencionada anteriormente, estos resultados se presentan en la tabla 4.6. Aunque hay riesgos que no tienen un porcentaje considerable, se decidió listar todos los riesgos que fueron mencionados al realizar la entrevista por ser éste un objetivo específico del

<sup>12</sup> Véase: Información necesaria, sección 2.3.1.

presente trabajo, en el sentido de lograr crear una caracterización completa de las percepciones de los empresarios.

**Tabla 4.6 Riesgos señalados por los empresarios respecto a su negocio**

<b>¿QUÉ RIESGOS ENFRENTA EL NEGOCIO DE SU EMPRESA?</b>	
	<b>%</b>
Los normales / Los del mercado	20,31%
Ningún Riesgo	14,06%
La competencia	12,50%
Inestabilidad del Gobierno (Legal y Fiscal)	10,94%
Tasa cambiaria	8,59%
Contrabando	4,69%
TLC	4,69%
Cartera morosa	4,69%
El producto de la empresa es commodity	3,91%
Otro riesgo relacionado con el negocio en particular	3,13%
Tasas de interés	2,34%
Escasez o alzas en MP	2,34%
Pérdida de Licitaciones	2,34%
Retornos muy bajos o lentos en el negocio	1,56%
Estacionalidad	1,56%
No sabe	2,34%

Fuente: Los autores

Del listado de riesgos hay que destacar varios puntos:

- La respuesta más frecuente indicó que el riesgo que enfrentaba el negocio era “el normal, el del mercado o el que tiene todo negocio”; esta respuesta podría indicar poco conocimiento específico de los riesgos que enfrenta la empresa, y la forma como pueden llegar a afectar el normal funcionamiento de ésta, ó simplemente que el empresario no vio necesario entrar en detalle acerca de la combinación de riesgos que estaba asumiendo su empresa.
- El segundo ítem en la tabla, con un 14% de frecuencia, fue la percepción de “ningún riesgo”. Esta respuesta deja de manifiesto un problema a nivel de preparación de los directores de las empresas de la región, pues todo negocio, por el simple hecho de existir, tiene un riesgo implícito<sup>13</sup>.

<sup>13</sup> Sobre el riesgo de los negocios véase: BREALEY, Richard; MYERS, Stewart y ALLEN, Franklin. Principios de Finanzas Corporativas. 8 ed. Madrid : Mc Graw Hill, 2006, p. 234 – 236 / 563 - 565

- A partir del tercer tipo de riesgo se listan trece factores mencionados por los empresarios, en los que se destacan la fuerte competencia en todos los sectores de la economía, la inestabilidad en materia tributaria o de leyes que afecten específicamente algún tipo de negocio, la devaluación del peso frente al dólar y el contrabando de mercancías desde Venezuela y Panamá.

Una vez el entrevistado había reconocido los riesgos que enfrentaba su negocio y los había listado, se le preguntó de qué forma creía que se podría proteger su empresa de esos riesgos; un porcentaje alto admitió no saber cómo y otro tanto se abstuvo de responder, sumando en total estas categorías un 36,15% de los encuestados.

El restante 63,85% de los encuestados mencionó algún mecanismo para protegerse de los riesgos, de carácter externo (como por ejemplo definir tasas de interés fijas en los préstamos) o de carácter interno (como alcanzar ventajas competitivas a partir de la diferenciación).

El listado de formas para enfrentar los riesgos que enfrentan los negocios de las empresas de Bucaramanga se presenta en la tabla 4.7; se invita al lector también a revisar detenidamente este listado, teniendo en cuenta que muchas de las respuestas son de carácter específico de acuerdo al negocio particular de cada empresario entrevistado.

**Tabla 4.7 Mecanismos de protección frente a los riesgos de negocio reconocidos por los empresarios**

Mecanismo	%
No sabe	24,10%
No responde	12,05%
Seguros	10,84%
Tasas de interés fijas en los préstamos	8,43%
Flexibilidad en tasas de interés de los préstamos	7,23%
Definir la rentabilidad para socios y pagos a acreedores de acuerdo a pérdidas o ganancias	6,02%
La buena gestión del negocio	6,02%
Definición flexible de plazos para pagos de compromisos de la empresa	4,82%
Alcanzando ventajas competitivas en el negocio a partir de diferenciación	4,82%
Cláusulas especiales en los contratos	4,82%
Seguro Cambiario (frente a devaluación del dólar)	3,61%

**Tabla 4.7 Continuación...**

<b>Mecanismo</b>	<b>%</b>
Otra respuesta*	3,61%
Fondo Nacional de Garantías u otro similar del estado	2,41%
Opciones y Forwards	1,20%

\* Las respuestas con menos del 1% de participación se agruparon en ésta categoría.

Fuente: Los autores

De lo anterior, se puede observar que se presentan diversas alternativas para afrontar los riesgos, esto como consecuencia de la variedad presente en los negocios de los empresarios encuestados. La diversidad aporta particularidades a las respuestas de acuerdo a características propias dentro de cada empresa. De manera que puede concluirse no existe un mecanismo único que permita afrontar los riesgos de los negocios en las empresas de la región.

Hasta aquí se ha realizado un recorrido por las características principales de las empresas de la región, y se han expuesto los comportamientos históricos de los empresarios frente a la necesidad de financiación de sus negocios. También se evaluó el grado de conocimiento que tenían estos empresarios acerca de alternativas de financiación diferentes a las tradicionales, tales como las que se encuentran en el mercado de valores, y se logró obtener información sobre su participación pasada en este mercado y sus perspectivas de participación futura. Seguidamente se presentaron los riesgos que los empresarios conocen con relación a su actividad económica. Todos estos aspectos servirán como base para construir un instrumento de financiación basado en las preferencias de los empresarios, labor que ocupará el siguiente capítulo.

## 5. INSTRUMENTO DE FINANCIACIÓN PARA LAS EMPRESAS MEDIANAS Y GRANDES DE LA REGIÓN

En el presente capítulo se muestran los resultados de la encuesta realizada a los empresarios de la mediana y gran empresa de Bucaramanga y su Área metropolitana acerca de las características que debería tener un instrumento de acuerdo a sus necesidades de financiación, posteriormente combinando la aplicación de conceptos técnicos con las ideas expresadas por los empresarios, los autores hacen una propuesta sobre las características específicas que debería tener el instrumento a utilizar.

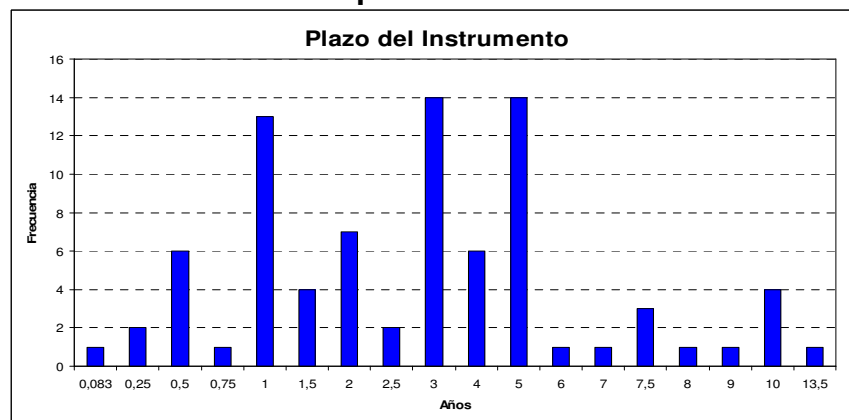
### 5.1 PLAZO DEL INSTRUMENTO

La pregunta realizada a los empresarios en la entrevista con miras a determinar sus preferencias frente al plazo de un instrumento fue la siguiente:

*Si tuviera la oportunidad de elegirlo, ¿Qué plazo le gustaría que tuviera un instrumento de financiación para su empresa, de acuerdo con el proyecto a emprender?*

Al indagar sobre el plazo que preferirían los empresarios en el instrumento a utilizar, se encontró que la mayoría busca plazos entre un mes y tres años con un porcentaje consolidado del 49.50%, resultado de sumar el 22.77% que respondió que preferiría un plazo entre un mes y un año y el 26,73% que se inclinó por los plazos entre un año y cinco, le siguen los plazos entre tres y cinco años y más de cinco años con el 19.8% y 13.86% respectivamente; por último el plazo menor a un mes con una participación del 0.99% de los encuestados.

**Gráfico 5.1 Preferencias frente al plazo de un instrumento de financiación**



Fuente: Los autores

En la siguiente tabla se resume los resultados para el plazo:

**Tabla 5.1 Plazo para el que buscarían financiación**

Rangos	%
Menos de 31 días	0,99%
Entre 31 y 365 días	22,77%
Entre 366 y 1095 días	26,73%
Entre 1096 y 1825 días	19,80%
A más de 1825 días	13,86%
De acuerdo al proyecto	6,93%
No Sabe / No responde	8,91%
Total	100,00%

Fuente: Los autores

Se agruparon los datos en los rangos que se presentan en la tabla, con el fin de poderlos comparar con la información suministrada por la Superintendencia Financiera a través de su página *Web*; en la información de la Superfinanciera se clasifican los créditos según varias modalidades, y se referencian los montos y tasa efectiva anual promedio ponderada de colocación por modalidad de crédito, para cada uno de los plazos que aparecen en la tabla anterior. Esta entidad recolecta la información directamente de los establecimientos de crédito a través del Formato 088, un cuadro ejemplo con la información que se captura en este formato hace parte de los anexos del presente proyecto (ver Anexo E).

La Superfinanciera clasifica los créditos según el capítulo II de la Circular Externa 100 de 1995, en cuatro modalidades principales:

1. **Comercial:** “Los otorgados a personas naturales o jurídicas para el desarrollo de actividades económicas organizadas, distintos a los otorgados bajo la modalidad de microcrédito”.
2. **Consumo:** “Independientemente de su monto, los otorgados a personas naturales para financiar la adquisición de bienes de consumo o el pago de servicios para fines no comerciales o empresariales.”
3. **Vivienda:** “Independientemente del monto, aquéllos otorgados a personas naturales destinados a la adquisición de vivienda nueva o usada, o a la construcción de vivienda individual.”
4. **Microcrédito:** “El conjunto de operaciones activas de crédito otorgadas a microempresas cuyo saldo de endeudamiento con la respectiva entidad no supere veinticinco (25) salarios mínimos legales mensuales vigentes”.

En el presente capítulo nos enfocamos en la modalidad comercial, por ser una de las dos categorías en la que se encuentran los créditos otorgados a las empresas del sector real (comercial y microcrédito), pero que va dirigida a empresas de tamaño mediano y grande (la otra categoría, el microcrédito, va dirigido a microempresarios, y por lo tanto se encuentra fuera del marco muestral de esta investigación); en el crédito Comercial encontramos 3 subcategorías<sup>1</sup>:

**Preferencial o corporativo:** crédito otorgado a clientes que poseen los elementos necesarios para entrar a pactar una tasa de interés. Entre estos elementos pueden mencionarse la baja exposición al riesgo del crédito, así como los negocios subyacentes del mismo (comisiones, reembolsos, compra - venta de divisas, etc.), la calidad de las garantías que respaldan la operación y que lo califiquen como categoría "A" o de riesgo normal, aspectos que hacen que las entidades crediticias los consideren como los clientes de mayor confianza para el desarrollo de sus relaciones comerciales. El crédito preferencial o corporativo se define para plazos superiores a 30 días.

**De tesorería:** crédito otorgado a clientes preferenciales o corporativos a un plazo inferior o igual a 30 días, dirigidos a atender necesidades de liquidez de corto plazo.

**Ordinario:** Es aquél crédito comercial que no se puede clasificar como de tesorería o como preferencial o corporativo.

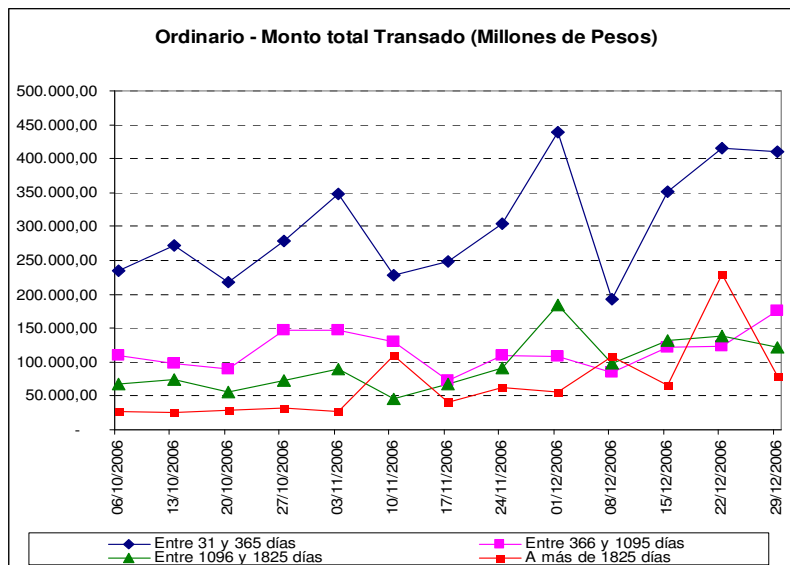
Es importante comparar las expectativas y preferencias puestas de manifiesto por los empresarios, a la luz de la realidad del mercado, con el fin de identificar puntos clave en el diseño del instrumento a emitir. Para realizar esta comparación se recopiló información sobre las tasas de mercado para las modalidades de crédito comercial ordinaria y preferencial (que son las de interés para este trabajo por lo expuesto anteriormente), prestando especial atención en hacia dónde se estaban concentrando las colocaciones de créditos y a qué tasas se estaban prestando estos recursos para el periodo de análisis, de tal manera que se pudiera comparar esta situación actual, con lo expresado por los empresarios en la entrevista.

En los siguientes gráficos se muestra la evolución de la cartera, en monto de colocación, para la modalidad de crédito comercial de las subcategorías ordinario y preferencial, durante el periodo para el cual se recolectó la información de campo.

---

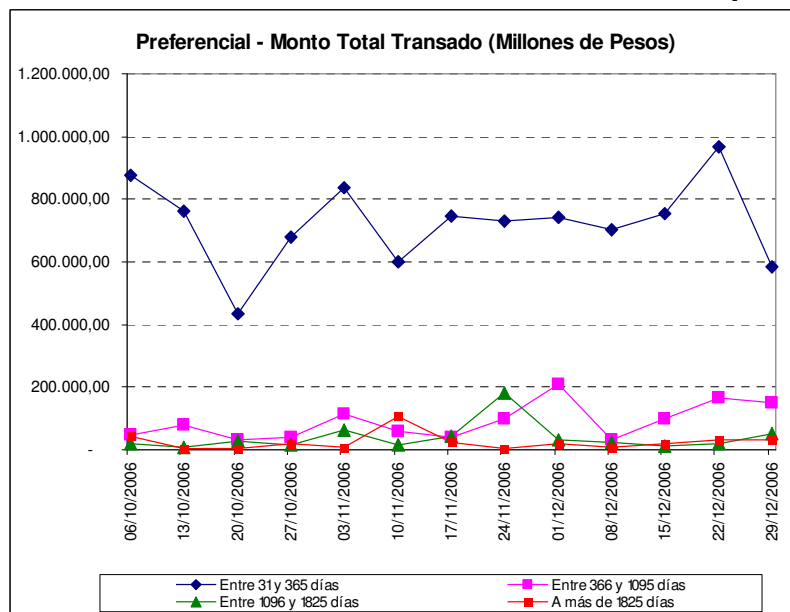
<sup>1</sup> Las definiciones de estas tres subcategorías fueron tomadas del instructivo para el formato 088 suministrado por el Departamento Técnico y de Información Económica del Banco de la República.

**Gráfico 5.2 Evolución de la cartera: crédito comercial ordinario**



Datos: Superfinanciera - Cálculo: Los autores

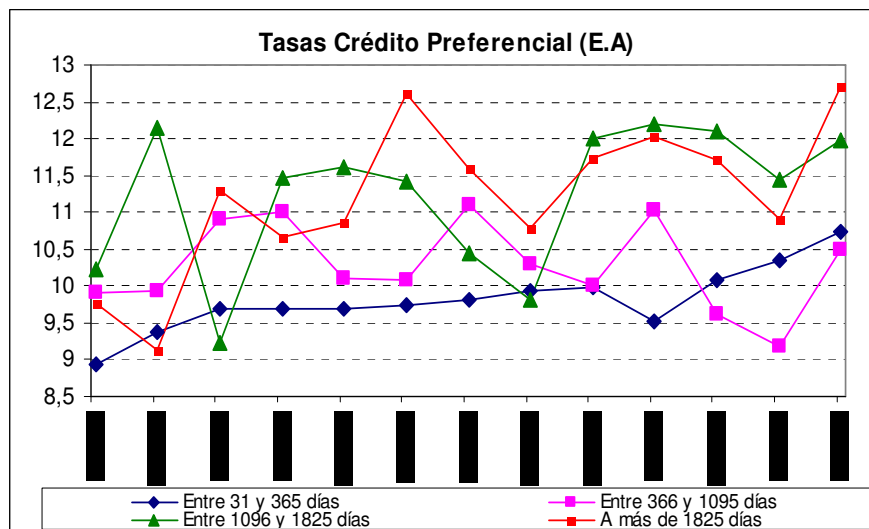
**Gráfico 5.3 Evolución de la cartera: crédito comercial preferencial**



Datos: Superfinanciera - Cálculos: Los autores

Se observa una clara preferencia por el plazo del intervalo entre 31 y 365 días, principalmente en la subcategoría preferencial, esto puede explicarse en gran parte por el estímulo de las tasas ofrecidas en el mercado para estos plazos, especialmente en el caso del crédito preferencial donde la tasa para el plazo entre 31 y 365 días tiene el valor más bajo en promedio (Ver gráfico 5.4).

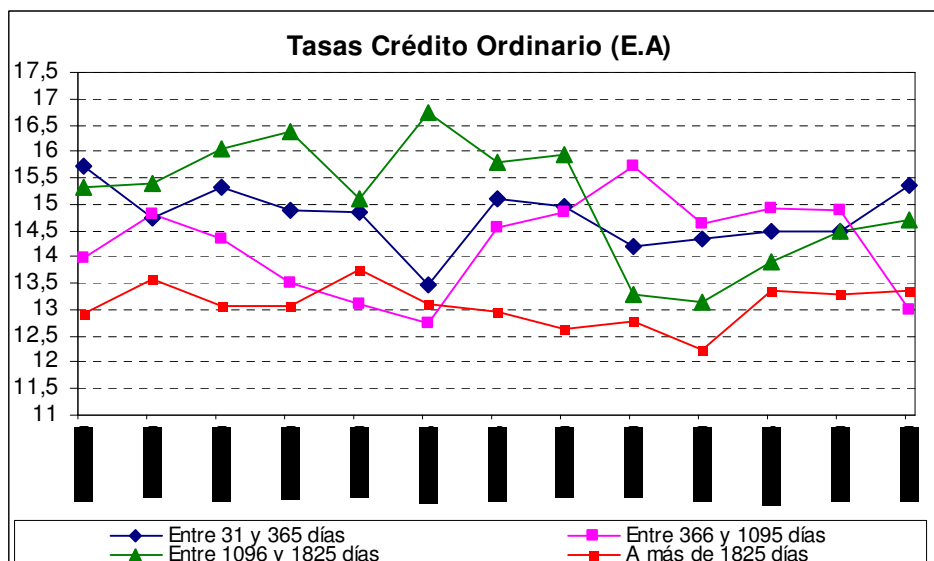
**Gráfico 5.4 Tasas crédito comercial preferencial**



Fuente: Superfinanciera

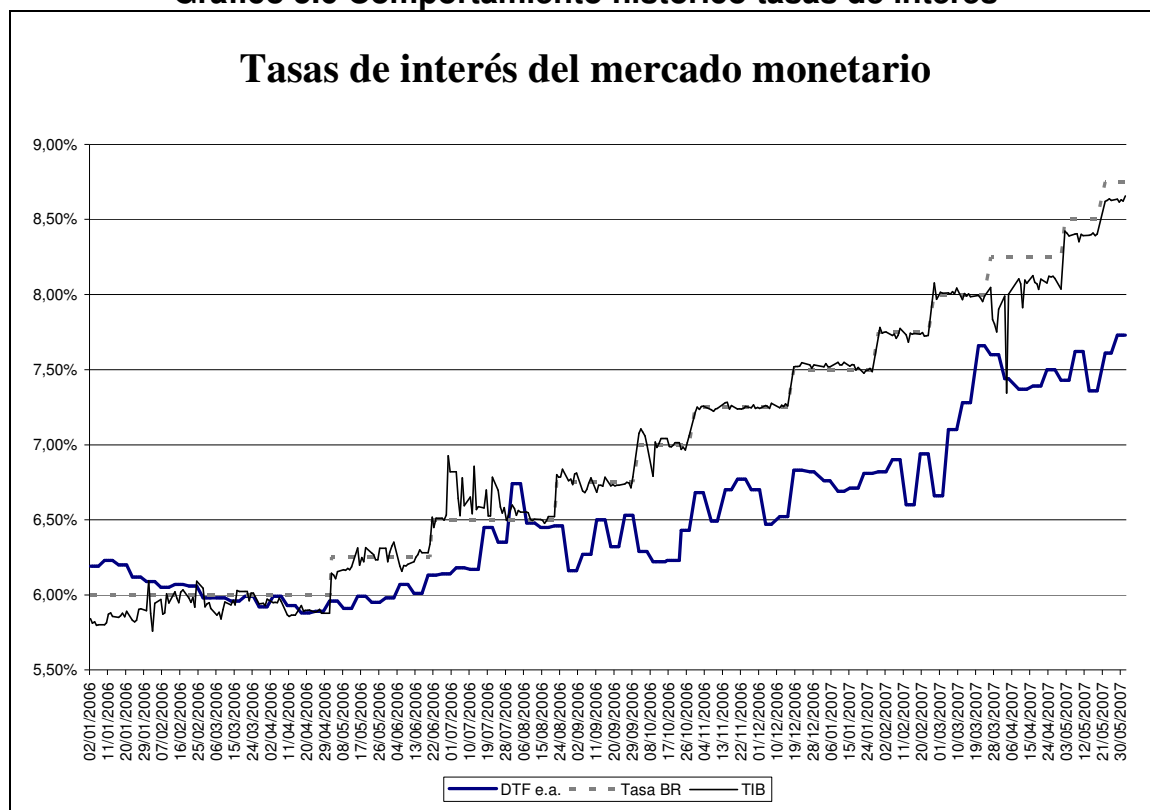
Para el crédito ordinario, el estímulo de la tasas de los intermediarios, no es tan fuerte; los montos no se encuentran tan concentrados en un solo plazo, y se evidencia cierta influencia de la tasa de intervención del Banco Central que mantuvo una tendencia al alza (ver Gráfico 5.6), haciendo más atractivos los créditos a largo plazo, como se muestra en las siguientes gráficas:

**Gráfico 5.5 Tasas crédito comercial ordinario**



Fuente: Superfinanciera

**Gráfico 5.6 Comportamiento histórico tasas de interés**



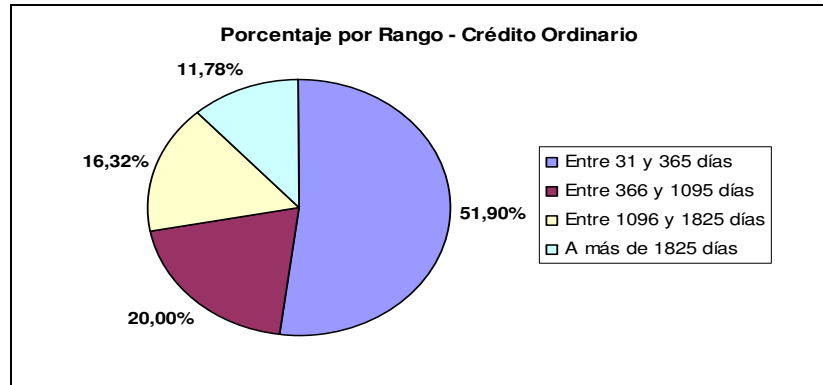
Fuente: Banco de la República<sup>2</sup>

Por otro lado al analizar qué porcentaje de la cartera se concentra en determinados plazos, claramente se nota la preferencia que tienen los bancos por colocar a plazos más cortos, que les permitan mayor flexibilidad de la cartera ante cambios en las condiciones del mercado, además se suma el factor del creciente auge de la cartera de consumo, que lleva a los Bancos a convertir créditos de largo plazo a esta modalidad en la que se pueden cobrar tasas más altas.

A continuación se muestra la participación del monto total de créditos comerciales colocados para cada uno de los rangos:

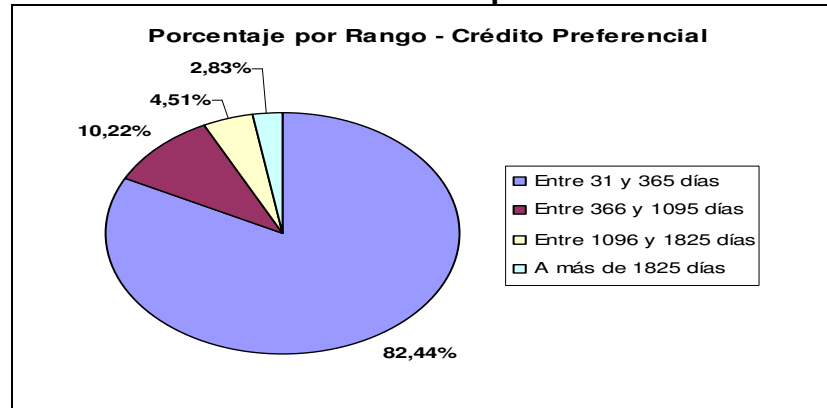
<sup>2</sup> En la gráfica se muestra el comportamiento de las tasas de mercado desde enero del 2006, se incluyen tres tasas la Tasa BR que hace referencia a la tasa de intervención del Banco de la república, la TIB o tasa interbancaria y la DTF que es el promedio semanal de captación de los depósitos a termino fijo para plazos a 90 días. La primera la fija la Junta directiva del Banco de la república esta ha venido en constante alza desde ya hace más de un año (aumento en 350 puntos básicos desde enero de 2006).

**Gráfico 5.7 Monto del crédito comercial ordinario de acuerdo al plazo**



Fuente: Superfinanciera – Cálculos los autores

**Gráfico 5.8 Monto del crédito comercial preferencial de acuerdo al plazo**

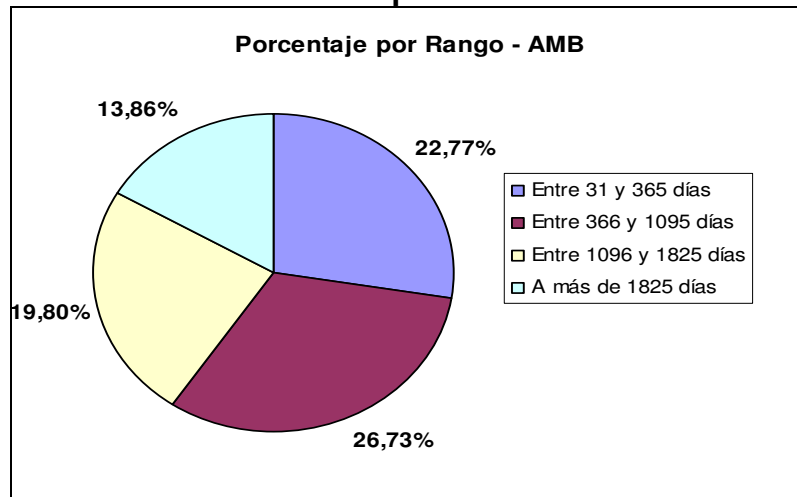


Fuente: Superfinanciera – Cálculos los autores

En la entrevista realizada a los empresarios se les permitió expresar de manera libre sus gustos y el plazo que les gustaría tener, evitando generar cualquier tipo de influencias en sus respuestas. Por lo anterior, los resultados arrojaron información interesante al compararse con las colocaciones del mercado real. El contraste entre la participación según plazo, entre los datos reales suministrados por la superfinanciera, y la preferencia de los empresarios, recolectada a través del presente trabajo de investigación, da indicios de que las participaciones reales no se dan porque el empresario quiera establecer sus plazos de esa manera, sino que, por el contrario son las condiciones de mercado las que lo obligan a hacerlo, por lo tanto un instrumento que pudiera dar al empresario flexibilidad en cuanto a plazo y tasa, como un bono corporativo, puede ser muy beneficioso.

En el siguiente gráfico se muestra la participación de cada plazo en las preferencias de los encuestados:

**Gráfico 5.9 Preferencias de plazo de financiación en la muestra**



Fuente: Los autores

Las preferencias por plazo se encuentran repartidas de manera equitativa en las categorías analizadas con los empresarios de Bucaramanga y su Área metropolitana. De momento no es posible saber si estas preferencias se encuentran alineadas con las estructuras de financiación de las empresas (no se cuenta con información suficiente para determinarlo), pero si se puede evidenciar al comparar el último gráfico con los elaborados a partir de la información de la Superfinanciera, que las preferencias se enfocan más hacia plazos entre los 31 días y los 3 años.

Como es propósito del presente proyecto realizar una propuesta sobre el instrumento a utilizar, se realizó una prueba estadística con el fin de establecer si los resultados de la encuesta nos llevaban a intuir que se debería diseñar un instrumento diferente en lo relacionado con el plazo dependiendo del sector industrial al que fuera dirigido. Al analizar los resultados, separando las medias del plazo para los diferentes sectores empresariales (calculadas en años), se encontró que no habían diferencias significativas entre los distintos sectores, lo cual lleva a concluir que, por lo menos en lo que al plazo se refiere, se podría diseñar una instrumento con plazos muy cercanos a la media de la información recolectada en la encuesta. A continuación se muestran las medias y desviaciones para cada sector y los resultados del análisis de varianza.

**Tabla 5.2 Medias y Desviaciones por Sector**

	<b>AGRÍCOLA</b>	<b>COMERCIAL</b>	<b>INDUSTRIAL</b>	<b>SERVICIOS</b>	<b>CONSTRUCCIÓN</b>
Media	<b>3,25</b>	<b>2,98</b>	<b>3,88</b>	<b>4,11</b>	<b>3,95</b>
Desviación	2,66	2,93	2,60	2,92	3,79

Fuente y cálculo: Los autores

**Tabla 5.3 Resumen – Análisis de varianza de un factor**

<i>Grupos</i>	<i>Cuenta</i>	<i>Suma</i>	<i>Promedio</i>	<i>Varianza</i>
Agrícola	7	22,75000	3,25000	7,06250
Comercial	31	92,33333	2,97849	8,56850
Industrial	21	81,50000	3,88095	6,77262
Servicios	18	74,00000	4,11111	8,54575
Construcción	5	19,75000	3,95000	14,38750

Fuente y cálculo: Los autores

**Tabla 5.4 Análisis de varianza para las medias del plazo por sectores**

<i>Origen de las variaciones</i>	<i>Suma de cuadrados</i>	<i>Grados de libertad</i>	<i>Promedio de los cuadrados</i>	<i>F</i>	<i>Probabilidad</i>	<i>Valor crítico para F</i>
Entre grupos	19,515344	4	4,87883587	0,58909254	0,67151645	2,49044653
Dentro de los grupos	637,710266	77	8,28195151			
Total	657,225610	81				

Fuente y cálculo: Los autores

Dado que  $F = 0.589 < F_c = 2.4904$ , no existe evidencia estadística robusta que vaya en contra de la hipótesis de que las medias del plazo para cada sector sean diferentes entre sí, a un nivel de confianza del 95%. Por lo tanto, se asume la media de la muestra como estimador del plazo que preferirían los empresarios en el instrumento a emitir, el valor según los datos sería de **3,540650 años** o **3 años 6 meses y 15 días** con un año base de 360 días.

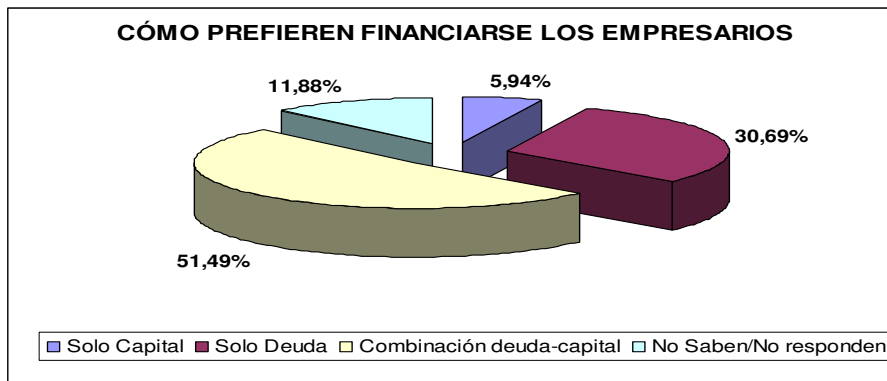
## 5.2 MONTO Y TIPO DE EMISIÓN

Para determinar las preferencias frente al monto y el tipo de instrumento en una posible emisión de sus empresas se preguntó a los empresarios lo siguiente:

*¿A partir de qué monto utilizaría un instrumento de deuda como alternativa de financiación? ¿A Partir de qué monto uno de capital?*

La siguiente gráfica resume los resultados obtenidos al preguntar a los empresarios sobre que fuente de financiación prefieren usar:

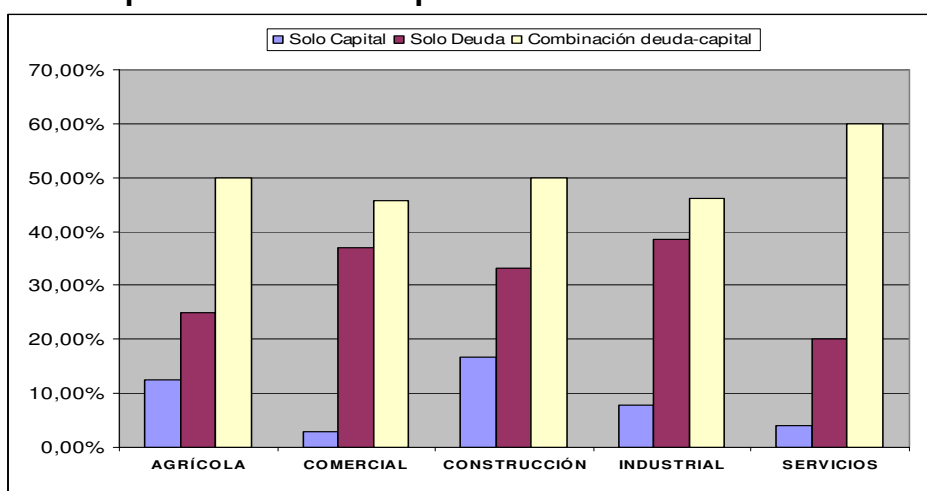
**Gráfico 5.10**



Fuente: Los autores

Los resultados obtenidos muestran que la mayoría de los empresarios prefieren financiarse solamente con deuda (30.69%) o combinaciones de deuda y capital (51.49%). Cabe resaltar que la proporción de empresarios que escogerían la opción de financiarse solo con deuda es casi cinco veces mayor a la de los que se financiarían solo con capital, razón por la cual el instrumento a considerar proveniente del mercado de capitales debería ser uno de tal naturaleza (de deuda), siempre y cuando éste reuniera las condiciones que se consideran relevantes para la financiación con deuda. Más adelante en el presente capítulo se refuerza este argumento, con base en otros resultados de la encuesta, algunas cifras del Mercado de Capitales y del Sistema Financiero Colombiano en línea, y lo planteado en las secciones anteriores. También se analizaron las preferencias frente al tipo de financiación de acuerdo al sector de la empresa. Los resultados se presentan en el gráfico 5.11:

**Gráfico 5.11 Tipo de financiación preferida de acuerdo al sector empresarial**



Fuente: Los Autores

Las proporciones para cada una de las opciones se mantienen al pasar de un sector a otro, por lo menos en su posición ordinal con respecto a los demás. El sector en que más se considera la opción de financiarse sólo con capital es el de la construcción con un 16.70% de las empresas consultadas pertenecientes a ese sector, aunque este sigue siendo superado ampliamente por la opción de solo deuda con 33.30% y las combinaciones de deuda y capital con el 50% de las empresas de construcción encuestadas.

Cabe resaltar la notable diferencia entre la opción de capital y la de deuda en el sector comercial y en el sector servicios. Para el primero se encuentra la explicación en la gran participación de los proveedores en el financiamiento de la actividad de las empresas comerciales, y para el segundo, este hecho se sustenta en un menor número de activos con los cuales respaldar la deuda Bancaria. En este punto vale la pena hacer un análisis de la información que se recolectó con respecto al monto según la opción elegida.

**5.2.1 Monto en emisiones de Solo Deuda.** Los empresarios que respondieron que preferirían financiarse en su totalidad con deuda, también respondieron en qué monto era más común que se dirigirían a ese tipo de fuente externa; la información se clasificó por rangos y se muestran los resultados en la siguiente tabla:

**Tabla 5.5 Monto de financiamiento a través de Deuda**

<b>Monto</b>	<b>%</b>
Entre 100 y 200 millones	25,81%
Entre 300 y 500 millones	16,13%
Entre 500 y 1000 millones	12,90%
Entre 50 y 100 millones	9,68%
Entre 200 y 300 millones	9,68%
Menos de 2000 millones	3,23%
Menos de 3000 millones	3,23%
Más de 5000 millones	3,23%
No especifica cantidad	16,13%
<b>TOTAL</b>	<b>100,00%</b>

Fuente: Los autores

Los montos aquí mostrados pretenden dar al lector una idea del tamaño de las emisiones que se podrían dar en el futuro; es importante resaltar que los montos no son muy grandes para las empresas encuestadas y que por lo tanto se hace crítico un análisis financiero profundo, de la situación particular de cada una de ellas antes de realizar una emisión, para asegurar que superen con holgura los costos asociados a este tipo de proceso y los beneficios de la decisión de emitir sean mayores a los costos incurridos.

En el objetivo del presente capítulo, de dar una propuesta sobre el instrumento de financiación más adecuado para la mediana y gran empresa de Bucaramanga y su Área Metropolitana, el monto de la emisión no resulta ser un elemento determinante, ya que siempre y cuando los costos de la emisión se vean refrendados en beneficios superiores comparados con otros tipos de financiación, el instrumento será el mismo independiente del monto de la emisión.

Sin embargo, el tener una idea de la magnitud de los recursos que aspiran a obtener las empresas a través de este medio, permite visualizar la dificultad que se enfrentaría para colocar el instrumento en el mercado y los costos en que se incurriría en este proceso, ya que en su gran mayoría estos costos están directamente relacionados al monto de emisión, como se mostró en el capítulo 3.

**5.2.2 Monto en emisiones de combinaciones Deuda - Capital.** Para poder realizar un análisis de los distintos montos, se definieron tres categorías para los empresarios que dieron como respuesta diferentes mezclas entre capital y deuda; las categorías son las siguientes:

**Tabla 5.6 Categorías de financiación combinada Deuda – Capital**

Financiación <b>X</b> : mayor deuda, menor capital
Financiación <b>Y</b> : menor deuda, mayor capital
Financiación <b>Z</b> : indiferente con deuda o capital

Fuente: Los autores

Como se evidencia, en la mayoría de las respuestas los empresarios especificaban un punto (Monto específico) donde cambiaban de tipo de financiación, ya fuera de Capital a Deuda o de Deuda a Capital. Según la naturaleza del cambio se clasificaban las respuestas en tres categorías:

**Financiación “X”:** Si para montos menores al punto se prefiere capital y para mayores a ese punto, deuda.

**Financiación “Y”:** Si para montos menores a ese punto se prefiere deuda y para mayores, capital.

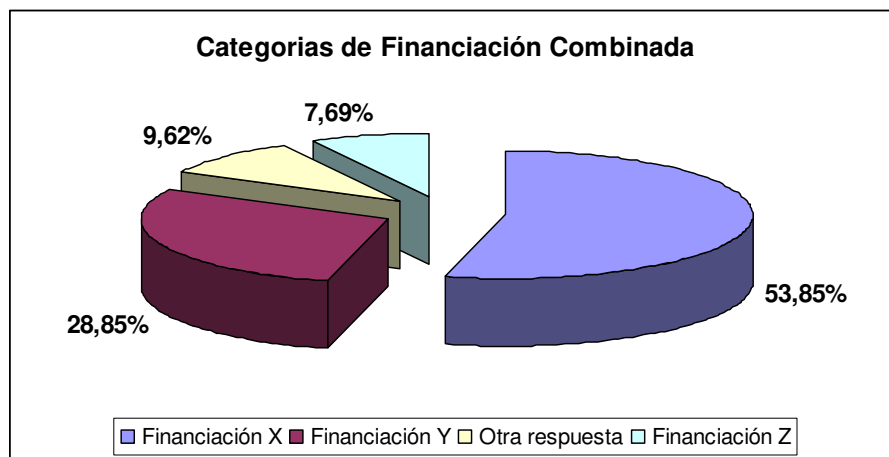
**Financiación “Z”:** En esta categoría están los empresarios que definieron un monto para el cual es más común que busquen financiación externa, y adicionalmente les era indiferente el uso de deuda o capital.

A continuación se da un ejemplo para dar mayor claridad:

*Respuesta del empresario: <Para montos superiores a 200 millones utilizaría Deuda, para menores Capital>.* La respuesta quedaría clasificada en el Tipo de financiación **“X”**

Al respecto, en el Gráfico 5.12 se muestra cómo se encuentran repartidos los porcentajes, en la categoría de combinación deuda-capital, para las subcategorías anteriormente definidas. Se observa una clara tendencia hacia utilizar el capital como fuente de financiación de primera instancia (Financiación “X”). Sólo para necesidades de recursos que superan las utilidades de la empresa y los aportes de capital que puedan hacer los socios, se recurre a la deuda; lo anterior a juicio de los autores limita el crecimiento y el aprovechamiento de oportunidades en el entorno, por falta de recursos propios de la empresa. Cuando estos recursos se buscan en el mercado Colombiano, muchas veces se castiga a los empresarios con tasas más altas que las que se podrían encontrar en países con mercados de capitales más desarrollados, generando cierto temor en la adquisición de deuda.

**Gráfico 5.12**

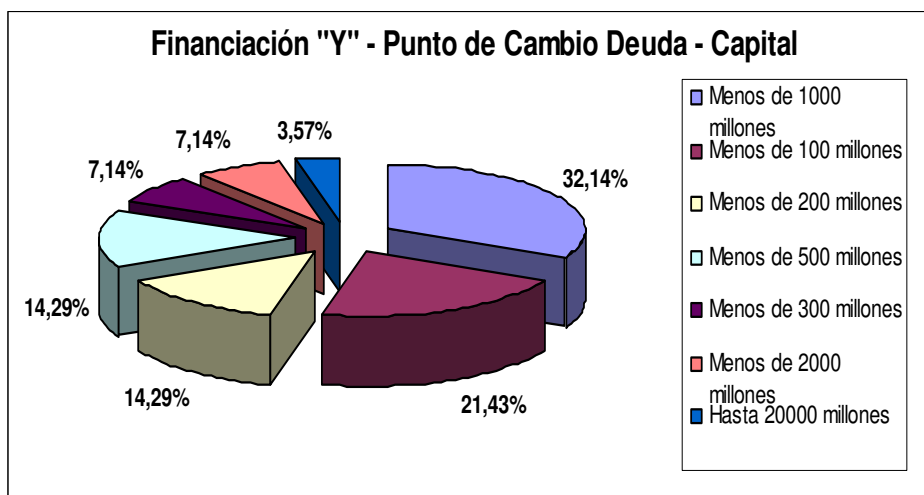


Fuente: Los autores

En la subcategoría “Y” se encuentran los empresarios que suelen utilizar financiamiento de corto plazo (como lo son los créditos rotativos o los de tesorería), quienes se abstienen de buscar recursos provenientes de los socios para cifras menores al punto mencionado en la definición de la categorías de financiación combinada (punto específico en el que se pasa de deuda a capital o viceversa). En el trabajo de campo era común escuchar opiniones de los administradores de las empresas de este grupo (financiación “Y”) que hacían énfasis en que a los socios no se les debían pedir nunca aportes, y que por el contrario, lo más importante era repartir las utilidades del ejercicio constantemente entre los propietarios.

Para analizar el monto de una emisión en las subcategorías presentadas, fue importante mostrar los resultados sobre el punto de cambio entre tipos de financiación (deuda – capital) mencionado anteriormente. Para la financiación “Y” se obtuvieron los siguientes resultados:

**Gráfico 5.13**



Fuente: Los autores

Se encontraron valores muy diferentes en las preferencias de los empresarios, resaltando que la categoría dominante (32.14%) para este tipo de financiación ("Y"), es tomar capital cuando se necesiten montos mayores a los 1000 millones y para necesidades inferiores endeudarse con mecanismos de corto plazo. La siguiente tabla muestra el cálculo de un promedio ponderado para el punto de cambio en la categoría analizada:

**Tabla 5.7 Promedio ponderado punto de cambio para financiación "Y"**  
(millones de pesos)

Valor Punto de cambio	% de la muestra	Valor ponderado
\$ 50	10,71%	\$ 5,36
\$ 80	3,57%	\$ 2,86
\$ 100	7,14%	\$ 7,14
\$ 150	3,57%	\$ 5,36
\$ 200	10,71%	\$ 21,43
\$ 300	7,14%	\$ 21,43
\$ 500	14,29%	\$ 71,43
\$ 700	3,57%	\$ 25,00
\$ 1.000	28,57%	\$ 285,71
\$ 1.500	3,57%	\$ 53,57
\$ 2.000	3,57%	\$ 71,43
\$ 20.000	3,57%	\$ 714,29
<b>PROMEDIO PONDERADO</b>		<b>\$ 1.285,01</b>

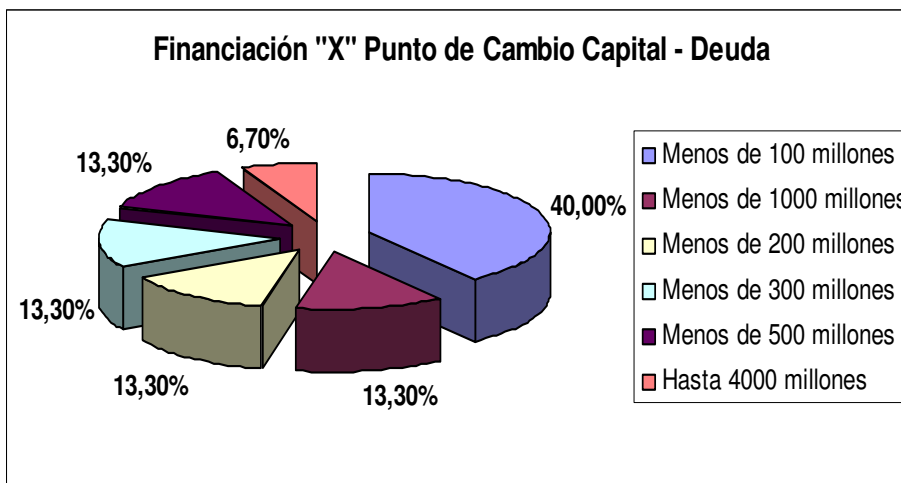
Fuente: Los autores

De acuerdo al resultado de la tabla 5.7, el 28.85% de los empresarios de la región (ver gráfico 5.12) realizarían emisiones de capital por valores en promedio superiores a los 1.285 millones de pesos, y para valores inferiores utilizarían instrumentos de deuda.

La categoría de financiación "X" es en la que se hace más evidente la cultura empresarial de la región, donde predomina el uso de capital (bien sea mediante aportes o retención de utilidades) sobre el endeudamiento<sup>3</sup>. Durante el desarrollo de la entrevista con los empresarios que fueron catalogados posteriormente en esta categoría, los autores notaron la existencia de cierta desconfianza de estos hacia las nuevas figuras de financiación y en la modificación de la manera como tradicionalmente han manejado sus empresas. En esta categoría se encuentran las empresas que ven el endeudamiento como un signo de debilidad y por esta razón tratan de evitarlo al máximo.

Nuevamente se verificaron los valores indicados de punto de cambio en el tipo de financiación (deuda – capital), esta vez para la categoría "X". De igual forma, se calculó el promedio ponderado de este punto, tal como se había hecho anteriormente. Los resultados se presentan a continuación:

**Gráfico 5.14**



Fuente: Los autores

<sup>3</sup> Sobre el tema véase: ARROYO, Yesith; MENDOZA, Carolina y VILLALBA, Luisa. Estructura de financiación de las medianas y pequeñas empresas de Bucaramanga. Bucaramanga : UIS, 2006.

**Tabla 5.8 Promedio ponderado punto de cambio para financiación “X”**  
(millones de pesos)

<b>Valor Punto de cambio</b>	<b>% de la muestra</b>	<b>Valor ponderado</b>
\$ 50	6,70%	\$ 3,33
\$ 80	6,70%	\$ 5,33
\$ 100	26,70%	\$ 26,67
\$ 150	6,70%	\$ 10,00
\$ 200	6,70%	\$ 13,33
\$ 300	13,30%	\$ 40,00
\$ 500	13,30%	\$ 66,67
\$ 1.000	13,30%	\$ 133,33
\$ 4.000	6,70%	\$ 266,67
<b>PROMEDIO PONDERADO</b>		<b>\$ 565,33</b>

Fuente: Los autores

De acuerdo a lo anterior, el 53.85% de los empresarios de la región prefieren utilizar capital para necesidades inferiores a los 565 millones de pesos en promedio, y para montos mayores buscan financiarse a través de deuda. Este es un resultado relevante, ya que la mayoría de los empresarios hacen parte de la categoría “X”, y el valor del monto indicado por el promedio ponderado podría dar una luz inicial sobre los resultados para el instrumento de financiación; también hay que resaltar la diferencia en el promedio (menos de la mitad) frente al que se obtuvo en la categoría Y (1.285 millones).

Por último se creó una subcategoría de financiación para los empresarios que se mostraban indiferentes entre cualquiera de las dos fuentes (Financiación “Z”). Se destaca en esta subcategoría el monto para el cual buscarían financiación, que es bastante superior a los de las otras dos subcategorías previamente analizadas, aunque se encuentra totalmente sesgado por la respuesta de 30.000 millones correspondiente a la ESSA. Esta categoría representa un porcentaje muy bajo del total de empresas, por lo que no se profundizará en su análisis.

**Tabla 5.9 Promedio del monto para financiación “Z”** (millones de pesos)

<b>Valor Punto de cambio</b>	<b>% de la muestra</b>	<b>Valor ponderado</b>
\$ 100	25,00%	\$ 25,00
\$ 300	25,00%	\$ 75,00
\$ 400	25,00%	\$ 100,00
\$ 30.000	25,00%	\$ 7.500,00
<b>PROMEDIO PONDERADO</b>		<b>\$ 7.700,00</b>

Fuente: Los autores

### 5.2.3 Emisiones de Solo Capital.

Las empresas que respondieron que sólo se financiarían con capital son las que cuentan con excesos de liquidez que le permiten tener un respaldo de recursos siempre listos para ser usados. Sin embargo, mantener estos inventarios de recursos corrientes “guardados” para ser utilizados cuando se necesiten, puede hacer que una empresa deje de ganar dinero por el costo financiero de no invertir los excedentes, lo que a su vez la aleja de tener una estructura de financiación óptima. Es labor del director financiero de cada empresa analizar su estructura particular y determinar la cantidad de excedentes que pueden ser invertidos. Las empresas que indicaron preferencia por financiarse solo con capital (principalmente retención de utilidades), no señalaron un monto específico para una posible emisión, probablemente porque, dadas sus características, si se llegara a hacer esta emisión sería cerrada.

### 5.2.4 Resultados sobre el monto para el instrumento.

Tras haber desglosado los resultados de la investigación en cuanto al monto por el que se inclinan los empresarios, se encuentran los siguientes resultados relacionados con el diseño del instrumento de financiación:

- 1) Los resultados siguen aportando argumentos a la hipótesis inicial de que los empresarios se inclinan por un instrumento de deuda, tendencia que se hace cada vez más marcada a medida que el monto aumenta.
- 2) El monto para la emisión del instrumento a diseñar debería tener, según los resultados de la encuesta, un valor promedio de **\$1.153,013 millones de pesos**<sup>4</sup>, emisión que podría tener nominalmente un valor muy cercano al doble de este valor (**unos \$2.300 millones de pesos**), sustentado esto en el comportamiento histórico de la colocación de emisiones de este tipo, donde en promedio sólo el 46.73% del monto total emitido tuvo éxito en su adjudicación; por esta razón al realizar la emisión sería prudente emitir un monto cercano al doble previendo que se repita la mencionada tendencia.<sup>5</sup>

## 5.3 GARANTÍAS DEL INSTRUMENTO

La siguiente pregunta se utilizó en la entrevista para determinar las garantías del instrumento de financiación:

*¿Qué garantías estaría dispuesto a dar a un inversionista o a un acreedor para hacer más atractivo el instrumento con que financie sus proyectos?*

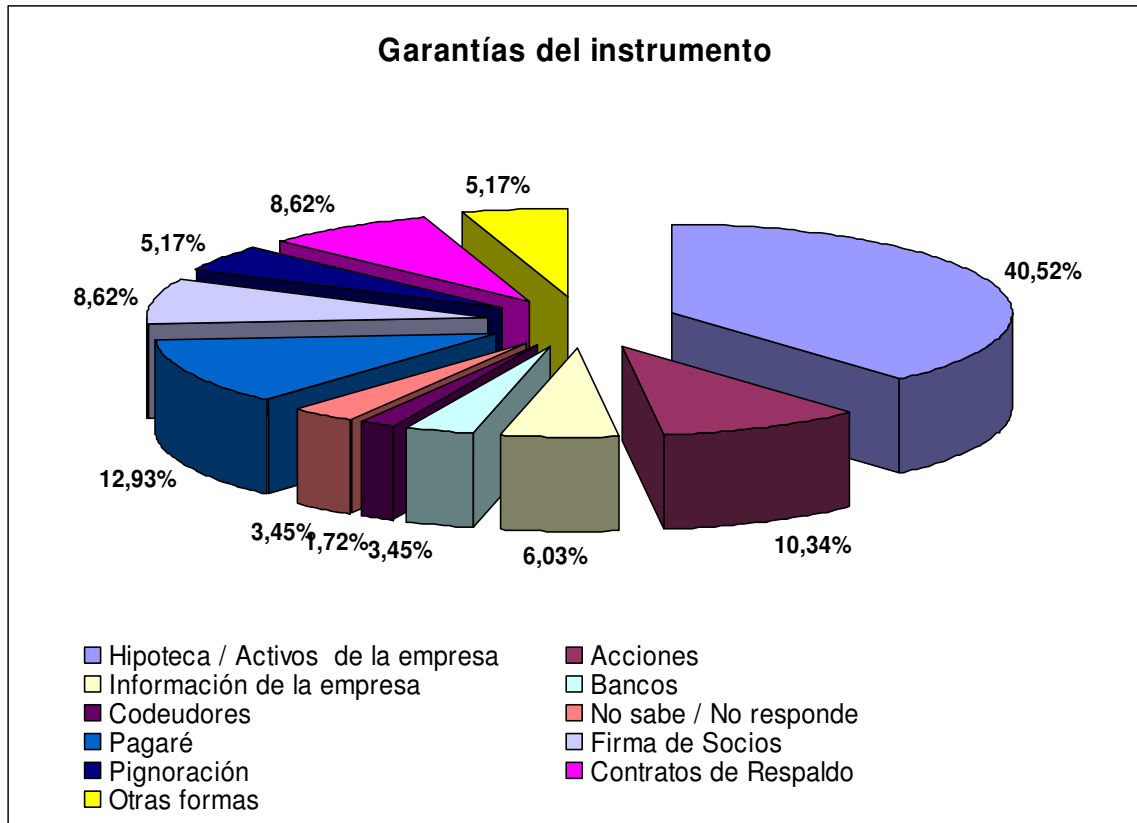
---

<sup>4</sup> Para calcular este valor se tuvo en cuenta los montos indicados por los empresarios en los diferentes tipos de financiación analizados (sólo deuda, combinaciones y solo capital), haciendo un promedio ponderado de estos valores (la ponderación de acuerdo al porcentaje de empresarios que se ubicaron en cada tipo de financiación).

<sup>5</sup> Resultados emisiones 2006 de renta fija suministrados por la Bolsa de Valores de Colombia.

Para establecer que respaldo y atractivos preferirían ofrecer los empresarios para hacer más exitosa la utilización de instrumentos del mercado de capitales en su financiación, se cuestionó a los empresarios acerca de este asunto y éstos fueron los resultados:

**Gráfico 5.15**



Fuente: Los autores

Con un alto porcentaje los empresarios expresaron que utilizarían como único respaldo los activos de la empresa. Si a este porcentaje se le suma los que entregarían un pagaré, que es también un instrumento de deuda, se refuerza la tendencia hacia las características de un bono. Ante la opción de poder utilizar otro tipo de garantías, como recompra de parte de la deuda u otro tipo de compromisos contractuales que disminuyan el riesgo de incumplimiento, tan sólo un 5.17% de los entrevistados se mostró interesado, y de las demás opciones se destaca el 10.34% que daría derechos de propiedad, como lo son la participación en las asambleas de accionistas o recibir dividendos.

En este punto la tendencia hacia instrumentos de deuda sigue siendo clara, los principales derechos que se mencionan son los que tendría un acreedor. Cabe rescatar que ya son varias las empresas que comienzan a ver su buena imagen o percepción de solidez como un activo intangible, que pueda llevar a los

inversionistas a interesarse en este tipo de emisiones con perspectiva de largo plazo, asumiendo un compromiso con el proyecto y no viéndolo como una simple inversión con la cual especular. No se está afirmando que la especulación sea perjudicial, de hecho como lo han demostrado varios estudios, ésta ayuda a dar liquidez y profundidad a los mercados<sup>6</sup>, pero en etapas iniciales de acceso al mercado de valores (en las que se encuentran las empresas de Bucaramanga y su Área Metropolitana), a juicio de los autores, en caso que el inversionista valorara las condiciones de la empresa más que las bondades financieras del título, se facilitarían las colocaciones en un mercado tan ilíquido como lo es el de los bonos privados en Colombia.<sup>7</sup>

En conclusión, respecto a garantías del instrumento, los empresarios dan claras muestras de preferir usar los activos de su empresa y no comprometerse a ningún tipo de cláusula adicional.

## 5.4 TASA DEL INSTRUMENTO

Con el fin de presentar criterios claros que permitan definir a un empresario la tasa o rango de tasas a ofrecer a un inversionista en el momento de emitir un instrumento, se exploran en la presente sección varios puntos clave en esta decisión. Inicialmente se mencionan los factores que influyen en la tasa correspondiente al cupón de un instrumento de deuda corporativo, comparándolo con el de títulos de características similares pero de menor riesgo, como lo son los títulos de deuda soberana interna de la República de Colombia. Se muestran los datos de las tasas ofrecidas en las emisiones de Bonos Corporativos que se realizaron en el 2006 (valores suministrados por la Bolsa de Valores de Colombia), y las tasas de cupón que pagan los *TES B Tasa fija en pesos* que aún se encuentran vigentes.

Adicionalmente, se dan elementos desde el punto de vista de los inversionistas, a través de la construcción de la curva cero cupón para *TES B tasa fija* y los rendimientos ofrecidos por algunos bonos corporativos que se encuentran en el mercado. En el caso de los bonos corporativos se usan rendimientos puntuales, pues al tratarse de un mercado bastante ilíquido se imposibilita la construcción de una curva similar a la de los TES.

Posteriormente se realiza un breve análisis de la influencia de la calificación crediticia de la emisión en el monto colocado, el plazo obtenido y la tasa a pagar por los recursos. La sección finaliza con las opiniones de los empresarios, a

---

<sup>6</sup> GÓMEZ – BEZARES, Fernando. Los problemas éticos de la especulación. Málaga : Asociación Española de Finanzas, 1.997. p. 693-703

<sup>7</sup> Más sobre la iliquidez del mercado de bonos privados, en: ASOBANCARIA. Bonos corporativos : Un mercado que requiere impulso. En: La semana económica ASOBANCARIA No 599. 4 de abril de 2007. [en línea] [consultado 5 Junio 2007] Disponible en <[www.asobancaria.com](http://www.asobancaria.com)>

preguntas puntuales sobre los criterios que utilizarían, para definir la tasa a ofrecer a los inversionistas.

#### 5.4.1 Diferencias relacionadas con el riesgo entre Bonos Públicos y Privados.

Si se compara los bonos de deuda soberana con los corporativos, se encuentran varios elementos en común en lo que a riesgo se refiere. Entre los elementos comunes se encuentran los riesgos de duración, convexidad, cambios en las tasas de interés y liquidez. Sin embargo, existen también ciertos factores que claramente los diferencian, los cuales son causantes de que exista un diferencial entre sus tasas de rendimiento. Adicional a los riesgos anteriormente mencionados, los bonos corporativos tienen otros riesgos como lo son el de quiebra del emisor, cambios en la calificación crediticia y el riesgo sistémico corporativo (el relacionado con el ciclo económico del país). Por lo tanto las empresas emisoras deben ser conscientes de que las tasas de los bonos corporativos incluyen un margen que recompensa al inversionista, por este riesgo adicional que se esta asumiendo.

#### 5.4.2 Tasas de interés sobre el nominal (cupón) de Bonos Públicos y Privados.

El tener una perspectiva del mercado a la hora de decidir que tasa ofrecer en el instrumento de financiación es muy importante, ya que éste es finalmente el costo en que incurrirá el emisor para financiarse. Si se puede conseguir una alternativa a un costo menor en el mercado, la compañía debería desistir de usar la emisión como vehículo de financiación y usar el que le cuesta menos. Las emisiones vigentes de TES clase B que reúnen las características, especialmente en cuanto a plazo (resaltadas en gris), que servirán como punto de referencia, se presentan a continuación:

**Tabla 5.10. Emisiones TES B Pesos Tasa Fija Vigentes**

Mnemotécnico	Plazo	Tipo Plazo	Moneda	Fecha Vig	Fecha Vencimiento	Cupón	Tipo
TFIT01120907	1	Años	COP	20060912	20070912	7,50	FIJA
TFIT02120608	2	Años	COP	20060612	20080612	8,50	FIJA
TFIT03110408	3	Años	COP	20050411	20080411	10,00	FIJA
TFIT03140509	3	Años	COP	20060514	20090514	8,75	FIJA
TFIT04091107	4	Años	COP	20031109	20071109	12,00	FIJA
TFIT05100709	5	Años	COP	20040710	20090710	12,50	FIJA
TFIT05241110	5	Años	COP	20051124	20101124	7,50	FIJA
TFIT06120210	6	Años	COP	20040212	20100212	13,00	FIJA
TFIT07120209	7	Años	COP	20020212	20090212	15,00	FIJA
TFIT10250112	10	Años	COP	20020125	20120125	15,00	FIJA
TFIT10260412	10	Años	COP	20020426	20120426	15,00	FIJA
TFIT10120914	10	Años	COP	20040912	20140912	13,50	FIJA
TFIT10281015	10	Años	COP	20051028	20151028	8,00	FIJA
TFIT15240720	15	Años	COP	20050724	20200724	11,00	FIJA

Fuente: Banco de la República

Las tasas para estos bonos soberanos se pueden contrastar, con la de los bonos privados de plazos similares que aparecen en la siguiente tabla:

**Tabla 5.11 Emisiones 2006 Bonos Ordinarios**

Emisor	Fecha Colocación	Plazo	Tasa Corte E.A
Bancoldex	19/09/2006	22/09/2007	8,08
LEASING COLOMBIA	13/09/2006	18 meses	8,74
Concesiones Urbanas	01/09/2006	24 meses	9,02
Bancoldex	16/08/2006	31 meses	8,29
Surrenting	21/09/2006	3 años	10,59
Leasing de Crédito	22/09/2006	3 años	9,52
Leasing de Crédito	24/11/2006	3 años	9,52
Financiera Andina S.A.	01/03/2006	36 meses	5,99
Concesiones Urbanas	01/09/2006	48 meses	9,63
Bancoldex	26/10/2006	4 Años	8,71
Betania	01/02/2006	5 años	6,20
Almacenes Éxito	24/08/2006	5 años	9,52
Surrenting	21/09/2006	5 años	9,94
Interconexión Eléctrica S.A.	21/09/2006	7 años	9,38
Emgesa	01/02/2006	9 años	6,83
Distrito Capital	15/08/2006	23/09/2015	10,16
Distrito Capital	16/11/2006	9 Años	9,53
Banco Centroamericano de Integración Económica	01/01/2006	10 años	6,73
Comunicación Celular Comcel	01/02/2006	10 años	7,59
Emergencia Médica Integral de Antioquia EMI	29/11/2006	10 años	13,13
Interconexión Eléctrica S.A.	07/04/2006	20 años	9,10

Fuente: Banco de la Republica - Cálculos: Los autores

Aparecen resaltados en gris los títulos con los plazos más cercanos al que se definió para el instrumento de financiación en secciones anteriores. Las tasas para los bonos indexados se calcularon con base al promedio de la DTF para los meses de Octubre, Noviembre y Diciembre de 2006, los cuales corresponden al periodo en que se realizó el trabajo de campo de la investigación. Para los bonos indexados al IPC se utilizó el promedio de la inflación efectiva anual para el mismo período y se calculó el rendimiento con base en la siguiente formula:

$$\text{Interés Efectivo Anual (e. a.)} = [(1 + IPC_{e.a.}) * (1 + MARGEN) - 1] * 100$$

Los promedios de tasa para los TES y los bonos corporativos, en los plazos que se aproximan más al plazo escogido anteriormente, fueron de 10.25% y 8.99%, respectivamente. Estos resultados revelan una de las principales dificultades que se encuentran en el desarrollo del mercado de bonos corporativos en Colombia, la competencia con bonos del gobierno. En un estudio reciente realizado por

Fedesarrollo<sup>8</sup> se trata este punto, y se recalca el hecho de que el crecimiento acelerado del mercado de bonos públicos está desplazando a los bonos corporativos de los portafolios; además, la creciente demanda de recursos por parte del gobierno genera mayores montos de colocación de deuda pública a tasa elevadas, que dejan sin posibilidad de competir a otras emisiones de renta fija con menor liquidez y mayor riesgo, como lo son los bonos Corporativos.

El que el diferencial promedio de las dos tasas sea a favor de los bonos de deuda pública, nos hace pensar que los bonos privados se transan en el mercado a altas tasas de descuento con respecto a su nominal, ya que deben compensar el riesgo adicional a que se expone alguien que invierte en corporaciones con respecto a la inversión en deuda pública. Esta hipótesis se confirma al comparar los rendimientos para las dos clases de títulos analizados en esta sección.

#### 5.4.3 Perspectiva del inversionista: rendimientos Bonos Públicos y privados.

Para tener una idea desde la perspectiva de mercado, sobre los rendimientos que los inversionistas esperan al transar con este tipo de instrumentos, se procedió a calcular la curva spot o cero cupón para los títulos de deuda pública clase B a tasa fija denominados en pesos, aplicando la metodología de Nelson y Siegel:<sup>9</sup>

Este método fue desarrollado por Nelson y Siegel en (1987), se parte del supuesto de que la tasa *forward* instantánea es la solución de una ecuación diferencial de segundo orden con raíces iguales y repetidas. De esta forma, la tasa *forward* instantánea con maduración en  $t$  tiene la siguiente expresión:

$$f(t) = \beta_0 + \beta_1 \exp\left(-\frac{t}{\tau}\right) + \beta_2 \cdot \frac{t}{\tau} \cdot \exp\left(-\frac{t}{\tau}\right) \quad (1)$$

Donde (  $\beta_0$ ,  $\beta_1$ ,  $\beta_2$ ,  $\tau$  ) son los parámetros para estimar del modelo.

Dependiendo del valor de los parámetros, la ecuación anterior puede tomar las diferentes formas que más comúnmente toma la estructura de tasas. Entre las formas que pueden tomar las curvas se encuentran curvas monótonas crecientes, en forma de S o en forma de U invertida. Integrando la ecuación que relaciona la tasa spot y la tasa forward que se presentó anteriormente, se obtiene la siguiente expresión para la tasa spot ( $s(t)$ ):

<sup>8</sup> FEDESARROLLO. Actualidad sobre el mercado de bonos corporativos y sus determinantes. En: Informe mensual de Fedesarrollo # 49 Abril de 2007. p. 5. [en línea] [consultado 8 Junio 2007] Disponible en <[www.fedesarrollo.org](http://www.fedesarrollo.org)>

<sup>9</sup> Tomado de: CHACÓN M., Ramiro. Construcción de la curva cero cupón: caso colombiano. *s.l.* : I simposio de docentes en Finanzas. *s.f.* [en línea] [consultado 13 junio 2007] Disponible en <[http://sigma.poligran.edu.co/politecnico/apoyo/Decisiones/simposio/documentos/30\\_curva\\_cupon\\_cero\\_chacon.pdf](http://sigma.poligran.edu.co/politecnico/apoyo/Decisiones/simposio/documentos/30_curva_cupon_cero_chacon.pdf)>

$$s(t) = \beta_0 + (\beta_1 + \beta_2) \left[ \frac{1 - \exp(-t/\tau)}{(t/\tau)} \right] - \beta_2 \exp(-t/\tau) \quad (2)$$

Las curvas que se presentan en el gráfico 5.16 se calcularon con base en los Betas suministrados por la Bolsa de Valores de Colombia, que son publicados diariamente en la página Web de Infoval, para las fechas tomadas se muestran los Betas:

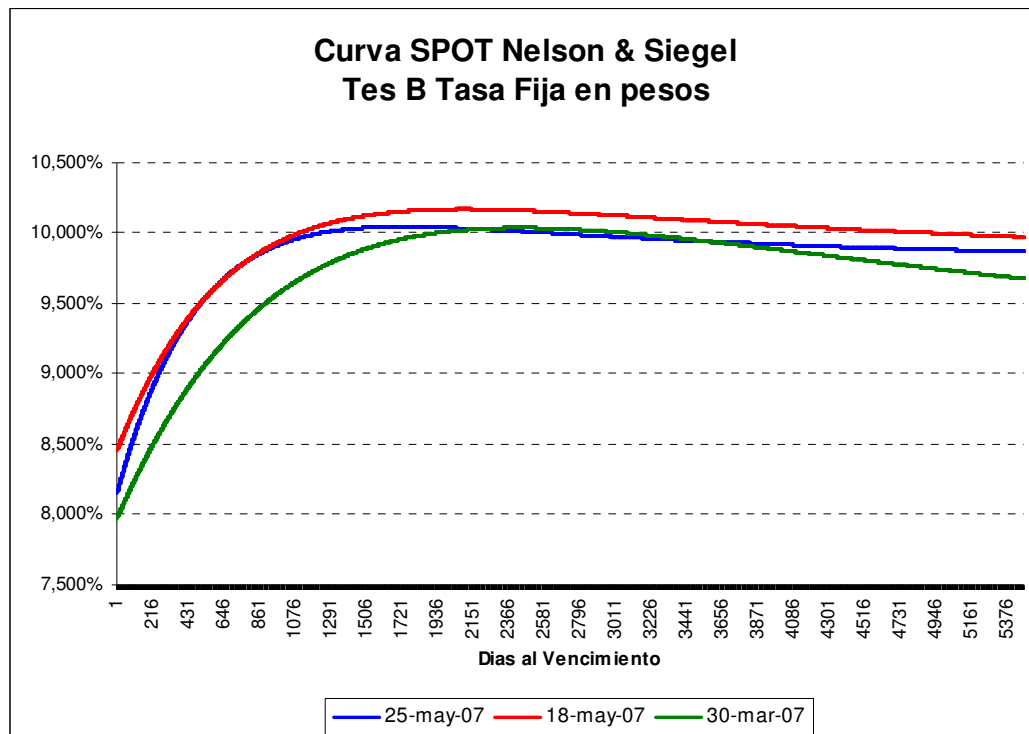
**Tabla 5.12 Betas para estimación de curva spot**

	B0	B1	B2	T
25-may-07	5,392158	-5,392158	3,636647	0,706054
18-may-07	5,332372	-5,332372	4,729228	0,88609
30-mar-07	5,189417	-4,762134	3,760933	1,098025

Fuente: Infoval

A partir de estas curvas se podrá tener una noción del valor de la tasa esperada en un bono de deuda pública, lo que dará un punto de partida para observar la rentabilidad que debería ofrecer un instrumento de financiación de las empresas locales.

**Gráfico 5.16**



Datos: Infoval - Cálculo: Los autores

La curva anterior muestra los rendimientos, según los precios de mercado en fechas puntuales, para los títulos TES B tasa fija en pesos recopilando datos tanto del SEN como del MEC<sup>10</sup>.

Se observan tasas entre el 10% y el 9,5% E.A en el periodo analizado.<sup>11</sup> Adicionalmente, se muestran los datos para el *Yield*<sup>12</sup> (*nominal Yield*<sup>13</sup>) que aparecen en Bloomberg<sup>14</sup> para algunos bonos corporativos, en los gráficos 5.17, 5.18 y 5.19.

**Gráfico 5.17 Yield para bonos corporativos de BAVARIA**

BAVARIA S.A. BAVARC Float 12		COLOMBIA - YIELD ANALYSIS - ICP		BBID EC683008
DATOS		INFLACIÓN		
Fecha de liquidación	6/19/07	Benchmark	COCPIYOY	
Vcto	9/ 9/12	Last CPI	5/31/07	6.23
Prev. CPN Date	9/ 9/06	CPI Prev. Month	4/30/07	6.26
Next CPN Date	9/ 9/07	Assumed CPI	6.23	
Rescate	100.00	Projected CPN	14.9196	
CPN Frequency	1	RIESGO		
Frecuencia de cálculo	1	Duración	0.16416	
Margen fijado	818.000	Duración ajustada	0.14176	
PRECIO		Riesgo	0.14175	
	W Peor 9/ 9/2012	Convexidad	0.00110	
	@ 100.000	FACTURA		
Precio	99.99000000	Nominal	1000 M	
REND		Principal	896890.00	
Discount Margin (BPS)	1105.808	283 Días corridos	103010.00	
Nominal Yield	17.977	Total	999900.00	
Real Yield	11.058			

Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 3048 4500 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 920410  
 Hong Kong 852 2977 6000 Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2007 Bloomberg L.P.  
 6663-292-1 13-Jun-2007 12:22:09

Fuente: Bloomberg

<sup>10</sup> SEN (Sistema Electrónico de Negociación): Es un sistema centralizado de operaciones a través del cual las entidades que conforman el grupo de Creadores de Mercado pueden negociar, mediante estaciones remotas, títulos de Tesorería TES Clase B. Administrado por el Banco de la República.

MEC (Mercado Electrónico Colombiano): Es un sistema centralizado de operaciones a través de las cuales las entidades afiliadas pueden negociar títulos valores, mediante estaciones de trabajo remotas, en la medida en que se encuentren debidamente habilitadas y reglamentadas por la Bolsa de Valores de Colombia, que es el Administrador

<sup>11</sup> Se graficaron las curvas para este periodo del 2007 por dificultades para conseguir los betas del periodo en el que se realizó el trabajo de campo, ya que para hacerlo se necesita una suscripción a Infoval con al cual no contaban los autores. Sin embargo, estos resultados son una buena aproximación a los de finales del 2006.

<sup>12</sup> Palabra inglesa para referirse al Rendimiento del Bono.

<sup>13</sup> Se refiere al rendimiento del bono sin incluir correcciones por inflación.

<sup>14</sup> Sistema de información económica y financiera, altamente usado por las instituciones financieras en la adquisición de datos de noticias y series estadísticas.

**Gráfico 5.18 Yield para bonos corporativos de CODENSA**

CODENSA		COLOMBIA - YIELD ANALYSIS - ICP		BBID ED382472	
CODENS Float 11		NOT PRICED			
<b>DATOS</b>			<b>INFLACIÓN</b>		
Fecha de liquidación	6/19/07	Benchmark	COCPY0Y		
Vcto	3/11/11	Last CPI	5/31/07	6.23	
Prev. CPN Date	6/11/07	CPI Prev. Month	4/30/07	6.26	
Next CPN Date	9/11/07	Assumed CPI		6.23	
Rescate	100.00	Projected CPN		12.7525	
CPN Frequency	4	<b>RIESGO</b>			
Frecuencia de cálculo	4	Duración	0.22884		
Margen fijado	614.000	Duración ajustada	0.22187		
<b>PRECIO</b>			Riesgo	0.22185	
W Peor	3/11/2011	Convexidad	0.00263		
@	100.000	<b>FACTURA</b>			
Precio	99.99000000	Nominal	1000 M		
<b>REND</b>			Principal	997230.00	
Discount Margin (BPS)	678.904	8 Días corridos	2670.00		
Nominal Yield	13.442	Total	999900.00		
Real Yield	6.789				

Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 3048 4500 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 920410  
 Hong Kong 852 2977 6000 Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2007 Bloomberg L.P.  
 6663-292-1 13-Jun-2007 12:24:38

Fuente: Bloomberg

**Gráfico 5.19 Yield para bonos corporativos de ISA**

ISA		COLOMBIA - YIELD ANALYSIS - ICP		BBID EC424515	
ISACBFloat 07/11		NOT PRICED			
<b>DATOS</b>			<b>INFLACIÓN</b>		
Fecha de liquidación	6/19/07	Benchmark	COCPY0Y		
Vcto	7/16/11	Last CPI	5/31/07	6.23	
Prev. CPN Date	4/16/07	CPI Prev. Month	4/30/07	6.26	
Next CPN Date	7/16/07	Assumed CPI		6.23	
Rescate	100.00	Projected CPN		14.8346	
CPN Frequency	4	<b>RIESGO</b>			
Frecuencia de cálculo	4	Duración	0.05379		
Margen fijado	810.000	Duración ajustada	0.05171		
<b>PRECIO</b>			Riesgo	0.05171	
W Peor	7/16/2011	Convexidad	0.00039		
@	100.000	<b>FACTURA</b>			
Precio	99.99000000	Nominal	1000 M		
<b>REND</b>			Principal	975990.00	
Discount Margin (BPS)	972.418	64 Días corridos	23910.00		
Nominal Yield	16.560	Total	999900.00		
Real Yield	9.724				

Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 3048 4500 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 920410  
 Hong Kong 852 2977 6000 Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2007 Bloomberg L.P.  
 6663-292-2 13-Jun-2007 12:18:35

Fuente: Bloomberg

El *yield* nominal para cada uno de estos títulos es muy superior a los datos expuestos para el caso de los TES, lo que es consistente con el nivel de riesgo que asume el inversionista. La Tasa para el instrumento de financiación que se elabora en este capítulo debería ser cercana a la de alguno de estos títulos, sumándole algunos puntos de acuerdo a la calificación crediticia y los demás factores que se exponen en las siguientes secciones.

Con base en lo expuesto en las dos últimas secciones se puede definir un punto de referencia para la tasa del instrumento de financiación que se busca, que tiene como valor mínimo lo que pagan los TES con características similares en cuanto a plazo (12%), y la tasa oscilaría entre este valor y el cupón que pagan emisiones anteriores de Bonos corporativos, como las que se muestran en la tabla 5.11, más algunos puntos porcentuales dependiendo de la calidad del emisor (dar un valor exacto a la tasa que pague un instrumento es una labor muy compleja, que reúne muchas circunstancias especiales de cada empresa).

**5.4.4 Calificación crediticia.** La calificación del emisor y la emisión, son aspectos relevantes en el costo del instrumento, el plazo para el que se logra colocar y el monto colocado. Entre más baja sea la calificación, mayor será la percepción de riesgo que se tendrá acerca de la empresa, y por ende mayor tendrá que ser el rendimiento esperado por el inversionista, para que se vea atraído por esta opción de inversión. Lo anterior se demuestra en cifras de estudios anteriores como el realizado por Corficolombiana<sup>15</sup>, donde se establecen los rangos de referencia, en cuanto a tasa, para las emisiones según su calificación crediticia. Las tasas se muestran en la siguiente tabla:

**Tabla 5.13 Tasas Indicativas de acuerdo a la calificación**

Vencimiento		5 Años	7 Años	10 Años
AAA	IPC +	5,1% - 5,2%	5,3% - 5,4%	5,5% - 5,6%
AA+	IPC +	5,7% - 5,8%	5,9% - 6,0%	6,1% - 6,2%
AA	IPC +	6,1% - 6,2%	6,3% - 6,4%	

Fuente: Corficolombiana

Puede evidenciarse claramente, que entre mejor es la calificación se consiguen menores tasas y financiamiento a más largo plazo, lo que conlleva a la segunda característica del instrumento que se ve afectada por la calificación; el plazo, lo cual se evidencia al analizar las emisiones realizadas en Colombia. La siguiente tabla resume la presencia o no de emisiones para distintos vencimientos según el nivel de calificación (Las "X" indican que si hay emisiones en ese rango, para el nivel de calificación especificado):

<sup>15</sup> CORFICOLOMBIANA. Mercado de capitales Colombiano : Renta fija. [en línea] [consultado 30 mayo 2007] Disponible en <<http://www.colombiacapital.com.co/colombiacapital/mx2/administracion/contenido/editor/homeFiles/Mercado%20Capitales%20-%20G.%20Ramirez.pdf>>

**Tabla 5.14 Calificación y Plazos**

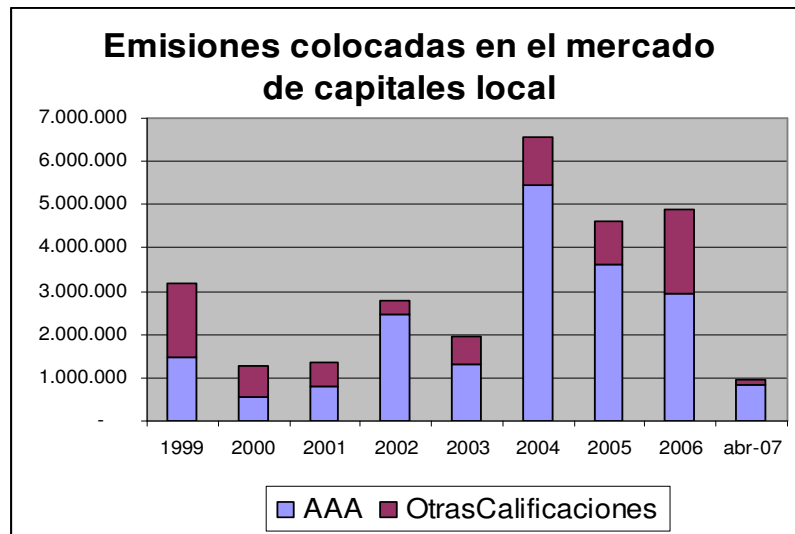
Plazos (Años)	>1	1-7	7-10	10-15
AAA	X	X	X	X
AA+	X	X	X	
AA	X	X		

Fuente: Corficolombiana

Lograr colocar emisiones a largo plazo se dificulta con calificaciones bajas, ya que entre mayor sea el riesgo de incumplimiento, menor será el tiempo que un inversionista querrá estar expuesto a este riesgo, y si a esto se le suman las condiciones de iliquidez del mercado colombiano<sup>16</sup>, el inversionista querrá como mínimo la garantía de una calificación alta.

La última característica afectada por la calificación es el monto de emisión, si se miran las colocaciones desde 1999 se observa una clara superioridad en el monto total colocado en el mercado colombiano para emisiones calificadas como Triple A, alcanzando su máximo en lo corrido del 2007, donde el 89% del monto total de las emisiones colocadas tiene esta calificación. Este comportamiento se observa en el gráfico 5.20.

**Gráfico 5.20**



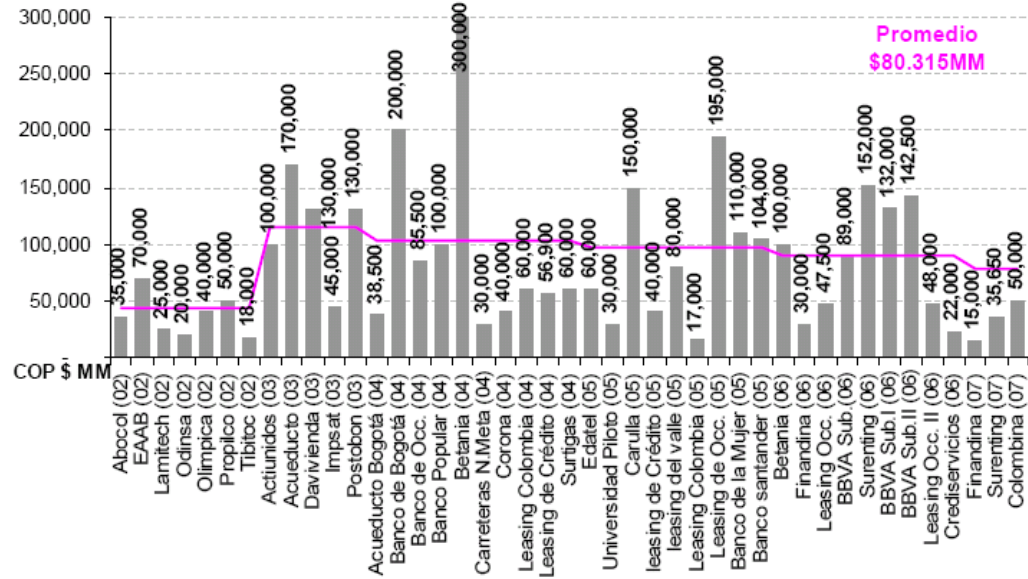
Fuente: Corficolombiana

Adicionalmente se muestran a continuación los datos de monto para las emisiones realizadas desde el 2002 en dos gráficas, la primera corresponde a emisiones con calificación inferior a Triple A y la segunda para las triple A. Se calcula el monto

<sup>16</sup> ASOBANCARIA. Bonos corporativos : Un mercado que requiere impulso. En: La semana económica ASOBANCARIA No 599. 4 de abril de 2007. [en línea] [consultado 5 Junio 2007] Disponible en <www.asobancaria.com> La semana económica Asobancaria No 599 Año 2007 Cuellar maria mercedes, carlos sandoval, alexandercampos, david malagón.

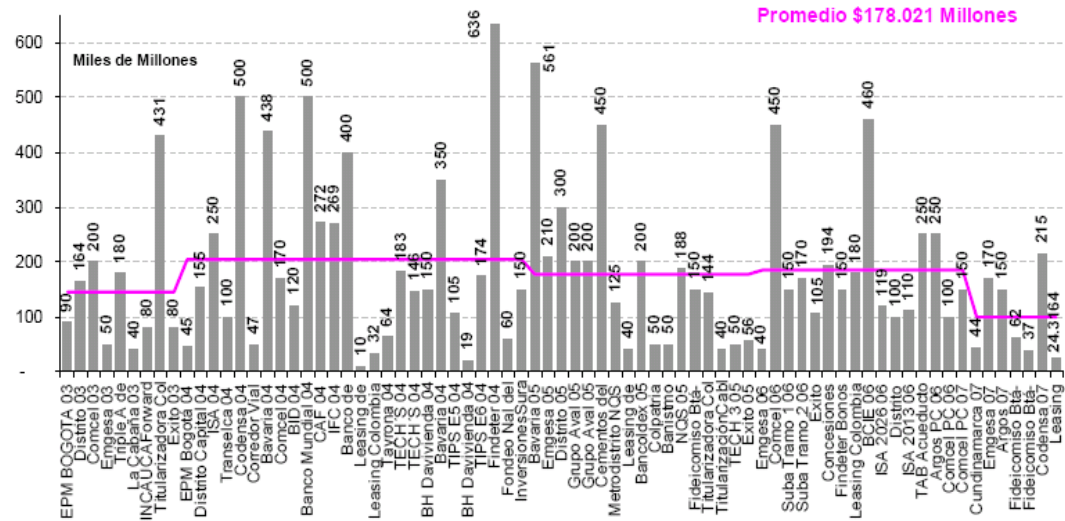
promedio para cada caso y claramente se observa el mayor apetito del mercado por las de una calificación superior.

**Gráfico 5.21 Monto de emisiones con calificación inferior a triple A**



Fuente: Corficolombiana

**Gráfica 5.22 Monto de emisiones con calificación triple A**

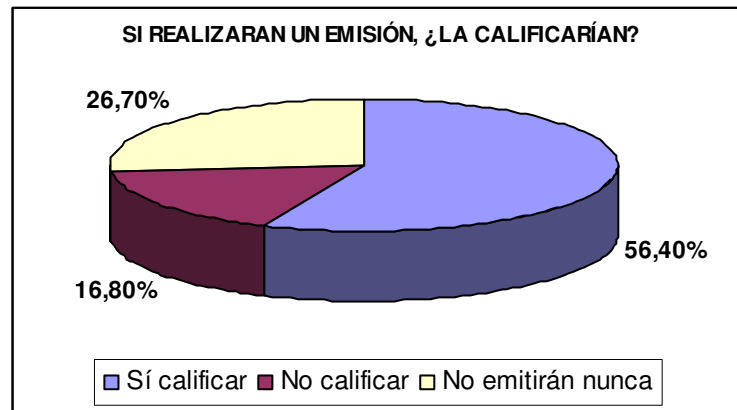


Fuente: Corficolombiana

En promedio el monto colocado para emisiones con calificación triple A es superior al doble del de los títulos con calificaciones inferiores, lo cual refuerza lo expuesto previamente.

Todo lo anterior muestra cómo una calificación favorable es apreciada por los inversionistas, pero el ser calificado requiere antes que todo que la empresa quiera ser calificada, es por esto que en el presente proyecto se decidió indagar sobre la disposición de los empresarios hacia que un agente externo emita una calificación de la emisión que vaya a realizar la empresa. Este es un punto importante, ya que realizar esta calificación es un paso fundamental en el camino que lleva a acceder a recursos del mercado de valores (Ver capítulo 3). Los resultados fueron los siguientes:

**Gráfico 5.23 Preferencias de los empresarios sobre calificar una emisión**



Fuente: Los autores

A los que respondieron que sí la calificarían se les preguntó acerca de los motivos que los llevarían a tomar esta decisión. Esto fue lo que respondieron:

**Tabla 5.15 Motivos enunciados para calificar una emisión**

Razón para calificar	%
No especifican	28,10%
Por seguridad	19,30%
Favorece al inversionista	14,00%
Por competitividad	12,30%
Para evaluar la empresa	12,30%
Por seriedad	5,30%
Otras razones	5,30%
Para dar mayor valor a la emisión	3,50%

Fuente: Los autores

Los resultados en este punto pueden tener cierta influencia de la cultura empresarial de la región, muchos de los empresarios tal vez se aventuraron a responder demasiado pronto que sí calificarían, bajo el supuesto de que si respondían lo contrario podría ser interpretado como un signo de desconfianza o de tener algo que esconder respecto a la empresa; prueba de esto es que el

28.1% de los que respondieron afirmativamente, después, no estuvieron en capacidad de argumentar su respuesta, también se destaca que un 19,3% de los encuestados se preocupan por dar seguridad al inversionista a través de la calificación, y otro 14% reconoce que de esta manera esta favoreciendo al inversionista con información confiable; por último cabe destacar que, aunque en un mínimo 3.5%, algunos empresarios reconocieron el punto que se mencionó en párrafos anteriores sobre el valor agregado de una buena calificación crediticia.

**5.4.5 Criterios de los empresarios de Bucaramanga y su Área Metropolitana para la definición de la tasa del instrumento a emitir.** Para tener una idea sobre la forma en que los empresarios definirían sus preferencias frente a la tasa de un instrumento de financiación, se realizó la siguiente pregunta:

*¿A partir de qué criterios le gustaría que se determinara la rentabilidad a ofrecer a un inversionista o a un acreedor que proporcione recursos para financiar a su empresa?*

Se preguntó a los empresarios sobre sus criterios a la hora de definir la rentabilidad a ofrecer a un inversionista en un instrumento de financiación que emita su empresa, los resultados fueron los siguientes:

**Tabla 5.16 Criterios de los empresarios para definir la tasa en una emisión**

<b>Criterio</b>	<b>%</b>
Resultados financieros históricos de la empresa	21,78%
Tasa del mercado	17,82%
Tasas bancarias	10,89%
Rentabilidad esperada del proyecto o activo operativo	7,92%
Ventas de la empresa / Ingresos operacionales	7,92%
Otras respuestas	6,93%
Costo de capital de la empresa	5,94%
No sabe	5,94%
Rendimientos del sector	4,95%
La mínima posible	3,96%
DTF + x puntos	2,97%
Disposiciones legales	1,98%
El inversionista determina	0,99%

Fuente: Los autores

Los resultados son interesantes, ya que los empresarios para este tipo de decisión, enumeran criterios que son en su mayoría comunes a los utilizados para la adquisición de un crédito tradicional, lo que da muestras de cierto grado de

desconocimiento acerca de las características del mercado de valores<sup>17</sup> y especialmente de las posibles ventajas respecto a otros tipos de financiación. Llama la atención que ninguno de los encuestados incluyó entre sus criterios principales el plazo para el que se buscan los recursos.

## 5.5 INCENTIVOS ADICIONALES

Para determinar si los empresarios estarían dispuestos a entregar algún tipo de incentivos adicionales al pago de una tasa se realizó esta pregunta:

*¿Ofrecería a un inversionista algún tipo de bien o servicio adicional al pago de una tasa de interés, para atraer inversiones hacia su empresa?*

Para hacerse una idea de los posibles elementos adicionales que las empresas pudieran ofrecer a los inversionistas, se preguntó a los empresarios sobre servicio o bienes extra que estos pudieran ofrecer, en virtud de su situación económica o de su actividad empresarial, con el propósito de diferenciarse de las emisiones convencionales y facilitar la colocación de su emisión. Los resultados se presentan en la tabla 5.17.

**Tabla 5.17 Bienes o servicios adicionales que ofrecerían los empresarios**

Bien o servicio	%
Nada	29,70%
No Responde	18,81%
Efectivo (rentabilidad)	13,86%
Mercancía o servicios de la empresa	10,89%
Acciones (derechos de accionista)	6,93%
Participación en utilidades	6,93%
Garantía real (inmuebles, facturas)	5,94%
Título valor	2,97%
Información	1,98%
No sabe	1,98%

Fuente: Los autores

De las respuestas encontradas se destaca el 10.89% que respondió que cada cierto tiempo podría dar parte de los rendimientos en mercancías o servicios propios de su actividad económica; en esta categoría se ubicaron algunas empresas comerciales que mueven gran cantidad de mercancía y que manifestaron que si alguno de sus clientes llegara a hacer parte de sus fuentes de financiación, el cancelar parte de los rendimientos con mercancía podía instituirse en una relación beneficiosa para ambas partes y estarían en disposición de

<sup>17</sup> Esta afirmación se refuerza con lo expuesto a lo largo del capítulo 4.

hacerlo. También dentro de este 10.89% se encuentran varios clubes sociales de la ciudad que manifestaron su disponibilidad para cancelar rendimientos con derechos a servicios específicos del club, previa aceptación de los demás asociados. Las demás respuestas siguen siendo remuneraciones similares a las de los otros instrumentos que se encuentran en el mercado y no aportan demasiado a la intención de la pregunta, que era la de encontrar soluciones particulares que se le pudieran ocurrir a los empresarios y que enriquecieran la propuesta del presente proyecto.

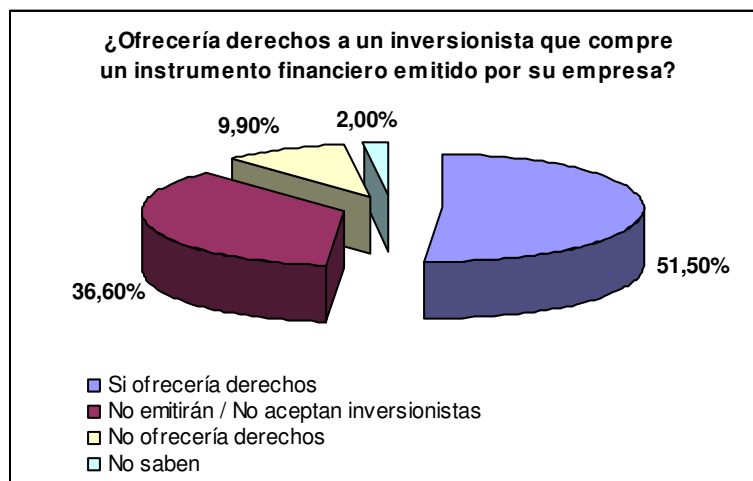
Adicionalmente en lo referente a incentivos adicionales se preguntó lo siguiente:

*En caso que su empresa emitiera un instrumento de financiación ¿Qué clase de derechos estaría dispuesto a otorgar a un inversionista para hacer atractivo este instrumento?*

El objetivo de esta pregunta era determinar la percepción de los empresarios sobre entregar derechos por la propiedad de una emisión de la empresa, característica relevante en los instrumentos de capital, como el caso de las acciones, que otorgan derechos de propiedad.

El 51% de los empresarios afirmó que ofrecerían derechos adicionales, frente a un 49% en opciones combinadas que concluyen en no otorgarlos. Estos valores se pueden apreciar en el gráfico 5.24.

**Gráfico 5.24 Preferencias sobre ofrecer derechos al inversionista**



Fuente: Los autores

El siguiente paso fue determinar que clase de derechos ofrecerían los empresarios que estaban dispuestos a hacerlo. Los resultados son los siguientes:

**Tabla 5.18 Derechos que otorgarían los empresarios a un inversionista**

<b>Derecho</b>	<b>%</b>
Acciones Corrientes	38,50%
Porcentaje de utilidades	13,50%
Derechos de accionista sin control administrativo	9,60%
Acciones Preferenciales	7,70%
Conocer información de la empresa	5,80%
Participación en la Junta Directiva	5,80%
Las de ley o las mínimas necesarias	3,80%
Ganancias en proyecto de inversión específico	3,80%
Garantía real	3,80%
Trabajo o beneficios en la empresa	3,80%
Acciones Privilegiadas	1,90%
Limitación al endeudamiento de la empresa	1,90%

Fuente: Los autores

Las cuatro primeras opciones suman un 69% del total y se refieren, en general, a derechos otorgados a un accionista o propietario, y las variaciones solo se encuentran en el tipo de accionistas: ordinarios o preferenciales. Se observan además algunos resultados interesantes, como por ejemplo otorgar participación en la junta directiva, un derecho que daría control sin propiedad en la empresa. También hay que resaltar la mención de compartir ganancias en un proyecto específico, punto mencionado sobre todo por empresarios de la construcción o de empresas contratistas, quienes vieron interesante negociar como pago un porcentaje de las ganancias de un proyecto con el inversionista que les proporcionara los recursos para ejecutar dicho proyecto. Por último, cabe mencionar que un porcentaje muy pequeño indicó una característica que es en realidad una de las conocidas cláusulas que se pueden aplicar en los bonos corporativos, limitar el endeudamiento de la empresa emisora, que bien podría ser un derecho atractivo para los inversionistas, cuando se trate de títulos de deuda.

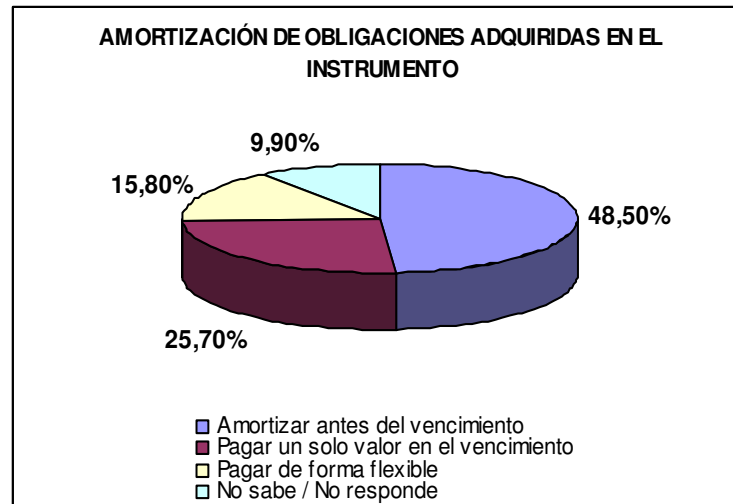
## **5.6 PERIODICIDAD DE PAGOS DEL INSTRUMENTO**

Para determinar la periodicidad en que los empresarios preferían realizar los pagos que otorga una emisión al inversionista que la adquiere (bien sea a través de cupón, en un bono corporativo, o de dividendos, en una acción), se realizó la siguiente pregunta:

*¿Para usted es preferible el pago de las obligaciones adquiridas con un inversionista o un acreedor al final de un periodo determinado o en pagos parciales? ¿Por qué?*

Es de esperar, de acuerdo a todo lo analizado hasta el momento, que los resultados de esta pregunta se orienten más hacia un instrumento de renta fija. Los empresarios contestaron de acuerdo a lo que se muestra en el siguiente gráfico:

**Gráfica 5.25 Preferencias sobre amortización de las obligaciones adquiridas**



Fuente: Los Autores

Los empresarios manifestaron en un alto porcentaje (48.5%) que se inclinarían por una alternativa que les permitiera hacer amortizaciones antes del vencimiento. En este aspecto se encuentra en el mercado colombiano un instrumento que cumple con esta condición y que también hace parte de los denominados instrumentos de renta fija (lo que es coherente con lo expuesto en el presente capítulo en secciones anteriores). El título al que se hace referencia está conformado por la combinación entre una amortización periódica del capital y el pago de los intereses, que se calculan sobre el saldo no amortizado de capital, a una tasa variable que depende del IPC.

Un ejemplo de esta clase de títulos son los *Bonos Agrarios Ley 30 de 1988 y Ley 160 de 1994*, que son: “bonos públicos emitidos por el Gobierno Nacional a través del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, expedidos a la orden, con plazo de 5 años. Son administrados fiduciariamente por el Banco de la República, y tienen como objetivo financiar la adquisición de tierras por parte del Instituto Colombiano de Desarrollo rural, INCODER, para la reforma agraria.”<sup>18</sup>

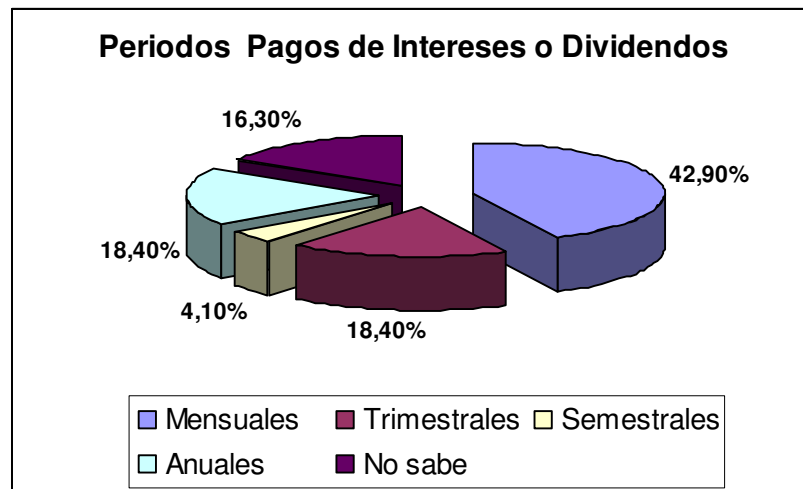
La tasa que se paga es anual y es el 80% de la variación porcentual del IPC, esta variación corresponde a la de un período de seis meses que se cuenta tres meses calendario antes de la fecha de pago de los intereses, el pago se realiza al final

<sup>18</sup> CORREDORES ASOCIADOS. Manual de cálculo de rentabilidades. 9 ed. Bogotá : Corredores Asociados comisionista de bolsa, 2005. p. 115

del semestre, sobre el saldo por amortizar; los intereses en este instrumento no causan pagos por concepto de renta, ni complementarios.<sup>19</sup>

Para el caso de los intereses en un instrumento de deuda o de los dividendos en uno de capital, se preguntó a los empresarios con qué periodicidad preferirían cumplir con estos pagos y esto fue lo que respondieron:

**Gráfica 5.26 Preferencias sobre periodicidad en el pago de obligaciones**



Fuente: Los Autores

Algunos empresarios manifestaron en la entrevista preferir plazos cortos para no tener que hacer provisiones para cumplir con pagos más grandes en fechas posteriores, lo cual implica la utilización de recursos de la empresa en garantizar la adecuada destinación de estas reservas mientras llega el momento de hacer los pagos de intereses.

En resumen, los pagos de un instrumento de financiación emitido por las empresas de la región, deberían realizarse mensual o trimestralmente (según la mayoría de los empresarios). Si se calcula el periodo para los pagos a partir de la media de las respuestas obtenidas se obtiene **4.09 meses** o **4 meses 3 días** como el periodo de pago de la amortización en un instrumento financiero emitido, es decir, tres pagos anuales.

## 5.7 COLOCACIÓN DEL INSTRUMENTO

La colocación del instrumento emitido en el mercado de valores es una labor importante, que determina el éxito final del proceso. Para determinar las preferencias de los empresarios sobre el tema, se preguntó lo siguiente:

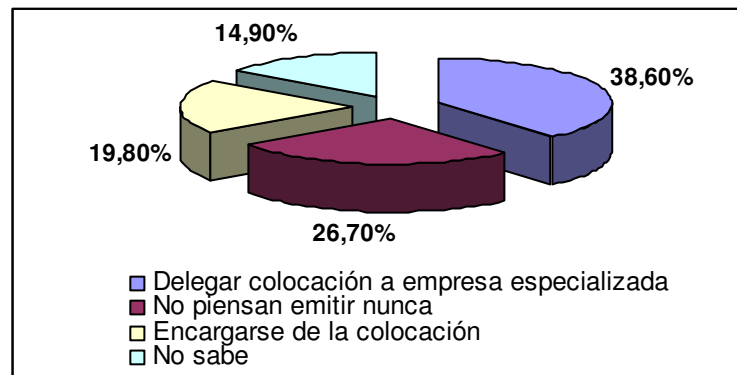
<sup>19</sup> Ibíd. p. 115.

¿Tiene usted conocimiento acerca de la existencia de empresas dedicadas a vender en el mercado de valores instrumentos de financiación emitidos por cualquier empresa? Si conoce al respecto, ¿Preferiría encargarse de la colocación del instrumento que emita su empresa o delegaría esta labor una empresa especializada? ¿Qué nivel de responsabilidad le gustaría que asumiera esta empresa en dicha labor?

Esta pregunta pretendía ver que tanta disposición tendrían los empresarios a contratar una empresa especializada que preste el servicio de *underwriting*<sup>20</sup>. Ante este cuestionamiento un 14,90% manifestó tener dudas al respecto, el 26,70% se mostró firme en su posición de no incluir la emisión de títulos valores como fuente de financiación de su empresa, el 19,80% considera tener las capacidades para encargarse directamente de la colocación, y el mayor valor porcentual de 38,60% expresó que preferiría delegar esta actividad, argumentando en muchos de los casos, que por ser este tipo de gestión financiera algo en lo que no contaban con fortalezas; era mejor delegarlo a una entidad con experiencia en este tema.

En el siguiente gráfico se resumen los resultados.

**Gráfico 5.27 Preferencias sobre la colocación del instrumento**

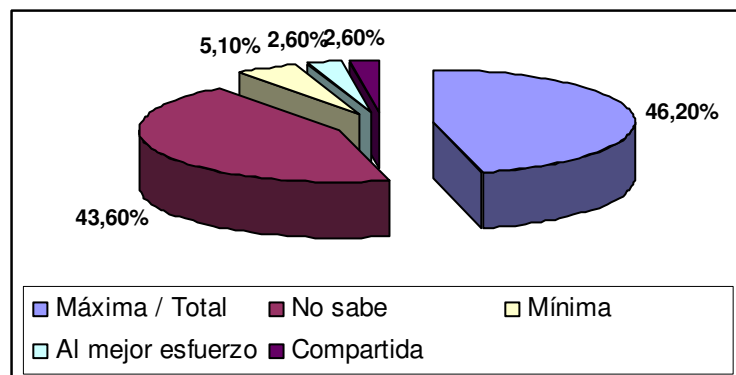


Fuente: Los autores

Con el ánimo de identificar que modalidad de *underwriting* preferirían los empresarios se preguntó acerca del nivel de responsabilidad que les gustaría que asumiera una empresa que les preste el mencionado servicio.

<sup>20</sup> Consiste en la compra de una emisión de títulos valores a un precio fijo garantizado con el propósito de vender esta emisión entre el público.

**Gráfico 5.28 Preferencias sobre responsabilidad en la colocación**



Fuente: Los autores

Se destaca el nivel de responsabilidad máxima como la que más utilizarían los empresarios, lo que a juicio de los autores es bastante prudente dado que hasta ahora se empiezan a desarrollar este tipo de mercados y que si alguien debe asumir el riesgo lo mejor sería que lo hiciera quien tenga más capacidades, conocimiento y experiencia para realizarlo. Un alto porcentaje expresó desconocimiento del tema, lo que es consistente con los resultados del capítulo 4, en donde se mostró el desconocimiento existente acerca del financiamiento a través del mercado de valores.

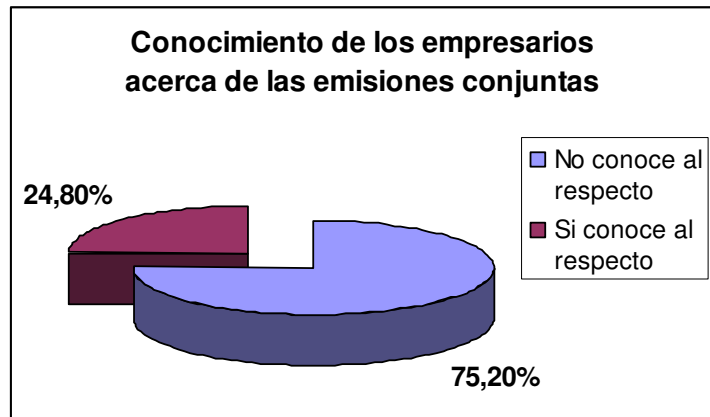
## 5.8 EMISIONES CONJUNTAS

Por último, se preguntó a los empresarios sobre su disposición para asociarse con otras empresas de la región y realizar una emisión conjunta que tuviera una mayor aceptación en el mercado. La pregunta es la siguiente:

*¿Conoce las ventajas de la asociación con otras empresas para realizar emisiones conjuntas? ¿Estaría dispuesto a realizar una emisión de este tipo?*

Si se compara el monto de emisión de empresas grandes como las que aparecen en los gráficos 5.21 y 5.22, con el monto promedio por el que los empresarios mostraron preferencia en el presente capítulo (ver sección 5.2), se hace evidente que el segundo es bastante menor, por esta razón podría ser conveniente que varias empresas con necesidades de financiación similares, se asocien para buscar estos recursos de manera conjunta. En primer lugar se indagó sobre si conocían algo acerca de este tema, éstos fueron los resultados:

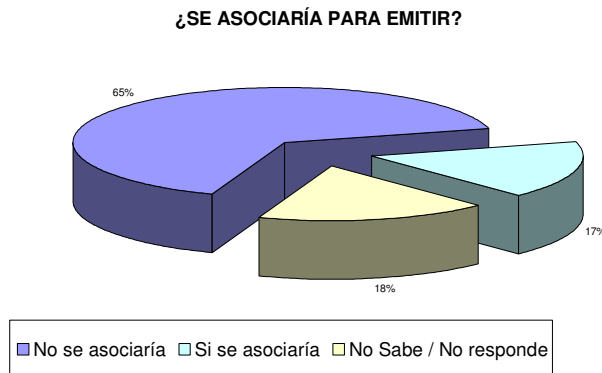
**Gráfico 5.29**



Fuente: Los autores

La mayoría de empresarios no tenían conocimiento al respecto (75.20%), y como pasó con muchos de los temas tratados en el presente proyecto de investigación, varios administradores que escuchaban estos conceptos por primera vez expresaban sus deseos de ahondar en el tema. Con el objetivo de obtener la opinión de los empresarios sobre si utilizarían o no este recurso, se les preguntó respecto a su disposición para asociarse con otras empresas en una emisión conjunta; esta fue la respuesta:

**Gráfico 5.30 Preferencias frente a asociarse para emitir**



Fuente: Los autores

La mayoría de empresarios expresó que no estarían dispuestos a asociarse en una emisión de este tipo, aunque no se profundizó en las razones para no hacerlo, por tratarse de un tema algo polémico para los empresarios y por no ser fundamental para la realización del presente proyecto. En razón a este argumento, se despiertan ciertas sospechas sobre una cultura individualista del medio empresarial en la región; obstáculo indudable para el fortalecimiento y crecimiento de las empresas hacia niveles de carácter global.

## 6. DIAGNÓSTICO DE GOBIERNO CORPORATIVO PARA LAS EMPRESAS MEDIANAS Y GRANDES DE LA REGIÓN

### 6.1 ANTECEDENTES PARA LA CREACIÓN DE UN MODELO DE MEDICIÓN

La temática del gobierno corporativo tiene amplias definiciones y puntos de vista de acuerdo al entorno político – legal, financiero, social y empresarial, en la cual sea estudiada. Tal como el lector pudo apreciar en el capítulo 1, existen diferencias en cuanto a la definición del buen gobierno corporativo y en la utilización de un índice para medirlo; éstas pueden ser atribuidas al modelo de desarrollo de cada país, aunque principalmente oscilan entre las tendencias anglosajonas (EEUU y Gran Bretaña) y las europeas y asiáticas (Alemania y Japón).

Por todo lo anterior, idear un modelo para medir el estado de gobierno corporativo en nuestro país es una labor difícil y un tanto subjetiva, que debe tomar como criterios principales estudios similares realizados en países más avanzados respecto a la temática, para adaptarlos al entorno local.

Por esta razón, con miras a conseguir el fortalecimiento del gobierno corporativo de las empresas en el país, la Bolsa de Valores de Colombia contrató en 2004 expertos de la *Bolsa de Madrid* y al grupo consultor *Uria y Menéndez Abogados* para elaborar un informe sobre el Gobierno Corporativo en las sociedades emisoras en Colombia; dicho informe, publicado en enero de 2005, constituyó el primer pilar hacia la construcción de un entorno empresarial más confiable, transparente y dinámico en nuestro país.<sup>1</sup>

Este informe es la base para la elaboración del modelo que mide el estado de gobierno corporativo aplicado en este trabajo, y que fue utilizado no solo por ser el único estudio realizado en Colombia en el momento del desarrollo de este trabajo, sino además por contener un estudio detallado de la realidad empresarial Colombiana frente a los modelos internacionales existentes, es decir, por adaptarse de una mejor manera al entorno local.

---

<sup>1</sup> La referencia del informe publicado es: BOLSA DE MADRID y URIA Y MÉNDEZ ABOGADOS. Informe y recomendaciones sobre Gobierno Corporativo en las sociedades emisoras en Colombia. s.l. : Bolsa de Valores de Colombia, 2005. 125 p.

Por supuesto que no fue posible tomar el modelo de medición desarrollado para la Bolsa de Valores de Colombia de forma exacta, pues los parámetros que contiene fueron evaluados en empresas nacionales participantes del mercado de valores, con estándares de manejo y tamaños diferentes a los de las empresas de la región. Por tal motivo, los autores efectuaron una adaptación de dicho modelo a las que se creían eran las principales características de las empresas de la región, de acuerdo a la evaluación de la economía de Santander (ver capítulo 3) y a la recopilación bibliográfica realizada.

## 6.2 PRINCIPIOS DEL GOBIERNO CORPORATIVO

Con el fin de “*asistir a los gobiernos de países miembros y no miembros en sus esfuerzos por evaluar y mejorar los marcos legal, institucional y normativo sobre el gobierno corporativo en sus países, así como proporcionar directivas y sugerencias para las bolsas de valores, los inversionistas, las sociedades y otras partes implicadas en el proceso de desarrollo de unas buenas prácticas de gobierno corporativo*”<sup>2</sup> la OCDE (Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico) desarrolló los principios de gobierno corporativo con base en las experiencias comunes de buen gobierno identificadas en los países miembros, principios que fueron agrupados en cinco categorías<sup>3</sup>:

1. Los derechos de los accionistas.
2. El tratamiento Equitativo.
3. Las responsabilidades del consejo.
4. Comunicación y transparencia.
5. La función de los grupos de Interés.

A continuación se presenta una breve descripción de cada uno de estos principios<sup>4</sup>, que fundamenta la creación de las variables de medición utilizadas en el modelo desarrollado.

**6.2.1 Derechos de los accionistas.** Son el primer campo a mejorar señalado por los inversionistas como prioritario para Latinoamérica de acuerdo a

---

<sup>2</sup> OCDE. Principios de Gobierno Corporativo. 1999. En: Libro Blanco de Confecámaras. [en línea] [consultado 17 abril 2007] Disponible en <<http://www.kpmg.com.co/>>

<sup>3</sup> CONFECÁMARAS. Libro Blanco de Confecámaras : Principios de la OCDE. [en línea]. [consultado 17 abril 2007]. Disponible en <[http://www.kpmg.com.co/files/documen\\_corp\\_gov/release/lb\\_c2\\_01.htm](http://www.kpmg.com.co/files/documen_corp_gov/release/lb_c2_01.htm)>

<sup>4</sup> Las descripciones se basan en lo consignado en la página Web de Gobierno Corporativo promovida por Confecámaras: <<http://www.gobiernocorporativo.com.co/principios.htm>>

la encuesta de McKinsey<sup>5</sup>. La ley establece una serie de derechos mínimos para los accionistas, pero no profundiza en su defensa o en los mecanismos internos para el cumplimiento de estos derechos. Es por esto que las sociedades anónimas deben definir en sus estatutos cuales son los derechos de sus accionistas. Según la encuesta el problema real es que en Latinoamérica no se tiene plenamente protegidos a todos los accionistas y el control de la empresa marca la pauta para asegurar las inversiones (de acuerdo a los resultados del estudio de McKinsey). Además se deben definir claramente las facultades de la Asamblea General de Accionistas (AGA). Los que se pueden citar como principales derechos que debe tener un accionista de una empresa son:

- Percibir utilidades.
- Votar sobre los asuntos fundamentales de la sociedad.
- Elegir y remover a los miembros de la junta directiva.
- Estar informados.
- Asociarse para proteger sus derechos.
- Reclamar la reivindicación de sus derechos.
- Exigir el cumplimiento de las buenas prácticas corporativas.
- Acudir a mecanismos alternativos y efectivos de solución de Conflictos.
- Conocer los derechos que contienen los títulos que se adquieren.
- Negociar sus títulos sin restricciones y en condiciones justas.

En torno a estos criterios y la existencia de definiciones claras en la empresa se evalúa su estado de gobierno en cuanto a los **derechos de los accionistas**.

### **6.2.2 Trato equitativo de los accionistas.**

La protección a los accionistas no puede ir solamente hasta la definición de los derechos generales; debe ser prioridad, para empresas que deseen alcanzar altos estándares de gobierno corporativo, garantizar que todos los accionistas reciban un trato equitativo. En este orden, es prioritario proteger al accionista minoritario, que es el más vulnerable frente a operaciones de adquisiciones, escisiones, fusiones, etc.,

---

<sup>5</sup> COOMBES P. y WATSON M. Three Surveys on Corporate Governance. *En*: McKinsey Quarterly 4. [en línea]. [consultado 25 febrero 2004]. Disponible en <<http://www.mckinsey.com>>. Citado por BOLSA DE MADRID y URIA Y MÉNDEZ ABOGADOS. Op. cit. p. 32

en las cuales el valor de sus acciones puede resultar perjudicado. En general, la empresa debe garantizar que:

- Los accionistas minoritarios y los extranjeros tengan un trato equitativo<sup>6</sup> en la sociedad.
- Se facilite el voto por representación y el voto a distancia.
- Se permitan los acuerdos entre accionistas, pues son un mecanismo para favorecer el trato equitativo, y que sean revelados.
- El derecho de retiro de la sociedad sea respetado.
- Las transacciones entre partes relacionadas y otros asuntos conexos con los conflictos de interés, estén bien administradas y reveladas.

### **6.2.3 Juntas Directivas.**

Las responsabilidades y facultades de la junta directiva deben estar claras, consignadas en los estatutos y detalladas en el código de buen gobierno, sí la empresa lo tiene. Es prioritario que se delimiten de forma clara las funciones de la Junta y no se confunda su alcance con el de la AGA (las empresas deben definir claramente las decisiones que le corresponden a la AGA). Además, las prácticas internacionales muestran actualmente una tendencia a incluir un alto número de miembros externos (independientes) en las juntas directivas, personas con un alto nivel profesional que puedan aportar al crecimiento de la sociedad, sin tener intereses personales en la misma.

Otra práctica aceptada internacionalmente para obtener un mejor funcionamiento de la Junta Directiva es la de crear comités internos que se encarguen de labores específicas. Estos comités deben encargarse de temas como conflictos de interés, auditoría, compensación y nombramientos, aspectos financieros, etc. En resumen, se espera que se cumpla con lo siguiente para tener un buen nivel de gobierno corporativo en esta área:

- La junta directiva debe actuar en interés y representación de todos los accionistas.
- La junta directiva debe actuar de buena fe y de forma independiente.
- La estructura, composición y funciones deberán estar claramente definidas.
- La junta directiva debe contar con un mínimo de miembros independientes.

---

<sup>6</sup> Entiéndase por trato justo igualdad de derechos y mecanismos para hacerlos efectivos, en relación a los accionistas mayoritarios y nacionales.

- La junta directiva deberá constituir Comités especiales como el Financiero, Auditoría, Compensación y Gobierno Corporativo.

#### **6.2.4 Transparencia, fluidez e integridad de la información.**

Se considera este un principio de gran importancia para el buen funcionamiento de las empresas, casos como el de Enron<sup>7</sup> en los Estados Unidos muestran como el ocultar información puede resultar catastrófico para una empresa y sus inversionistas.

Las políticas de gobierno corporativo adoptadas en el mundo exigen, cada vez de forma más rotunda, la publicación de información financiera y no financiera de las empresas, de forma oportuna, clara y completa; esto permite una evaluación más justa por parte de los inversionistas y facilita al mercado la definición del precio real de las acciones de una empresa. Los principales parámetros para garantizar la transparencia, fluidez e integridad de la información son:

- El mercado, los accionistas y otros grupos de interés, tienen derecho a informarse de manera oportuna y clara sobre los cambios materiales de la sociedad.
- La revelación de información no debe poner en peligro la competitividad de la sociedad.
- Las sociedades deberán adoptar sistemas de auditoría claros, independientes y al alcance de todos los accionistas.
- Las sociedades deberán adoptar sistemas objetivos de compensación de los ejecutivos.
- Las sociedades deberán adoptar sistemas de administración de riesgos.

#### **6.2.5 Grupos de Interés o Stakeholders.**

“Involucran todos los ámbitos y personas sobre las cuales tiene influencia la sociedad”.<sup>8</sup> La relación con los stakeholders muestra que la empresa no puede funcionar sola, hace parte de una sociedad de la cual obtiene recursos, los transforma y los vende, y es por esto que debe ser responsable con la sociedad en la que se halla. Los criterios a partir de los cuales se evalúa la calidad de las relaciones de la empresa con sus grupos

<sup>7</sup> Sobre el caso Enron véase: BREALEY, Richard; MYERS, Stewart y ALLEN, Franklin. Principios de Finanzas Corporativas. 8 ed. Madrid : McGraw Hill, 2006, p. 1046

<sup>8</sup> CONFECÁMARAS. Código Marco de Buen Gobierno Corporativo para Pymes. [en línea]. [consultado 19 abril 2007]. Disponible en <[http://www.kpmg.com.co/files/documen\\_corp\\_gov/release/cm\\_glosario\\_02.htm](http://www.kpmg.com.co/files/documen_corp_gov/release/cm_glosario_02.htm)>

de interés son: las políticas medioambientales, laborales, de competencia leal, y de responsabilidad social empresarial. Se consideran como los principales grupos de interés:

- Los empleados de la compañía.
- Los tenedores de títulos.
- Los órganos de regulación, control y vigilancia.
- Los competidores.
- Los acreedores.

### **6.3 DEFINICIÓN DE LAS VARIABLES EXPLICATIVAS DEL MODELO DE MEDICIÓN**

Una vez conocidos los principios del gobierno corporativo y los antecedentes hacia la creación de un modelo para la medición del nivel de gobierno en Bucaramanga y su área metropolitana; se procedió a desarrollar un cuestionario para evaluar cada uno de los parámetros definidos anteriormente en las empresas seleccionadas, y para determinar el nivel de cumplimiento respectivo en razón a los principios de gobierno antes definidos.

Para el desarrollo del cuestionario se tomó como base el modelo aplicado en Colombia a las sociedades emisoras en el estudio contratado por la Bolsa de Valores (ver sección 6.1). Los autores realizaron una depuración de este cuestionario para determinar cuáles preguntas eran aplicables al entorno local y que temática no era evaluada a profundidad de acuerdo con lo expuesto en apartados anteriores.

Como resultado se obtuvo la “**Encuesta de Gobierno Corporativo**” (que se presenta en el Anexo A), con cuarenta y cuatro preguntas de selección dicotómica y múltiple (ver sección 2.3.4), con las cuales se pretendió medir todos los principios de gobierno corporativo en las empresas de la región que participaron del estudio. Las preguntas fueron diseñadas para evaluar todos los parámetros de acuerdo a ocho variables que se consideraron explicativas del buen gobierno corporativo, las variables son las siguientes:

**X1** = Derechos de los accionistas.

**X2** = Facultades de la Asamblea General de Accionistas (AGA).

**X3** = Acceso a la información para los accionistas.

**X4** = Transparencia y acceso a la información para el mercado.

**X5** = Funcionamiento y composición de la Junta Directiva.

**X6** = Comités de la Junta Directiva.

**X7** = Remuneración y obligaciones de la alta dirección.

**X8** = Relación con los Stakeholders.

Cada variable se midió por una o más preguntas del cuestionario, tomando valores diferentes de acuerdo al número de preguntas que la explicaban. No se tomaron en cuenta todas las preguntas del cuestionario para explicar estas variables, dado que en la etapa de depuración se determinó que la medición de algunas fue difícil en la mayoría de las empresas y no se tenía una proporción significativa de respuestas<sup>9</sup>.

En resumen, las preguntas que componen la medición de cada una de las variables, de acuerdo a la nomenclatura usada en la “**Encuesta de Gobierno Corporativo**”, son las mostradas en la tabla 6.1.

**Tabla 6.1 Preguntas relacionadas con las variables de Gobierno Corporativo**

VARIABLES	Preguntas
<b>X1</b> = Derechos de los accionistas	1, 2, 3, 4, 5, 6 y 7
<b>X2</b> = Facultades de la Asamblea General de Accionistas AGA	8, 9 y 10
<b>X3</b> = Acceso a la información para los accionistas	12, 13, 21 y 22
<b>X4</b> = Transparencia y acceso a la información para el mercado	16, 17, 18, 19 y 20
<b>X5</b> = Funcionamiento y composición de la Junta Directiva	23, 24, 25, 26, 27, 28, 29 y 30
<b>X6</b> = Comités de la Junta Directiva	31, 32, 34 y 36
<b>X7</b> = Remuneración y obligaciones de la alta dirección	39 y 40
<b>X8</b> = Relación con los Stakeholders	41, 42, 43 y 44

Fuente: Los Autores

Para generar un valor en cada una de las variables se tomó en cuenta el número de preguntas que la explicaban, y partiendo de una escala donde el valor mínimo es uno, se sumaban el número de preguntas respondidas de forma acertada, es decir, de acuerdo a los criterios de buen gobierno corporativo. En el caso de las preguntas dicotómicas la respuesta “Sí” generaba el valor uno “1” para la pregunta, y éste representaba algún aspecto de buen gobierno (porque las preguntas fueron diseñadas de esta manera). En el caso de las preguntas de selección múltiple se agrupaban las respuestas y, bajo el mismo criterio, si los

<sup>9</sup> En la Sección 4.1.1 se explica cómo se realizó la verificación del cuestionario.

valores “Si” correspondían a más del 75%, se generaba el valor uno “1” para la pregunta, de lo contrario se valuaba como cero “0”.

Una empresa obtenía el valor máximo en una variable cuando respondía todas las preguntas que explicaban la respectiva variable de acuerdo a los criterios establecidos como de buen gobierno. De igual forma, si las respuestas de todas las preguntas correspondían a los criterios definidos como ausencia de buen gobierno, la empresa obtendría una calificación de uno “1”, que era la mínima de acuerdo a la escala de medición utilizada. Las definiciones de los criterios de buen gobierno corporativo en las respuestas de todas las preguntas de la encuesta se presentan en el anexo F. De acuerdo a lo anterior, los rangos de valor de cada una de las variables son los siguientes:

**Tabla 6.2. Rangos de valor de las variables**

	X1	X2	X3	X4	X5	X6	X7	X8
<b>Valor Máximo de la variable</b>	8	4	5	6	9	5	3	5
<b>Valor Mínimo de la variable</b>	1	1	1	1	1	1	1	1

Fuente: Los autores

En este punto vale la pena hacer notar al lector que las ocho variables con las cuales se desarrolló el modelo de medición del gobierno corporativo adquieren solamente valores enteros, y que son de carácter ordinal, porque un máximo valor permite ubicar a una empresa por encima de otra en los parámetros medidos por la respectiva variable. Ahora, si el objetivo es generar una clasificación no de acuerdo a una variable específica, sino teniendo en cuenta todas las variables se debe llegar a un indicador de gobierno corporativo, que permita obtener un valor global para cada empresa, a través del cual se puedan ordenar.

Para avanzar en esta dirección hace falta definir la importancia que tiene cada variable en el índice final de gobierno corporativo. Esta ponderación permitirá ordenar las variables y determinar cuales son las más relevantes en la medida de gobierno.

Establecer un valor porcentual para cada variable no es una tarea fácil, requiere un amplio conocimiento de la temática de gobierno corporativo, y a su vez del entorno empresarial en que se va a aplicar el modelo diseñado. Para realizar esta labor, que tiene un alto contenido subjetivo, los autores consultaron la información disponible sobre índices de gobierno corporativo creados en otros países (ver capítulo 1) y en especial la ponderación que asignaron los analistas que realizaron el Informe sobre Gobierno Corporativo para las Sociedades Emisoras en Colombia contratado por la Bolsa de Valores.

A partir de estos análisis, se determinaron los valores porcentuales de cada una de las variables; éstos se presentan en la tabla 6.3.

**Tabla 6.3 Valor porcentual de cada variable**

VARIABLES	VALOR
<b>X1</b> = Derechos de los accionistas	21,0%
<b>X2</b> =Facultades de la Asamblea General de Accionistas AGA	14,0%
<b>X3</b> = Acceso a la información para los accionistas	10,0%
<b>X4</b> =Transparencia y acceso a la información para el mercado	15,0%
<b>X5</b> = Funcionamiento y composición de la Junta Directiva	15,0%
<b>X6</b> = Comités de la Junta Directiva	9,0%
<b>X7</b> = Remuneración y obligaciones de la alta dirección	6,0%
<b>X8</b> = Relación con los Stakeholders	10,0%

Fuente: Los autores

Los valores mostrados en la tabla 6.3 serán utilizados más adelante en la sección 6.5 de este capítulo para generar un índice de gobierno corporativo que permita ordenar las empresas participantes del estudio.

## 6.4 RESULTADOS ESTADÍSTICOS DEL MODELO DE MEDICIÓN DE GOBIERNO CORPORATIVO

A continuación se presentarán los resultados obtenidos en la muestra de sociedades anónimas estudiada. Para hacerlo se mostrarán las medidas de tendencia central para las variables definidas dentro del modelo de gobierno corporativo evaluado.

**Tabla 6.4 Resultados Estadísticos del modelo en las empresas encuestadas**

MEDIDA	VARIABLES							
	X1	X2	X3	X4	X5	X6	X7	X8
Promedio	5,1	2,5	2,8	2,0	4,2	1,3	2,7	2,2
Desviación Estándar	1,71	0,79	1,18	0,85	1,50	0,67	0,60	1,24
Moda y Mediana	5	3	3	2	4	1	3	1
Nivel de Gobierno Corporativo	Medio	Medio	Medio	Bajo	Medio	Bajo	Alto	Bajo
% De Cumplimiento	59%	51%	44%	20%	40%	7%	87%	30%

Fuente y Cálculo: Los autores

La tabla 6.4 muestra el promedio y la desviación estándar de cada variable a partir de los datos obtenidos al aplicar la encuesta en la muestra. Estos valores se calcularon de acuerdo a la escala planteada para cada una de las ocho variables en la tabla 6.2. Se presenta en una sola fila la mediana y la moda, ya que coincidieron en todos los casos con el mismo valor para cada variable.

Para facilitar la comprensión y comparación bajo una misma escala, se ha calculado el porcentaje de cumplimiento de cada una de las variables, definido

como el valor promedio obtenido en cada variable dividido entre el valor máximo de la misma, expresado en forma porcentual. Por ejemplo, en el caso de X1 (derechos de los accionistas), el promedio obtenido en la muestra fue de 5.1 y el valor máximo de esta variable es de 8, así que haciendo  $\frac{(5.1-1)}{(8-1)} * 100$ , se consigue el valor de 59% que se aprecia en la tabla 6.4.<sup>10</sup>

También se definieron tres niveles de gobierno: Alto, Medio y Bajo. Su explicación corresponde a la ubicación del promedio de cada variable en uno de los tres intervalos definidos a continuación:

Límite inferior (Li) = Valor mínimo de la variable (1, en todos los casos).

Límite superior (Ls) = Valor máximo de la variable (ver tabla 6.2).

$$\text{Rango} = \frac{(Ls - Li)}{(3)}.$$

X = Valor promedio de la variable.

Entonces,

- Nivel de GC Bajo =  $(Li \leq x < Li + \text{Rango})$
- Nivel de GC Medio =  $(Li + \text{Rango} \leq x < Ls - \text{Rango})$
- Nivel de GC Alto =  $(Ls - \text{Rango} \leq x \leq Ls)$

**6.4.1 Resultados de “X1: Derechos de los accionistas”.** Con un valor promedio de 5.1 sobre 8, es decir, un cumplimiento del 59%, la variable X1 “Derechos de los accionistas” se encuentra en un nivel medio con falencias aun muy grandes y mucho espacio para mejorar en las empresas de la región.

Una mirada detenida a los datos que dieron origen al promedio de esta variable permite apreciar que el campo más vulnerable en cuanto a derechos de los accionistas es el del establecimiento claro de procedimientos para la resolución de controversias y conflictos de interés, en el cual tan solo el 28% de las empresas mostraron manejar buenas prácticas en este aspecto tan importante en tiempos de conflictos y dificultades. Ante este resultado, los autores desean manifestar que durante su experiencia realizando las encuestas encontraron que en la mayoría de

---

<sup>10</sup> Se resta uno “1” al valor promedio y al valor máximo de cada variable para descontar el valor mínimo que se otorgó a dicha variable en caso que tuviera un cumplimiento nulo (ver tabla 8.2), y calcular el valor porcentual de forma precisa. De no hacerlo se caería en el error de asumir una escala con mínimo en cero y obtener valores porcentuales más altos que los reales.

las empresas respondían con frases tales como: “*Aquí nunca ha pasado eso*”, o “*no se ha necesitado de eso*”, refiriéndose a los mecanismos para resolver conflictos de interés.

El listado detallado de derechos de los accionistas evaluados se muestra en la tabla 6.5, por medio de ella se puede observar, además de lo mencionado anteriormente, que la mayoría de los parámetros evaluados se encuentran en porcentajes cercanos al 60%, lo cuál indica que aún se debe mejorar mucho en definir y garantizar en las empresas de Bucaramanga derechos tales como el de retiro de la sociedad o la protección al accionista minoritario, derechos que constituyen elementos fundamentales al referirse a un tipo de gobierno corporativo que según los estándares internacionales se torna como eficiente para cualquier parte del mundo, tal como se mencionó en el apartado 6.2.

**Tabla 6.5 Resultados de X1: Derechos de los accionistas**

<b>DERECHOS DE LOS ACCIONISTAS</b>	<b>% DE CUMPLIMIENTO</b>
Establecimiento de procedimientos de resolución de conflictos	28,57%
Inclusión de temas en asamblea	55,10%
Protección al accionista minoritario	55,10%
Convocatoria a asamblea	59,18%
Derecho a retiro	59,18%
Derechos legales básicos	77,55%
Derecho a arbitraje	79,59%

Fuente y Cálculo: Los autores

Los parámetros con mejor desempeño en la tabla 6.5 son el derecho a arbitraje con cerca de un 80%, y los derechos legales básicos con un 78%; estos últimos son definidos como los mínimos que debería tener un socio de acuerdo a las leyes colombianas y a los estándares internacionales (definidos en la pregunta 3 del cuestionario de Gobierno Corporativo – véase el Anexo A -). Es de suponer que los derechos legales deberían llegar al 100% de cumplimiento, pero la mayoría de las empresas restringen la negociación de sus acciones de forma libre por parte de sus accionistas, llegando a alcanzar este derecho tan solo un 32% de cumplimiento en las empresas de la muestra<sup>11</sup>.

**6.4.2 Resultados de “X2: Facultades de la AGA”.** Esta variable alcanza un nivel de gobierno corporativo medio con un porcentaje de cumplimiento del

<sup>11</sup> El mencionado derecho a negociación libre de las acciones hace parte de los denominados “Derechos legales básicos” que aparece como un ítem en la tabla 6.5. Para ver el listado completo de estos derechos, que en conjunto alcanzaron un nivel de cumplimiento del 77.55%, el lector debe remitirse a la pregunta 3 de la Encuesta de Gobierno Corporativo que se presenta en el Anexo A.

51% frente a los criterios establecidos en el modelo de gobierno corporativo respecto a las facultades de la Asamblea General de Accionistas AGA.

**Tabla 6.6 Resultados de X2: Facultades de la AGA**

FACULTADES DE LA AGA	% DE CUMPLIMIENTO
Funciones	81,63%
Procedimientos establecidos	44,90%
Convocatoria anticipada	26,53%

Fuente y Cálculo: Los autores

Los resultados detallados sobre esta variable permiten apreciar que las empresas están fallando en los tiempos de convocatoria de la Asamblea General de Accionistas; en promedio, las empresas convocan a la AGA con 18 días calendario de anticipación, mientras los parámetros internacionales hablan de 30 días como el tiempo más adecuado. El 70% de las empresas se encuentran por debajo de 30 días para la convocatoria de la AGA, aunque solo el 20% de estas empresas realizan la convocatoria con menos de 8 días, lo que en general es un buen síntoma, que indica que en este aspecto solo basta un poco de orientación sobre el tema para llevar los índices a parámetros internacionales (el 51% de las empresas de la región toman en promedio 15 días para este parámetro).

Frente a los procedimientos establecidos se encuentra también un porcentaje de cumplimiento bajo; en la tabla 6.7 se muestran de forma detallada los porcentajes de cumplimiento de acuerdo a cada procedimiento evaluado.

**Tabla 6.7 Procedimientos establecidos para la AGA: Resultados en la muestra**

PROCEDIMIENTOS ESTABLECIDOS PARA LA AGA	% DE CUMPLIMIENTO
Regular la asistencia de personas externas idóneas para los temas a tratar en la Asamblea.	36,73%
Regular las intervenciones durante la Asamblea	38,78%
Nombramiento de representantes de los socios	67,35%
Determinar el lugar de la reunión	69,39%
Realizar votaciones	79,59%
Poner a disposición de los socios el orden de la reunión	83,67%
Convocar a los socios	91,84%

Fuente y Cálculo: Los autores

**Tabla 6.8 Funciones de la AGA: Resultados en la muestra**

<b>FUNCIONES DE LA AGA</b>	<b>% DE CUMPLIMIENTO</b>
Nombrar al Gerente General o Ejecutivo principal.	44,90%
Ordenar la emisión de bonos	67,35%
Considerar los informes de los administradores o del representante legal sobre el estado de los negocios sociales, y el informe del revisor fiscal.	83,67%
Decretar aumentos de capital.	83,67%
Nombrar al Revisor Fiscal.	89,80%
Disponer de las utilidades sociales, ordenando el pago de dividendos y constituyendo reservas ocasionales y/o otras reservas cuando halla lugar.	91,84%
Estudiar y aprobar las reformas de los estatutos.	95,92%
Aprobar o rechazar los balances de fin de período.	95,92%
Elegir los miembros de la Junta Directiva.	95,92%

Fuente y Cálculo: Los autores

Por último, en cuanto a la medición de la variable X2 del modelo de Gobierno Corporativo aplicado, se encuentra el parámetro funciones de la AGA, el cual obtuvo un buen porcentaje general y contribuyó de gran forma a elevar el resultado total de la variable. La tabla 6.8 muestra de forma específica las funciones de la AGA y el porcentaje de cumplimiento encontrado en las empresas encuestadas.

Al respecto, se destaca que solo la primera y segunda de las funciones de la lista obtienen porcentajes bajos o medios. En el caso de la segunda, “ordenar la emisión de bonos”, los autores asumen que esta función no se encuentra establecida por el mismo desconocimiento que se tiene sobre los instrumentos de deuda, tal como se ha mostrado en el desarrollo de este trabajo. En cuanto a la primera de la lista, “nombrar al gerente general”, hay que decir que las empresas que no cumplen con éste ítem generalmente asignan esta función a la junta directiva. Se puede hacer la salvedad sobre el buen gobierno en casos donde la junta directiva y la asamblea general de accionistas son casi las mismas, es decir, en sociedades anónimas muy pequeñas; éste es el caso de una buena parte de las empresas de la región encuestadas al realizar este trabajo.

**6.4.3 Resultados de “X3: Acceso a la información para los accionistas”.** La tercera variable del modelo obtuvo un porcentaje de cumplimiento del 44%, ubicándose en un nivel medio de gobierno corporativo con muchos aspectos a

mejorar para las empresas locales. Los resultados de esta variable de acuerdo a cada uno de los parámetros tomados en cuenta para su medición se presentan en la tabla 6.9.

**Tabla 6.9 Resultados de X3: Acceso a la información para los accionistas**

<b>ACCESO A LA INFORMACIÓN PARA ACCIONISTAS</b>	<b>% DE CUMPLIMIENTO</b>
Medios para acceder a información	24,49%
Información entregada en cualquier momento	38,78%
Información sobre sistemas de compensación de la Junta Directiva	38,78%
Información entregada al convocar Asamblea	75,51%

Fuente y Cálculo: Los autores

El parámetro que peores resultados muestra en las empresas de la región en la variable X3 son los medios para acceder a la información a disposición de los socios. Tan solo un 24.5% de las empresas demuestran tener medios efectivos y suficientes para garantizar que la información de la empresa llegue a los socios. Esto sucede porque muy pocas empresas han modernizado totalmente sus procedimientos: tan solo el 2% de las empresas indicaron utilizar su página Web como medio de comunicación con sus socios, y el 12% dijo utilizar el correo electrónico para esta tarea. El medio más utilizado de acuerdo al estudio fue el teléfono, un 43% de las empresas indicaron comunicarse con los socios por este medio. Entretanto, un 35% de las empresas recurre a sus mensajeros para llevar las comunicaciones, un medio poco práctico y costoso teniendo en cuenta las facilidades para la comunicación a través de medios electrónicos en la actualidad.

En segundo lugar, y con porcentajes de cumplimiento bajos e iguales, se encuentran los parámetros de información general de la empresa disponible en cualquier momento y de información sobre sistemas de compensación de los miembros de la junta directiva. En cuanto al primero, la tabla 8.10 muestra qué información comprende este parámetro y los porcentajes de disposición de la misma a los socios en cualquier momento. Estos porcentajes no son muy altos, y demuestran nuevamente ineficiencia en las empresas para un adecuado manejo de la información.

El parámetro de mejor desempeño en X3 fue la información entregada al convocar la asamblea de socios. Los ítems con mayores problemas en este parámetro son: la entrega de información sobre cambios en la composición de propiedad de la sociedad, con un cumplimiento del 57%; y la entrega de información eventual, tal como la referente a nuevas inversiones, pérdidas repentinas, uso de reservas, etc., con un cumplimiento del 67%. Los demás ítems evaluados presentan cumplimientos mayores al 80%.

**Tabla 6.10 Información disponible para los socios en cualquier momento: resultados en la muestra**

<b>INFORMACIÓN DISPONIBLE PARA LOS SOCIOS EN CUALQUIER MOMENTO</b>	<b>% DE CUMPLIMIENTO</b>
Información sobre la evaluación de ejecutivos clave	34,7%
Estructura de Gobierno Corporativo	40,8%
Sistemas de compensación de los administradores	42,9%
Derechos y procedimientos de votación	53,1%
Objetivos, Misión y Visión de la Sociedad	67,3%
Composición de propiedad de la sociedad	71,4%
Balances y estados de resultados	73,5%

Fuente y cálculo: Los autores

#### **6.4.4 Resultados de “X4: Transparencia y acceso a la información para el mercado”.**

Una de las variables cuyos resultados mostraron peor desempeño en las empresas encuestadas fue X4, con un nivel de cumplimiento del 20% y ubicada en la categoría de Bajo gobierno corporativo. Esta variable es uno de los grandes retos para los empresarios de Bucaramanga, que demanda no solo capacitación y acompañamiento por parte de entidades gubernamentales y no gubernamentales, sino además un cambio profundo en la mentalidad de las personas que dirigen las empresas de la región.

La tabla 6.11 muestra los resultados detallados para esta variable, resaltándose que ninguno de los parámetros con que se evaluó superó en porcentaje de cumplimiento el cincuenta por ciento. Las razones para que ésto sucediera, de acuerdo a lo percibido por los autores en la entrevista con los empresarios, son las siguientes:

- 1) Desconocimiento sobre el tema de gobierno corporativo, qué es un código de buen gobierno ó desconocimiento sobre la información que es relevante para diagnosticar el manejo de una empresa.
- 2) Temor natural hacia la divulgación de cualquier información interna de la empresa. La idea de que algunos datos estén a disposición de cualquier persona es inadmisibles para la mayoría de los empresarios, pues consideran que esto es un riesgo para la continuidad de sus negocios, dado el alto nivel de competencia que enfrentan (ver tabla 4.6 sobre los riesgos señalados por los empresarios).

3) La realización de auditorías externas periódicas, diferentes a las del revisor fiscal, no es una práctica muy conocida ni aceptada en el entorno local, pues se encuentra, en general, un ambiente de camaradería y confianza entre los socios de las empresas (ésta es una impresión personal de los autores de este trabajo de acuerdo a su experiencia al realizar las encuestas).

**Tabla 6.11 Resultados de X4: Transparencia y acceso a la información para el mercado**

<b>TRANSPARENCIA Y ACCESO A LA INFORMACIÓN PARA EL MERCADO</b>	<b>% DE CUMPLIMIENTO</b>
Existencia del Código de Buen Gobierno (CBG)	8,2%
Publicación de informe sobre el manejo de la empresa (según estatutos o CBG)	14,3%
Información de la empresa a disposición del mercado (cualquier persona)	16,3%
Auditoría externa a la empresa	18,4%
Conocimiento de la propiedad accionaria de ejecutivos de la empresa por parte del público	44,9%

Fuente y Cálculos: Los autores

#### **6.4.5 Resultados de “X5: Funcionamiento y composición de la junta directiva”.**

Esta variable evalúa el “funcionamiento y composición de la junta directiva”, un tema de gran importancia para el buen gobierno de las empresas. En la muestra tomada la variable alcanzó un valor del 40% de cumplimiento y un nivel de gobierno corporativo medio. Para medirla se utilizaron ocho parámetros que generaron los resultados mostrados en la tabla 6.12.

Los peores resultados se registraron frente a la ausencia de miembros independientes en las juntas directivas y la inadecuada definición de sistemas de compensación para estas personas por su trabajo. El empresario de la región aun no reconoce como valioso el aporte de personas externas a la empresa con un buen nivel de formación para apoyar a la dirección de la empresa en determinadas áreas. Este desconocimiento a su vez genera una ignorancia mayor frente a la forma como debería recompensarse el trabajo de personas independientes en la junta directiva.

Otro aspecto que registra malos resultados es la definición clara de las obligaciones de los miembros de la junta directiva, tanto a nivel general, como en lo referente a conflictos de interés. Las empresas de la región deben profundizar en dejar claras estas obligaciones y ampliarlas de acuerdo a los estándares internacionales, ya que un buen funcionamiento de la junta directiva es necesario y beneficioso para todas las partes participantes en una empresa.

**Tabla 6.12 Resultados de X5: Funcionamiento y composición de la Junta Directiva**

<b>FUNCIONAMIENTO Y COMPOSICIÓN DE LA JUNTA DIRECTIVA</b>	<b>% DE CUMPLIMIENTO</b>
Definición de un sistema de compensación adecuado para los miembros independientes de la Junta Directiva	22,4%
Obligaciones generales de los miembros de la Junta Directiva	28,6%
Obligaciones de los miembros de la Junta Directiva relacionadas con conflictos de interés	32,7%
Presencia de miembros independientes en la Junta Directiva	38,8%
Separación entre Gerencia y Presidencia de la empresa	42,9%
Definición de un sistema de compensación adecuado para los miembros internos de la Junta Directiva	46,9%
Funciones exclusivas de la Junta Directiva	55,1%
Frecuencia de reuniones de la Junta Directiva	61,2%

Fuente y Cálculo: Los autores

Se presenta la tabla 6.13 para mostrar al lector los resultados sobre obligaciones de los miembros de la junta directiva.

**Tabla 6.13 Obligaciones de los miembros de la Junta Directiva: Resultados en la muestra**

<b>OBLIGACIONES DE LOS MIEMBROS DE LA JUNTA DIRECTIVA</b>	<b>% DE CUMPLIMIENTO</b>
Abstenerse de participar en la discusión y decisión sobre un tema de conflicto (de intereses)	16,33%
No pertenecer a más de cuatro juntas directivas	24,49%
Garantizar aplicación de las políticas de buen gobierno corporativo adoptadas por la sociedad	30,61%
Declarar los posibles intereses financieros y no financieros que puedan ser percibidos como conflictos de interés	30,61%
Dejar constancia sobre las declaraciones sobre conflictos de interés en las actas correspondientes	48,98%
Garantizar la efectividad de los sistemas de revelación de información	53,06%
Sesionar al menos cuatro veces al año	63,27%
No manipular, difundir o utilizar en beneficio propio o ajeno, la información confidencial de uso interno a la que tengan acceso	77,55%

Fuente y cálculo: Los autores

Continuando con el análisis de los parámetros de X5, se puede observar que la definición de un sistema de compensación adecuado para los miembros internos

de la junta directiva alcanza aproximadamente un 47%, es decir, ni siquiera la mitad de las empresas de Bucaramanga mantienen prácticas adecuadas en este aspecto. Lo que se busca, dentro de las prácticas de buen gobierno corporativo, es que la compensación de los Directores esté claramente definida, para evitar problemas de inconformidades que pudieran llevar a algunos a aprovechar su poder dentro de la empresa para decretarse aumentos en su salario o pagos extraordinarios en algún momento. Por ésto, el resultado obtenido llama la atención a las empresas de la región para adoptar verdaderos sistemas de compensación, libres de improvisación.

En cuanto a las funciones de la junta directiva, con un cumplimiento del 55%, se encontró que las principales falencias estaban en el desconocimiento del tema de gobierno corporativo y el código de buen gobierno para las empresas, pues solo el 22% de las empresas indicaron que la junta directiva tenía como función elaborar este código o uno similar que controlara las prácticas de manejo de las empresas. Otra función con bajo nivel de cumplimiento (41%) es la de elaborar los perfiles de los cargos de los ejecutivos clave, que debe ser sin duda una función exclusiva de la junta directiva, así como la determinación del sistema de compensación de estos ejecutivos.

**Tabla 6.14 Funciones de la Junta Directiva: Resultados en la muestra**

<b>FUNCIONES EXCLUSIVAS DE LA JUNTA DIRECTIVA</b>	<b>% DE CUMPLIMIENTO</b>
Aprobar el Código de Buen Gobierno y las modificaciones o ajustes posteriores.	22,45%
Elaborar perfiles de los cargos de ejecutivos clave	40,82%
Efectuar reportes periódicos a los socios sobre la situación financiera y de Gobierno de la sociedad	48,98%
Aprobar transacciones entre partes relacionadas (socios, filiales).	55,10%
Determinar los sistemas de compensación de los ejecutivos de la sociedad	61,22%
Verificar la efectividad y transparencia de los sistemas contables de la sociedad	73,47%
Aprobar y examinar la estrategia corporativa de la sociedad	79,59%
Aprobar la programación, elaboración y ejecución del presupuesto de la Sociedad	79,59%
Nominar, nombrar, evaluar y remover al Presidente de la Junta Directiva	79,59%
Solicitar informes periódicos a los ejecutivos sobre la situación de la sociedad.	81,63%

Fuente y cálculo: Los autores

Además se debe resaltar que el 51% de las empresas no indicaron como función de la junta entregar reportes a los socios sobre la situación de la empresa, algo que sin duda debe ser una obligación, pues la junta directiva debe representar los

intereses de los socios en una empresa. El listado completo de funciones y sus resultados se presentó en la tabla 6.14.

**6.4.6 Resultados de “X6: Comités de la junta directiva”.** Esta variable se utilizó para medir los resultados sobre los “comités de la junta directiva”, su existencia, composición y funciones. Los resultados obtenidos fueron los peores de todas las variables evaluadas, con solo un 7% de cumplimiento y un nivel de gobierno corporativo Bajo, mostrando un desempeño insuficiente de las empresas de Bucaramanga y mucho espacio para mejorar en el futuro.

**Tabla 6.15 Resultados de X6: Comités de la Junta Directiva**

EXISTENCIA DE COMITÉS DE JUNTA DIRECTIVA	% DE CUMPLIMIENTO
Comité de estudio de Conflictos de interés	4,08%
Comité de Auditoría	6,12%
Comité de nombramientos y modificaciones a la estructura salarial	10,20%

Fuente y cálculo: Los autores

Básicamente se encontró que las empresas que han adoptado la organización de su junta directiva en comités encargados de realizar labores específicas son muy pocas, pues ésta es una práctica desconocida en la región. Los resultados de este estudio son un buen punto de partida hacia la promoción de mejores sistemas de organización en las empresas de la región, en donde se dé un nivel de importancia relevante a las funciones de la junta directiva, su aporte al crecimiento de la empresa, y se comprenda que la organización de comités internos permite abarcar diferentes áreas y temas de dirección de la empresa, facilitando la inclusión de asesores externos expertos en la materia en dichos comités.

**6.4.7 Resultados de “X7: Remuneración y obligaciones de la alta dirección”.** Con el 87% de cumplimiento X7 alcanza un nivel Alto de gobierno corporativo en la muestra evaluada, y es la variable de mejor comportamiento del modelo aplicado.

Esta variable se midió con solo dos preguntas, en las que se interrogó sobre el conocimiento y aprobación por parte junta directiva de la remuneración de los ejecutivos de la empresa, y sobre la periodicidad con que los ejecutivos rendían informes de su gestión a los miembros de la junta directiva. Los resultados a estas preguntas fueron del 90% de aprobación para la primera y del 84% para la segunda, teniendo en cuenta como positivas las empresas en las que se rendían informes frecuentemente (mensualmente como mínimo).

Lo expuesto demuestra que existe un alto nivel de control a la labor de los ejecutivos de las empresas de la región, esto sucede porque los empresarios locales mantienen un estrecho vínculo con sus empresas, y cuando no se encuentran al frente de las mismas es porque han nombrado personas más capacitadas para esta labor, a las cuales se vigila de cerca, en su desempeño y en el de la empresa, pues ésta constituye generalmente el patrimonio de su familia (de acuerdo a los resultados encontrados y presentados en el capítulo 4 el 70% de las empresas de la región son familiares).

**6.4.8 Resultados de “X8: Relación con los Stakeholders”.** Las relaciones con los grupos de interés obtuvieron un resultado de cumplimiento del 30%, y esta variable fue clasificada en un nivel de gobierno corporativo Bajo, resultado esperado al iniciar el estudio como consecuencia de la baja adopción de responsabilidad con su entorno en la mentalidad del empresario local.

**Tabla 6.16 Resultados de X8: Relación con los Stakeholders**

RELACIÓN CON LOS STAKEHOLDERS	% DE CUMPLIMIENTO
Acceso a la Información para los grupos de interés	20,41%
Políticas de Responsabilidad social	26,53%
Políticas de protección Medioambiental	34,69%
Política Anti-discriminación (por raza, sexo o religión)	38,78%

Fuente y cálculo: Los autores

Los resultados específicos, mostrados en la tabla 6.16, señalan varias situaciones en particular:

- 1) No se brinda el suficiente acceso a información de relevancia que afecta los grupos de interés, sobre todo en casos que afectan a los empleados.
- 2) Hay un desconocimiento alto sobre el concepto de responsabilidad social empresarial, cerca del 75% de los empresarios desconocen este tema o consideran que solo se aplica a grandes empresas multinacionales y no a las empresas de la región.
- 3) La protección del medio ambiente no es considerada como un deber de las empresas; alguna de ellas sólo dicen cumplir con lo establecido por la ley, y en otras se manifiesta incluso desconocer el marco legal de protección medioambiental.
- 4) Cerca del 39% de las empresas manifestó mantener una política anti-discriminación, y aunque la mayoría de las que no contaban con esta política manifestaron no discriminar a las personas, es necesario que esto sea establecido

como política de la empresa y se le dé cumplimiento pleno, para así fortalecer a la empresa en su relación con los empleados, quienes constituyen uno de los grupos de interés más importante en el desarrollo de sus actividades.

## **6.5 CONSTRUCCIÓN DEL ÍNDICE DE GOBIERNO CORPORATIVO PARA LAS EMPRESAS DE LA REGIÓN**

Con el fin de obtener una calificación global en prácticas de gobierno corporativo para las empresas de la región, evaluadas de acuerdo a un solo índice, que integre los resultados presentados en la sección anterior, respecto a las ocho variables explicativas presentados en la sección anterior, se generó un procedimiento que permitió encontrar un valor único para cada empresa.

Este procedimiento consistió en determinar el nivel de cumplimiento de las prácticas de gobierno corporativo en cada variable, ubicando este nivel en una escala de 0 a 100. Para hacerlo se tuvo en cuenta la escala con que se puntuaron las variables (tabla 6.2), y de acuerdo a ésta se procedió a determinar el valor de cada variable en cada empresa con la siguiente ecuación:

$$(1) \quad Vx_i = \left[ \frac{(Px_i - 1)}{(P_{\max x_i} - 1)} \right] * 100$$

En la ecuación (1) se resta una unidad en el numerador y en el denominador porque en la escala de puntuación original se determinó que el valor mínimo de todas las variables era uno; se hace necesario sustraer de los puntajes este valor para que se puedan comparar los aumentos netos sin incluir el “valor agregado” de usar una escala que comienza en uno y no en cero.

Los términos usados en la ecuación (1) se definen como sigue:  $Vx_i$  es el valor de la variable  $x_i$  en la empresa evaluada, expresado en la escala de 0 a 100 utilizada para estandarizar los resultados;  $Px_i$  es el puntaje que obtuvo la respectiva empresa en la variable  $x_i$  de acuerdo a sus respuestas en el cuestionario de gobierno corporativo, y en la escala definida en la tabla 6.2; y  $P_{\max x_i}$  es el puntaje máximo que podía alcanzar la variable  $x_i$ .

Una vez se tuvieron los puntajes de las ocho variables para cada empresa se procedió a hallar el índice global de gobierno; para hacerlo se utilizaron las ponderaciones determinadas para cada variable (ver tabla 6.3), y multiplicando las ponderaciones de cada variable por el valor obtenido en la ecuación (1) se llegó a la calificación global de la empresa en prácticas de gobierno corporativo. La expresión final para obtener este índice es la siguiente:

$$(2) \quad \text{Índice de Gobierno Corporativo} = I_{GC} = \sum (Px_i * Vx_i)$$

Utilizando los valores  $Px_i$  de la tabla 6.3 se tiene:

$$(3) \quad I_{GC} = 0.21Vx_1 + 0.1Vx_2 + 0.1Vx_3 + 0.15Vx_4 + 0.15Vx_5 + 0.09Vx_6 + 0.06Vx_7 + 0.1Vx_8$$

Con los resultados de este índice se determinaron tres niveles de gobierno corporativo para las empresas evaluadas, y para hacerlo se usaron los siguientes criterios:

- Nivel Bajo de GC: si el  $I_{GC}$  es menor a 35 puntos
- Nivel Medio de GC: si el  $I_{GC}$  está entre 35 y 70 puntos
- Nivel Alto de GC: si el  $I_{GC}$  es mayor a 70 puntos

De esta forma, teniendo un índice general y un nivel de gobierno corporativo para cada empresa, se obtuvo lo siguiente para el conjunto de empresas encuestadas:

- 1) El puntaje promedio de  $I_{GC}$  fue de 41.81 puntos sobre un máximo de 100, con una desviación estándar de 12.77 puntos. Esto coloca a las empresas de la región en un nivel Medio de gobierno corporativo, con mayor tendencia al nivel Bajo que al Alto.
- 2) Se clasificaron 16 empresas en el nivel Bajo de gobierno corporativo, y 32 empresa en el nivel Medio. Tan solo una empresa alcanzó el nivel Alto, lo cual demuestra el bajo desarrollo de estas prácticas en las empresas locales.
- 3) Se obtuvo un intervalo de confianza a un nivel del 95% sobre la media del  $I_{GC}$  para la población de las empresas de Bucaramanga<sup>12</sup>; el intervalo estimado es el siguiente:

$$40.573 \leq \mu \leq 43.055$$

- 4) El intervalo de confianza al 95% para la varianza de la población es el siguiente<sup>13</sup>:

---

<sup>12</sup> Se utilizó el procedimiento para estimación de intervalos en una población de distribución normal, con media y varianza desconocida. Sobre el tema véase: MONTGOMERY, Douglas y RUNGER, George. Probabilidad y estadística aplicadas a la ingeniería. México : McGraw Hill, 2001. p. 323 - 370

<sup>13</sup> Más sobre el cálculo de los intervalos de confianza en: *Ibíd.*, p. 349.

$$113.427 \leq \sigma^2 \leq 254.335$$

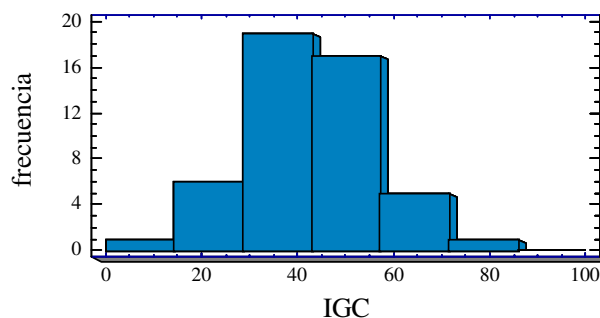
De este intervalo se obtiene el rango en que se mueve la desviación estándar de la población de empresas de Bucaramanga al medir el I<sub>GC</sub>:

$$10.65 \leq \sigma \leq 15.95$$

- 5) Los intervalos presentados en los numerales 3) y 4) corroboran estadísticamente que las empresas de Bucaramanga presentan un nivel de gobierno corporativo menor al 50% de cumplimiento de buenas prácticas en la materia, un resultado que se traduce en un nivel de competitividad bajo para atraer la inversión extranjera hacia la región.

El gráfico 6.1 presenta un histograma construido a partir de los resultados de los I<sub>GC</sub> de las empresas encuestadas, se puede apreciar un comportamiento normal en la muestra, con una media inferior al puntaje medio en la escala del índice (50 puntos). Sobre la normalidad de los datos se realizó la prueba de bondad de ajuste (ver anexo G.), cuyos resultados no permiten rechazar la idea de que la muestra procede de una distribución normal, a un nivel de confianza del 90%<sup>14</sup>. Estos resultados dan validez a los intervalos calculados anteriormente en donde se asumía la procedencia de los datos de una población de distribución normal.

**Gráfico 6.1 Histograma de los IGC en las empresas de la muestra**



Fuente: Los autores

Para presentar otros hallazgos a partir del cálculo del índice de gobierno corporativo se mostrará el ranking con las empresas de la región que obtuvieron los mejores resultados. A continuación se muestra el “top 10” de las empresas de Bucaramanga en cumplimiento de prácticas de buen gobierno corporativo<sup>15</sup>:

<sup>14</sup> Este nivel de confianza corresponde al menor valor p obtenido al realizar el test chi-cuadrado y la prueba de Kolmogorov-Smirnov. Se invita al lector que desee conocer los cálculos de estas pruebas a ver el anexo G.

<sup>15</sup> Los autores determinaron no mostrar el listado completo de las empresas encuestadas y sus puntajes en el índice de gobierno corporativo en virtud de mantener el buen nombre público de las empresas que obtuvieron resultados regulares.

**Tabla 6.17 Top 10 de las empresas de la región de acuerdo al I<sub>GC</sub>**

Posición	Empresa	Puntaje IGC	Nivel de Gobierno Corporativo
1	Electrificadora de Santander S.A. - ESSA -	77,33	Alto
2	Inversiones de Transportadores del Sur S.A. - SOTRASUR S.A. -	64,75	Medio alto
3	Urbanizadora David Puyana S.A. - URBANAS -	62,38	Medio alto
4	Fianzacrédito Inmobiliario de Santander S.A.	61,00	Medio alto
5	Industrias Tanuzi S.A	59,75	Medio
6	Grupo Andino Marín Valencia Constructores S.A.	57,58	Medio
7	Petrocasinos S.A	56,33	Medio
8	Garcillantas S.A.	55,08	Medio
9	Salud Social IPS S.A.	53,13	Medio
10	Ferretería Aldía S.A.	53,08	Medio

Fuente: Los autores

## **6.6 ANÁLISIS ECONÓMICO FRENTE AL NIVEL DE GOBIERNO CORPORATIVO DE LAS EMPRESAS DE LA REGIÓN**

Hasta este punto, se construyó una variable de nivel de gobierno corporativo a partir de los resultados del índice de gobierno, que integraron a su vez los resultados de ocho variables específicas, medidas a partir de varias preguntas del cuestionario aplicado. En esta sección, se efectúa una propuesta de modelización que permita medir el nivel de gobierno corporativo de las empresas a partir de la utilización de métodos econométricos, que precisan el comportamiento de las variables explicativas (endógenas), y su relevancia e influencia marginal sobre el nivel global de gobierno, visto como un mecanismo de medición de riesgo en las empresas<sup>16</sup>.

Además, se estudiará la relación entre el nivel de gobierno corporativo y otras variables externas (exógenas), relacionadas con índices de gestión de las empresas, con el fin de determinar posibles relaciones que corroboren el postulado teórico de que el gobierno corporativo genera valor.<sup>17</sup>

---

Sin embargo, dejan a disposición de las empresas que participaron en el estudio su resultado particular, para lo cual invitan a algún representante de las mismas a ponerse en contacto con la Universidad Industrial de Santander.

<sup>16</sup> De acuerdo a los postulados teóricos se acepta que las empresas con mejor nivel de gobierno corporativo son más atractivas para los inversionistas, pues generan mayor confianza a estos sobre su inversión; esto sin perjuicio de muchas otras variables que entran a jugar a la hora de medir el riesgo global de una empresa y ser criterio para una inversión. Sobre el tema véase: PAZ ARES, Cándido. El Gobierno Corporativo como estrategia de creación de valor. *S.l.* : Bolsa de Valores de Colombia, 2004. 44 p.

<sup>17</sup> *Ibíd.*, p. 15 - 33

El objetivo de la construcción del modelo econométrico es obtener una estimación del nivel de gobierno corporativo en las empresas de Bucaramanga a partir de un modelo probabilístico<sup>18</sup>. A diferencia del modelo desarrollado anteriormente, cuyo carácter determinístico estaba marcado por la capacidad de indicar un puntaje preciso de gobierno corporativo para las empresas<sup>19</sup>, el modelo econométrico incluye un elemento estocástico que recoge la aleatoriedad presente en las mediciones (atribuible no solo a diferencias en las variables tenidas en cuenta en las mediciones, sino también a la aleatoriedad del comportamiento humano<sup>20</sup>). La construcción de un modelo probabilístico indica que no se obtendrá una afirmación exacta del nivel de gobierno corporativo para las empresas que sean medidas con el modelo (tal como se obtuvo anteriormente a partir del índice de gobierno), sino la probabilidad de que las empresas se encuentren en un determinado nivel de gobierno. La justificación de todo este desarrollo radica en establecer un modelo más sencillo y validado estadísticamente, que a partir de los datos de una variable de interés y de un conjunto de variables explicativas, pueda especificar una relación entre variables para realizar futuras mediciones respecto al estado de gobierno de las empresas y su evolución frente a los resultados actuales.

Para construir el modelo probabilístico se elige una función que permita construir una regresión de datos ordenados, sin perder las características intrínsecas de los mismos, este tipo de modelo se conoce como *Logit Ordenado*<sup>21</sup>. En el modelo *Logit*, los valores observados por la variable dependiente son discretos y reflejan el criterio asignado por los autores al nivel de gobierno de acuerdo al resultado del índice.

La categorización utilizada muestra que una empresa cuyo nivel de gobierno corporativo se encuentra al interior de los rangos calculados puede identificarse con el valor resultante de los criterios exhibidos a posteriori, siendo los niveles de gobierno corporativo los catalogados como Alto, Medio y Bajo (3, 2 y 1 respectivamente).

El modelo proporcionará valores que se ubicarán dentro de una serie de rangos calculados, y dependiendo del rango en que se ubique cada empresa, se asignará el valor a la variable dependiente (1, 2 o 3).

En este punto hay cuatro datos que no se encuentran a disposición del observador común: 1) el nivel de gobierno corporativo de una empresa, 2) los intervalos que

---

<sup>18</sup> Para conocer los fundamentos teóricos de los modelos de regresión con variables dependientes discretas véase: GREENE, William H. *Análisis Econométrico*. 3 ed. Madrid : Pearson educación, 1999. p. 749 - 816

<sup>19</sup> Vale la pena aclarar que el carácter determinístico atribuido a este modelo resulta por las características de los resultados que arroja, pero fue construido bajo el criterio de los autores, lo cual lo dota de una aparente subjetividad; sin embargo ésta no ha sido superada por ningún modelo de medición de gobierno corporativo desarrollado a la fecha.

<sup>20</sup> GREENE. *Op. cit.*, p. 2

<sup>21</sup> Sobre el modelo *Logit Ordenado* véase: *Ibíd.*, p. 796.

permiten clasificar este nivel de gobierno (de acuerdo a la categorización precedente), 3) la forma en que las variables endógenas definidas como explicativas del gobierno corporativo afectan el nivel global de gobierno de la empresa, y 4) la forma en que las variables exógenas pueden estar relacionadas con el nivel de gobierno corporativo. Estos datos son los que permiten calcular el modelo *Logit Ordenado*, y para hacerlo se debe partir de los resultados empíricos obtenidos en esta investigación y presentados en las secciones anteriores.

Para el desarrollo matemático del modelo se plantea la forma básica de la regresión obtenida por un *Logit*, definiendo  $A_t$  como el nivel de gobierno corporativo de la empresa  $t$ . Se supone que  $A_t$  no es observable y está determinada por un conjunto de variables  $X$ , de tal manera que:

$$(4) \quad A_t = \beta^T X + \varepsilon_t$$

donde se asume que  $\varepsilon_t$  sigue una distribución logística<sup>22</sup>. A su vez,  $\beta^T$  y  $X$  representan el vector de los parámetros y las variables del modelo, respectivamente.

Para la estimación, al no disponer de datos de  $A_t$  se utiliza el siguiente criterio de análisis:

$y_1 = 1$ (Nivel Bajo)	Si	$A_t \leq \mu_1$
$y_2 = 2$ (Nivel Medio)	Si	$\mu_1 \leq A_t \leq \mu_2$
$y_3 = 3$ (Nivel Alto)	Si	$A_t > \mu_2$

donde  $\mu_1$  y  $\mu_2$  son los valores umbrales que son estimados con los  $\beta^T$ , conjuntamente.

Las probabilidades de observar los niveles de gobierno corporativo considerados antes resultan en función de la distribución logística, de manera que se tiene:

$$(5) \quad L^*(A_t)$$

Donde  $L = \frac{e^{\beta^T X}}{1 + e^{\beta^T X}}$  es la formulación de la propiedad logística. Las probabilidades en el caso de este estudio serán las siguientes:

---

<sup>22</sup> La distribución logística es similar a la distribución normal, excepto por sus colas: son más altas en la distribución logística; véase, *Ibíd.* p. 752.

$$\begin{aligned}
P(y_t = 1) &= P(A_t \leq \mu_1) &= L^*(\mu_1 - \beta^T X) \\
P(y_t = 2) &= P(\mu_1 \leq A_t \leq \mu_2) &= L^*(\mu_2 - \beta^T X) - L^*(\mu_1 - \beta^T X) \\
P(y_t = 3) &= P(A_t > \mu_2) &= 1 - L^*(\mu_2 - \beta^T X)
\end{aligned}$$

Donde P es la probabilidad de que  $y_t$  se encuentre en un nivel de gobierno corporativo. Para efectos del cálculo, el término escrito en (5) queda como sigue:

$$(6) \quad L^*(\mu_i - \beta^T X) = \frac{\ell^{\mu_i - \beta^T X}}{1 + \ell^{\mu_i - \beta^T X}} \quad \forall i = 1, 2.$$

La interpretación de los resultados de un modelo ordenado se puede realizar a través de derivadas parciales o los efectos marginales. En este estudio se analizarán los efectos marginales, que corresponden a la variación de la probabilidad para cada nivel de gobierno corporativo, ante cambios en las variables explicativas (de carácter endógeno).

Los coeficientes estimados en un modelo ordenado no cuantifican de manera directa la variación marginal ante cambios en las variables, pero los signos de estos coeficientes sí indicarán de forma directa la dirección de esta variación. Para el caso de la evaluación con las variables exógenas lo que interesa es determinar el signo, que proporciona una idea de cómo varía el nivel de gobierno frente a factores externos (esto es, si aumenta o disminuye).

La estimación del modelo se realizará utilizando el programa *E-Views*, que utiliza un procedimiento de maximización de la función de máxima verosimilitud a través del método *Quadratic Hill Climbing* y usa la técnica de varianzas robustas de *Huber* y *White*.

**6.6.1 Hallazgos frente a variables endógenas.** Se consideraron como variables endógenas las ocho variables explicativas del modelo de medición de gobierno corporativo desarrollado en este trabajo (ver definición de variables en la sección 6.3).

El objetivo de la regresión ordenada de estas variables es determinar su relevancia estadística frente a los resultados globales de gobierno corporativo de una empresa. Para hacerlo, se realizaron varias regresiones que incluyen algunas de las variables, y se escogió la regresión en la cual se incluyeron un mayor número de variables con un nivel de significancia importante. En el caso del

análisis marginal es previsible observar que todas las variables se comportan de forma positiva frente al nivel de gobierno corporativo.<sup>23</sup>

Con el fin de determinar las variables más relevantes para realizar la regresión *Logit*, se comprobó la relación estadística entre cada una de las variables y el nivel de gobierno corporativo de las empresas. Para hacerlo se planteó la siguiente hipótesis y su correspondiente alternativa:

$H_0: X_j$  NO tiene relación con  $A_t$

$H_1: X_j$  tiene relación con  $A_t$

La hipótesis anterior se plantea de forma numérica así:

$H_0: \beta_i = 0; H_1: \beta_i \neq 0$

Ya que si el coeficiente estimado estadísticamente es cero no sería significativo para el modelo, por tanto la variable estaría descartada.

La tabla 6.18 muestra los resultados de evaluar cada variable frente a ésta hipótesis, indicando el valor de la probabilidad del estadístico z obtenido, y el nivel de confianza en el cual se puede rechazar la hipótesis nula. El lector puede apreciar que se obtuvo relación entre la mayoría de las variables y el nivel de gobierno corporativo a niveles de confianza aceptables. Tan solo para la variable X6 no se pudo rechazar la hipótesis nula al realizar la prueba con un nivel de confianza del 90%.

**Tabla 6.18 Resultados prueba de hipótesis sobre la relación entre las variables  $X_i$  y  $A_t$**

Variables	Prob. (del estadístico Z)	Nivel de confianza de la prueba
X8 = Relación con los Stakeholders	0,0005	99%
X3 = Acceso a la información para los accionistas	0,0010	99%
X1 = Derechos de los accionistas	0,0022	99%
X2 = Facultades de la Asamblea General de Accionistas	0,0030	99%
X4 = Transparencia y acceso a la información para el mercado	0,0136	95%
X7 = Remuneración y obligaciones de la alta dirección	0,0300	95%
X5 = Funcionamiento y composición de la Junta Directiva	0,0556	90%
X6 = Comités de la Junta Directiva	0,1082	-

Fuente y cálculo: Los autores

<sup>23</sup> Ya que estas variables se definieron desde el punto de vista teórico como explicativas del buen gobierno, los autores esperan que la regresión arroje signos positivos para todas, pues su crecimiento debería significar un aumento del nivel global de gobierno de una empresa.

Partiendo de los resultados de la tabla anterior, se realizaron nueve regresiones combinando de diversas formas las variables participantes en cada una, con el fin de obtener un modelo cuyos valores estadísticos tuvieran una validez aceptable. La elección de una de las regresiones como modelo definitivo tuvo como criterios varios factores, entre ellos la capacidad predictiva del modelo observada a través de la medida de bondad de ajuste pseudo-R<sup>2</sup>, la significancia global del modelo medida a través del estadístico LR con la prueba ji-cuadrado y su valor p, y la significancia individual de las variables del modelo a través del valor p del estadístico z calculado para cada una ellas.<sup>24</sup>

A continuación se presentan los resultados relevantes de la regresión escogida por los autores como la mejor, y sobre la cual se realizaron los análisis de variación marginal.

**Tabla 6.19 Logit ordenado: nivel de gobierno corporativo. Resultados del modelo escogido**

Variable Dependiente: Nivel de Gobierno Corporativo (At)				
Método: ML - Ordered Logit (Quadratic hill climbing)				
Tamaño de la muestra: 49				
Número de valores de orden indicados: 3 (niveles de GC)				
Convergencia después de: 13 iteraciones				
La matriz de covarianza fue computada usando segundas derivadas				
<b>VARIABLES DEL MODELO</b>				
	Coeficiente	Error estándar	Estadístico Z	Prob. de Z
X1 = Derechos de los accionistas	4,133178	1,896032	2,17991	0.0293
X3 = Acceso a la información para los accionistas	4,473784	2,384579	1,87613	0.0606
X5 = Funcionamiento y composición de la Junta Directiva	1,877837	1,074017	1,74842	0.0804
X8 = Relación con los Stakeholders	9,771982	4,822895	2,02617	0.0427
<b>PUNTOS LÍMITES</b>				
Límite de 2 (nivel medio GC)	54,44844	25,82634	2,10825	0,0350
Límite de 3 (nivel Alto GC)	102,8270	53,28461	1,92977	0,0536
Pseudo - R <sup>2</sup>	0,851077			
LR statistic (4 df)	60,3145			
Probability(LR stat)	2.49E-12			

Fuente y cálculo: Los autores

<sup>24</sup> El lector puede revisar los resultados principales de todas las regresiones en el anexo H.

Sobre los resultados obtenidos se observa lo siguiente:

- 1) Los signos de los coeficientes de todas las variables resultaron positivos, tal como se había previsto antes de realizar la regresión, lo que demuestra que el crecimiento de las cuatro variables escogidas se traduce directamente en un crecimiento del nivel de gobierno corporativo de las empresas.
- 2) El valor p del estadístico z calculado para cada variable muestra que dos de ellas, x1 y x8, son significativas en el modelo a un nivel de confianza del 95%. Si se coloca el nivel de confianza del modelo en un 90% las cuatro variables que lo conforman (x1, x3, x5 y x8) resultan significativas para explicar el nivel de gobierno corporativo de las empresas.
- 3) Los umbrales de los niveles de gobierno corporativo (1, 2 y 3) calculados en el modelo resultan significativos a un nivel de confianza del 90% (en el caso del umbral de la categoría “2” hasta a un nivel del 95%).
- 4) La medida de bondad de ajuste pseudo-R2 alcanza un valor del 0.851, la mejor de todas las regresiones realizadas, que muestra un nivel de predicción relativamente alto para el modelo.
- 5) Aunque los coeficientes del modelo no resultan relevantes para analizar la variación marginal de las categorías<sup>25</sup>, su valor si da una idea de la importancia que tiene cada una de las cuatro variables sobre los resultados globales, siendo x8 (relación con los stakeholders) la que aparentemente tiene un peso mayor sobre el nivel global de gobierno de las empresas. Sin embargo, estas suposiciones solo podrán ser comprobadas al realizar un análisis de la variación de las probabilidades de estar en los tres niveles de gobierno al cambiar el valor de cada una de las variables.
- 6) La prueba de significancia global del modelo se realiza a partir del estadístico LR, que tiene un valor de 60.3145 en esta regresión. La hipótesis nula  $H_0: \beta_1 = \beta_2 = \beta_3 = \beta_4 = 0$  se rechaza si el valor de LR es mayor al valor crítico de la prueba  $\chi^2$ , determinado por el valor ji-cuadrado teórico con k grados de libertad (donde k es igual al número de variables más el número de umbrales calculados, en este caso, dos). Realizando la prueba a un nivel de confianza del 99%, tenemos el valor crítico  $\chi^2_{0.01;6} = 18.55$ ;  $LR > \chi^2$ , es decir, se rechaza la hipótesis nula, por lo tanto el modelo analizado tiene validez global. El lector puede revisar los datos de las demás regresiones en el anexo H, y comprobar que todas alcanzan un buen nivel de significancia global.

---

<sup>25</sup> Debido a que la relación entre las variables no es lineal, sus betas no resultan relevantes para el análisis marginal.

Utilizando la regresión escogida se ilustrará al lector la forma en que el modelo permite realizar la medición del nivel de gobierno corporativo. Para hacerlo, se mostrará el cálculo de las probabilidades para una empresa escogida al azar, partiendo de la ecuación arrojada por la regresión:

$$(7) \quad \beta^T X = 4.133178 * X1 + 4.473784 * X3 + 1.877837 * X5 + 9.771982 * X8$$

La empresa seleccionada obtuvo los siguientes valores después de contestar el cuestionario de gobierno corporativo:  $X1= 5$ ,  $X3= 3$ ,  $X5=5$  y  $X8=1$ . Al remplazar en (7) tenemos que  $\beta^T X = 53.2484$ . De acuerdo a los umbrales estimados  $\mu_2 = 54.44844$  (ver tabla 7.19), por lo tanto el modelo predice que la empresa analizada pertenece a la categoría “1”, nivel Bajo de gobierno corporativo. Sin embargo, es evidente que el valor  $\beta^T X$  se encuentra muy cerca del umbral, por lo que las probabilidades del modelo darán una idea más clara de la situación de esta empresa.

Para el cálculo de las probabilidades se seguirá el procedimiento descrito anteriormente que dio origen a la expresión (6).

Primero se estimará  $e^{(\mu_2 - \beta^T X)} = e^{(54.44844 - 53.2484)} = 3.3202$ ; ahora utilizando la expresión (6) tendremos:

$$P(y = 1) = \frac{e^{(\mu_2 - \beta^T X)}}{1 + e^{(\mu_2 - \beta^T X)}} = \frac{3.3202}{4.3202} = 0.768529$$

Es decir,  $P(y = 1) = 76.85\%$ . Siguiendo el mismo procedimiento se obtendrá  $P(y = 2) = 23.15\%$  y  $P(y = 3) = 0\%$ , que representan los valores de las probabilidades de tener un nivel de gobierno corporativo Bajo (1), Medio (2) y Alto (3) para esta empresa.

Como el lector puede observar, este análisis presenta de forma más detallada el nivel de la empresa, y despeja las dudas que dejó la cercanía del valor  $\beta^T X$  calculado antes, con el umbral del nivel 2. La probabilidad de 23% de que la empresa está en el nivel medio de gobierno corporativo refleja la cercanía con el umbral, pero reafirma que mayoritariamente la empresa se encuentra en un nivel Bajo y debe concentrar esfuerzos para aumentar sus probabilidades de ubicarse en un mejor escalafón.

También es posible calcular un valor esperado<sup>26</sup> a partir de las probabilidades, que podría servir en algún caso como índice de gobierno corporativo. Para esta

---

<sup>26</sup> El valor esperado se calcula como sigue:  $VE = 1 * p(y=1) + 2 * p(y=2) + 3 * p(y=3)$

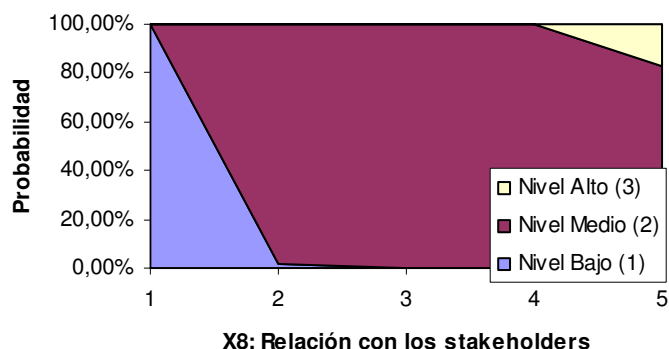
empresa, el Valor Esperado de su nivel de gobierno es 1.231, lo que refleja que se encuentra más cerca del nivel mínimo que del siguiente nivel, y debe concentrarse en tomar medidas orientadas a mejorar sus prácticas de gobierno.

Para terminar el análisis realizado con las variables endógenas del modelo se determinará la forma en que la variación marginal de cada una de ellas afecta el nivel de gobierno corporativo de una empresa. Para hacerlo se dejarán constantes tres variables, asignándoles los valores de sus medias muestrales, y se moverá el valor de la cuarta variable en todos sus resultados posibles para evaluar el efecto que esta variación tiene sobre las probabilidades de que una empresa tenga un determinado nivel de gobierno. De esta forma se podrán determinar los cambios en las probabilidades asociadas al nivel de gobierno y las variaciones marginales de las mismas.

Los resultados de estos cambios en las probabilidades permitirán saber que tan sensible es el nivel de gobierno percibido por el modelo desarrollado en este trabajo ante variaciones mínimas en alguna variable. Conocer esta información puede resultar importante para indicar a las empresas de la región cuáles son las áreas en las que deben concentrar mayores esfuerzos en pro del mejoramiento del nivel de gobierno, no solo por sus resultados específicos, sino porque un mejoramiento en esta determinada área se traduciría en una percepción más alta del nivel de gobierno corporativo.

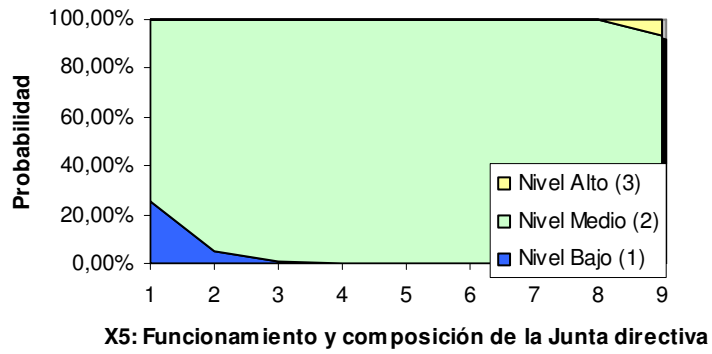
Los valores medios muestrales de las variables del modelo son:  $X1=5$ ,  $X3=3$ ,  $X5=5$  y  $X8=2$ ; a partir de éstos valores, y teniendo en cuenta la escala de cada variable, se obtuvieron las variaciones en las probabilidades. Los gráficos 6.2, 6.3, 6.4 y 6.5 muestran los resultados de este ejercicio para las cuatro variables de la regresión escogida.

**Gráfico 6.2 Cambios en las probabilidades asociadas al nivel de gobierno corporativo ante variaciones en el nivel de la variable X8**



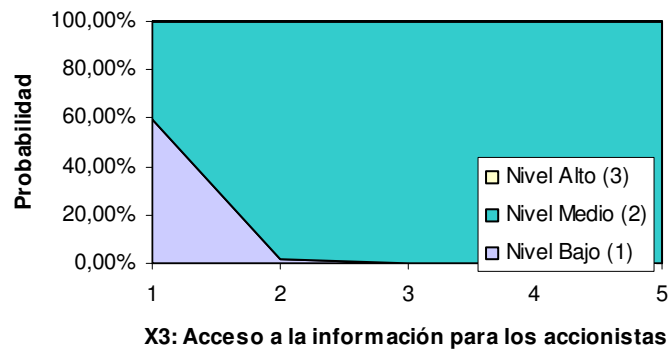
Fuente y cálculo: Los autores

**Gráfico 6.3 Cambios en las probabilidades asociadas al nivel de gobierno corporativo ante variaciones en el nivel de la variable X5**



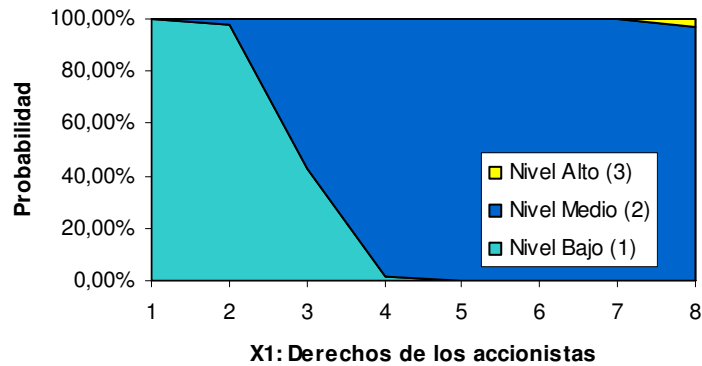
Fuente y cálculo: Los autores

**Gráfico 6.4 Cambios en las probabilidades asociadas al nivel de gobierno corporativo ante variaciones en el nivel de la variable X3**



Fuente y cálculo: Los autores

**Gráfico 6.5 Cambios en las probabilidades asociadas al nivel de gobierno corporativo ante variaciones en el nivel de la variable X1**



Fuente y cálculo: Los autores

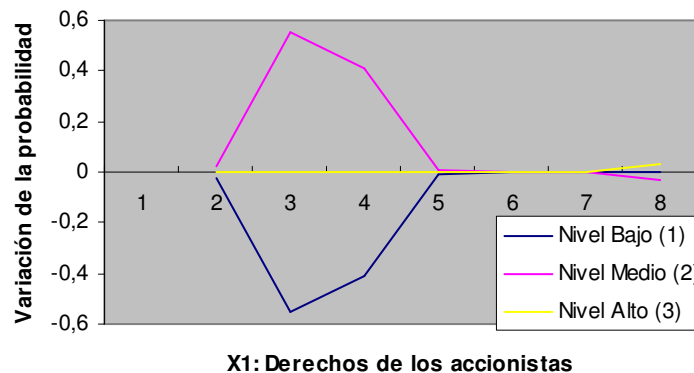
Los anteriores gráficos muestran que, excepto con X1, las variables analizadas pueden proporcionar un paso del nivel de gobierno Bajo al Medio con un mejoramiento de tan solo un punto en sus respectivas escalas; en el caso de X1 este cambio se consolida solo después del cuarto punto, aunque en su escala este nivel representa la mitad de los valores posibles de la variable.

También se aprecia que conseguir llegar al nivel Alto de gobierno es muy difícil para una empresa con resultados medios en las otras variables, pues solo en el caso de X8 se alcanza un 20% de probabilidad de estar en este nivel al obtener el mayor puntaje para esta variable. Para las otras tres variables alcanzar niveles de gobierno corporativo alto no representa probabilidades mayores a un punto porcentual. Esto demuestra que una empresa que planea destacarse en prácticas de buen gobierno debe prestarle atención a todos los frentes analizados en este documento, pues solo una combinación de buenos resultados en todas las áreas le permite alcanzar el nivel Alto.

En general se pudo apreciar que obteniendo valores promedio en todas las variables la probabilidad de tener un nivel determinado de gobierno corporativo se concentra hacia el nivel Medio, resultado que no se aleja del observado en la muestra estudiada en el presente trabajo.

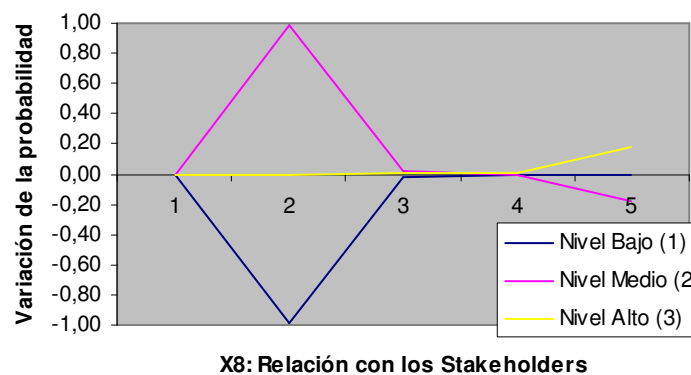
Para continuar con el análisis de variaciones en el modelo se presenta a continuación las variaciones marginales en los niveles de gobierno ante cambios en las variables X1 y X8.

**Gráfico 6.6 Variaciones marginales en el nivel de gobierno corporativo por cambios en X1**



Fuente y cálculo: Los autores

**Gráfico 6.7 Variaciones marginales en el nivel de gobierno corporativo por cambios en X8**



Fuente y cálculo: Los autores

La variable que mostró generar una mayor variación en las probabilidades de los niveles de gobierno fue X8: relación con los stakeholders. Esto demuestra la importancia que tiene en la actualidad la relación con los grupos de interés para las empresas. El concepto de responsabilidad social empresarial no es solo una moda, sino que toma relevancia e importancia al mostrar que las empresas que invierten en esta materia son valoradas con mejores estándares de gobierno, que se traduce en mayor competitividad.

**8.6.2 Hallazgos frente a variables exógenas.** El objetivo de esta nueva regresión es determinar si existe alguna relación entre el nivel de gobierno corporativo encontrado en las empresas participantes del estudio, y algunas

variables relacionadas con sus indicadores financieros o información general de la empresa. Estas variables son:

- A) Rentabilidad Neta del Activo = Utilidad neta / Activos
- B) Rentabilidad Neta del Patrimonio = Utilidad neta / Patrimonio
- C) Índice de Endeudamiento = Pasivos / Activos
- D) Margen de utilidad Neta = Utilidad neta / Ventas
- E) Rotación de Activos = Ventas / Activos
- F) Rentabilidad del Activo antes de impuestos = UAI / Activos
- G) Rentabilidad del Patrimonio antes de impuestos = UAI / Patrimonio
- H) Tamaño de la empresa (Mediana = 0, Grande = 1)
- I) Sector de la empresa (Industrial = 1, Comercial = 2, Servicios = 3, Construcción = 4)
- J) Ubicación de la empresa (Bucaramanga = 1, Girón = 2, Floridablanca = 3, Piedecuesta = 4)
- K) Nivel de ventas (menos de 1.000 millones = 1, entre 1.000 y 5.000 millones = 2, entre 5.000 y 10.000 millones = 3, entre 10.000 y 15.000 millones = 4, entre 15.000 y 30.000 millones = 5, entre 30.000 y 50.000 millones = 6, entre 50.000 y 100.000 millones = 7, más de 100.000 millones = 8)
- L) Ventas netas

Para el cálculo de todos los índices financieros se utilizó la información suministrada por la Cámara de Comercio de Bucaramanga en la base de datos de las empresas medianas y grandes de Santander, que incluye Utilidad neta, Activos, Pasivos, Patrimonio y Ventas de cada empresa.

Con las regresiones de cada variable frente al nivel de gobierno corporativo de las empresas de la muestra se pretendió revisar la existencia de alguna relación interesante que pudiera surgir como hallazgo de la investigación, sin pretender que ésta se convierta en una afirmación concluyente y válida para cualquier empresa en todo el mundo.

Para probar la significancia de las variables exógenas expuestas se plantean las hipótesis:

$$H_0: \beta_i = 0$$

$$H_1: \beta_i \neq 0$$

Si es posible rechazar  $H_0$  se concluirá que existe alguna relación entre la variable analizada y el nivel de gobierno. Los resultados de las regresiones se presentan en la siguiente tabla:

**Tabla 6.20 Nivel de Gobierno corporativo: Resultados de regresión de variables exógenas**

Variable	Signo	Coefficiente	Error Estand.	z-Valor	Prob. de Z
A	+	6,90860	6,7121	1,029267	0,3034
B	+	3,40710	2,9424	1,157917	0,2469
C	-	-0,56904	1,1901	-0,473189	0,6326
D	+	0,40139	3,0945	0,12971	0,8968
E	+	0,01550	0,2721	0,056954	0,9546
F	+	4,32276	4,3833	0,993039	0,3207
G	+	2,11188	1,9388	1,089276	0,2760
H	+	0,71854	0,4095	1,754477	0,0793
I	+	0,08374	0,3141	0,266642	0,7897
J	+	0,06820	0,5203	0,131075	0,8957
K	+	0,54855	0,2312	2,372392	0,0177
L	+	5,34E-11	2,64E-11	2,020005	0,0434

Fuente y Cálculo: Los autores

La hipótesis nula es rechazada a un nivel de 95% de confianza para las variables K) y L), es decir, para nivel de ventas y ventas netas. A un 90% de confianza también es posible rechazar  $H_0$  para la variable H), tamaño de la empresa. Los valores del estadístico z obtenidos para las demás variables analizadas no permiten rechazar la hipótesis nula, por lo que estadísticamente no se encuentra relación entre estas variables y el nivel de gobierno corporativo.

Aunque estos resultados no permiten profundizar el análisis de las variables que no alcanzaron un nivel significativo, es posible revisar brevemente los signos obtenidos en dichas variables. En todos los casos, exceptuando el nivel de endeudamiento, se obtuvieron signos positivos para los coeficientes. Este resultado indica que las empresas que obtuvieron mejores (más altos) índices financieros de rentabilidad y márgenes, también consiguieron posicionarse en un nivel de gobierno corporativo más alto en la medición realizada en este trabajo. A su vez, las empresas que se encontraban más endeudadas tuvieron resultados menos favorables en la medición de gobierno<sup>27</sup>. Todo lo anterior es válido solo

<sup>27</sup> Es importante aclarar que no se afirma de ninguna manera que tener deuda es malo para una empresa, pues financieramente es aceptable e incluso recomendable hasta un determinado nivel de endeudamiento. Sobre este tema se

para la muestra de empresas participantes del estudio (no se pretende generalizar los hallazgos a entornos diferentes al local), y tal como se mencionó antes, la prueba para determinar la significancia de las variables fue rechazada a un nivel de confianza del 90%.

Las variables que si lograron obtener un nivel de significativo fueron el nivel de ventas, las ventas netas y el tamaño de la empresa. La primera de éstas es una categorización de las ventas netas, así que resulta lógico que ambas variables presenten resultados estadísticamente.

La variable tamaño de la empresa permitió clasificar las empresas en medianas y grandes, de acuerdo con lo planteado en este trabajo desde el principio. Se obtuvo relevancia significativa y signo positivo en el coeficiente; esto quiere decir que las grandes empresas obtuvieron mejores resultados en la medición de gobierno corporativo, probablemente debido a que las empresas más grandes de Santander tienen presencia en mercados nacionales e internacionales, razón por la cual las prácticas de buen gobierno se vuelven uno de los requisitos para ser competitivas en la economía globalizada. Al respecto también es posible afirmar, amparándose en la teoría existente sobre el buen gobierno, que las empresas con mejores prácticas corporativas crecen más, ya que son más estables, reciben mayores inversiones, y su imagen pública les permite obtener mejores resultados en el mercado.

El signo positivo en el nivel de ventas muestra que las empresas que tenían ventas más altas también obtuvieron mejores resultados en la medición de gobierno corporativo. Esto puede interpretarse, de acuerdo a la teoría del gobierno corporativo como estrategia para la creación de valor, afirmando que las empresas mejor manejadas son más competitivas, y esto necesariamente se verá reflejado en sus ingresos.

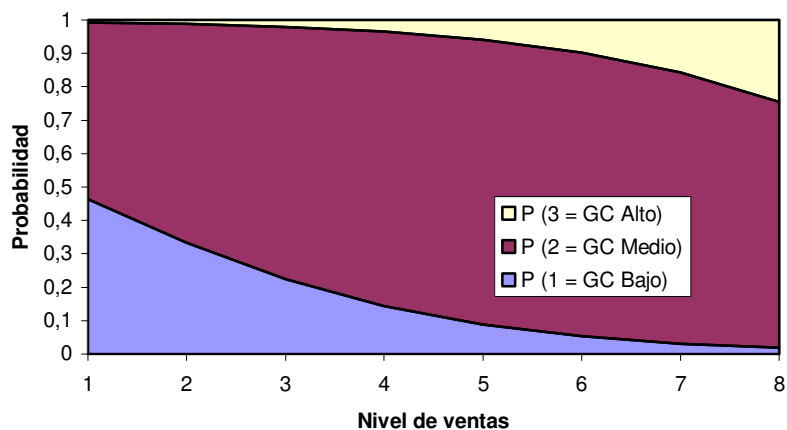
Para finalizar este capítulo, en el que se ha abarcado por completo el tema de gobierno corporativo y el diagnóstico realizado a una muestra de empresas de la región, se presentarán los gráficos correspondientes a la variación de la probabilidad en el nivel de gobierno frente a una variación en el nivel de ventas (definido como la variable exógena K), y la variación marginal de ésta probabilidad. No se realizará el análisis con la variable L, ventas netas, por considerar que las dos variables en cuestión representan un mismo parámetro escrito de formas diferentes (en L, el valor de las ventas en pesos colombianos, y en K, rangos construidos a partir de los valores de ventas), y por lo tanto el análisis de una sola de ellas proporcionará información suficiente.

---

recomienda ver: ARROYO, Yesith; MENDOZA, Carolina y VILLALBA, Luisa. Estructura de financiación de las medianas y pequeñas empresas de Bucaramanga. Bucaramanga : UIS, 2006.

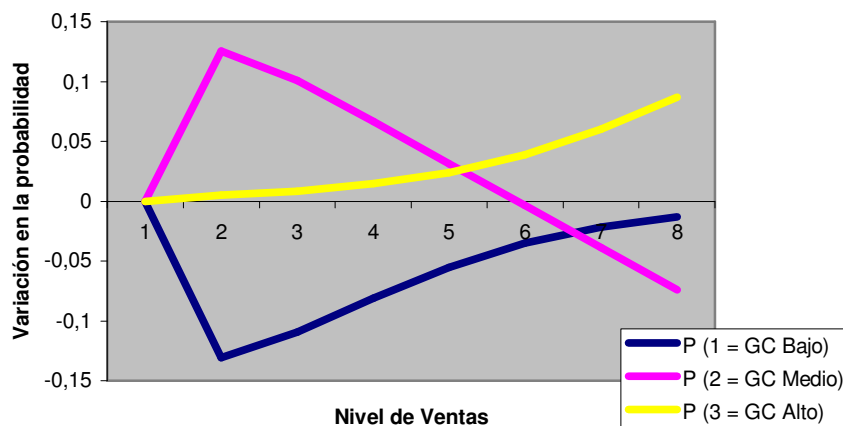
Del análisis marginal, en los gráficos 6.8 y 6.9, es importante resaltar cómo la probabilidad de ubicarse en el nivel Bajo de gobierno corporativo decrece rápidamente entre el nivel 1 y 2 de ventas, es decir, al superar los 1.000 millones en ventas y hasta los 5.000. En el nivel 5 de ventas (entre 15.000 y 30.000 millones) se alcanza la máxima probabilidad de ubicarse en el nivel Medio de gobierno, y a partir de este punto se comienzan a aumentar las probabilidades de estar en el nivel Alto mientras decrecen permanentemente las de ubicarse en nivel Medio y Bajo.

**Gráfico 6.8 Variaciones de la probabilidad en el nivel de gobierno corporativo por cambios en el Nivel de Ventas**



Fuente: Los autores

**Gráfico 6.9 Variaciones marginales en el nivel de gobierno corporativo por cambios en el Nivel de Ventas**



Fuente: Los autores

Para confirmar los resultados del anterior análisis marginal se verificó el promedio de ventas de las empresas de la región, que resultó ser de 21.850 millones aproximadamente; sin embargo, sacando del cálculo las ventas de ESSA (un punto indudablemente fuera de control), el promedio se ubica en los 10.680 millones al año, aproximadamente. Este valor se encuentra muy cercano al nivel 3 de ventas, punto en el cual hay un 23% de probabilidad de estar en nivel Bajo, un 75% de probabilidad de estar en nivel Medio, y un 2% de probabilidad de estar en nivel Alto. Estas probabilidades se encuentran muy cercanas a la distribución real de las empresas, encontrada en el diagnóstico realizado en este trabajo, lo que confirma que el parámetro de ventas refleja de una forma interesante el nivel de gobierno corporativo.

La forma en que una empresa maneja las relaciones con sus grupos de interés determina en buena medida los resultados que obtendrá en el futuro, y aunque las empresas de la región aún se encuentran rezagadas en conocimiento y aplicación de prácticas de buen gobierno, las que tienen los mejores resultados también obtienen mayores niveles de ventas, lo que demuestra que la forma de competir en la actualidad está dando un viraje hacia nuevas prácticas, en las que se valore al cliente, a los proveedores, a los empleados, al medio ambiente y a todo el entorno con que la empresa interactúa.

## CONCLUSIONES

El desarrollo de este trabajo permitió determinar características relevantes de la masa empresarial de la región; esta caracterización mostró que la mayoría de las empresas locales son de origen familiar, y generalmente se encuentran dirigidas por sus propietarios. Al respecto, se puede asegurar que es necesario profundizar en la capacitación de los empresarios locales, sobre el adecuado manejo de las empresas (no en lo referente a sus negocios específicos, que cada uno conoce y maneja muy bien, sino en el adecuado manejo financiero y administrativo en general, que lleve a las empresas a obtener ventajas competitivas a partir de su estructura de capital).

Se observó la concentración en fuentes de financiación tradicionales, principalmente en lo referido a la deuda bancaria de corto plazo (en su mayoría a través de cupos autorizados en las cuentas corrientes). Lo anterior, combinado con los resultados encontrados sobre la participación histórica en el mercado de valores, indica que los empresarios de Bucaramanga y su área metropolitana no conocen las fuentes alternativas de financiación que se negocian en el mercado de valores, fuentes que podrían resultar útiles para mejorar el manejo financiero de las empresas y para otorgarles mayores posibilidades de crecimiento y expansión, dado que, como se dijo anteriormente, se obtendrían ventajas competitivas a partir de una financiación más económica.

Un buen porcentaje de los encuestados afirmó que buscaría financiación para realizar la reposición del capital de trabajo, lo cual constituye un error conceptual, pues las empresas deberían generar los recursos necesarios para realizar esta reposición. Sobre los proyectos que los empresarios desearían financiar, se resalta la ampliación de planta como uno de los más mencionados, en mayor proporción en las empresas industriales, y la necesidad de recursos para llevar las empresas a nuevos mercados, muestra de las perspectivas de mejoramiento existentes en la región.

Existe un gran número de empresas constituidas bajo la figura de sociedades anónimas, pero que en realidad no adoptan esta forma jurídica por el objetivo para el cual fue desarrollada la normatividad de este tipo de sociedad (de reunir una gran cantidad de accionistas), ya que son en realidad sociedades limitadas que ante el público aparecen bajo la figura de "S.A."; esto sucede porque uno o dos socios mayoritarios entregan porcentajes mínimos de la sociedad a miembros de su familia para alcanzar el número mínimo de socios que exige la ley para crear dichas sociedades.

Buena parte de los empresarios afirmaron que su negocio no tenía ningún riesgo, respuesta que pone de manifiesto un bajo nivel de atención de algunos de ellos frente al entorno que los rodea. Pese a esto, la mayoría de los empresarios indicó algún tipo de riesgo que afrontaba su negocio, algunos más específicos que otros. Cabe resaltar que el fuerte nivel de competencia que afrontan las empresas es uno de los riesgos que más se mencionan, lo que sustenta la idea de que los ellos deben empezar a revisar el manejo financiero de sus empresas para generar cambios que los ubiquen en una mejor posición, ya que la competencia que enfrentan hoy en día aumentará de forma drástica con la entrada en vigencia del Tratado de Libre Comercio con los Estados Unidos.

No fue posible llegar a una conclusión sobre un mecanismo único que permita afrontar los riesgos identificados por los empresarios, pues la variedad de estos riesgos restringe las posibilidades de cubrirse frente a todos a partir de una sola alternativa. Por lo anterior, vuelve a tomar fuerza el mejoramiento del manejo financiero de las empresas, que les permita ser más competitivas para salir avante frente a los riesgos de sus negocios. El mejoramiento del que se habla deberá ir incluso más allá de los aspectos financieros, las empresas que deseen tener acceso al mercado de valores tienen que mejorar sus políticas de gobierno corporativo, y esto a su vez contribuirá a fortalecerlas desde dentro para enfrentar los retos que la fuerte competencia les presenta.

*Los Derechos de los Accionistas* refirieron falencias grandes respecto al modelo, aunque factibles de adecuaciones de mejoramiento. Los problemas se manifestaron en la ejecución de procedimientos para la resolución de controversias y conflictos de interés, y de la definición y garantías frente a derechos como el retiro de la sociedad o la protección al accionista minoritario. Se observó que las empresas de la región no se preocupan en definir estos aspectos, pues generalmente son manejadas por sus dueños (son sociedades anónimas con un número de socios pequeño, que trabajan en la empresa), y el control es lo que garantiza que se respeten sus derechos. Sin embargo, se encontró que en la mayoría de las empresas existen restricciones a negociar libremente las acciones, síntoma de la cultura empresarial cerrada hacia la llegada de nuevos inversionistas.

Se vislumbró que las empresas de Bucaramanga y su área metropolitana están fallando en los tiempos de convocatoria de la Asamblea General de Accionistas, ya que son muy bajos frente a los estándares internacionales. Fue visible notar que de nuevo estos estándares no se adaptan de pleno a la región, pues en el caso de Bucaramanga generalmente los propietarios de las empresa se encuentran al frente de las mismas, por lo que son ellos mismos quienes convocan a la asamblea. También se evidenció que la figura de la AGA en la región es, generalmente, similar a la de la junta directiva, por las razones mencionadas anteriormente sobre el número de socios. Por otro lado, se encontró que la mayoría de la empresas no asigna a la AGA (o a otro ente en su

organización), la decisión de emitir bonos, lo que refuerza lo planteado sobre el desconocimiento de mecanismos de financiación no tradicionales.

Se presentan problemas respecto a los medios de acceso a la información a disposición de los socios y a la entrega de información sobre cambios en la composición de propiedad de la sociedad, lo cual significó identificar patrones de ineficiencia presentes en las empresas a las cuales se le realizó el análisis. Nuevamente no se cree, que dadas las condiciones identificadas sobre la mentalidad del empresario de la región, el acceso a la información para los propietarios sea un problema causado por conflictos de interés (entre propietarios y administradores), sino por ineficiencias en la definición de procesos administrativos adecuados en las empresas.

Existe un desconocimiento generalizado sobre el tema de gobierno corporativo y sobre la información que es relevante para diagnosticar el manejo eficiente de una empresa; esto se evidenció en el temor hacia la divulgación de cualquier información interna, pues las empresas restringen el acceso a la información al público en general, y esto se explica a partir de la percepción del riesgo generado por la competencia presente en el campo empresarial.

Se observó que la ausencia de miembros independientes en las juntas directivas y la inadecuada definición de sistemas de compensación para ellos, son males establecidos en la mayoría de las empresas de la región. Desde este contexto se evidenció, que el empresario de la región aún no reconoce como valioso el aporte que personas externas a la empresa con un buen nivel de formación, puedan brindar a la dirección de la empresa en determinadas áreas. Este desconocimiento genera una ignorancia mayor frente a la forma como debería recompensarse el trabajo de estas personas. Por otro lado, se observó que ni siquiera la mitad de las empresas de Bucaramanga mantienen prácticas adecuadas respecto a la definición de un sistema de compensación adecuado para los miembros internos de la junta directiva. En cuanto a las funciones de la junta directiva, se encontró que no se elaboran los perfiles de los cargos de los ejecutivos; al parecer, en las empresas locales no se considera relevante que la junta determine el perfil de los ejecutivos más importantes, probablemente porque estos cargos son ocupados por familiares del propietario de la empresa.

Las empresas no conocen sobre la organización de la Junta Directiva en comités dedicados a estudios de nombramientos y estructura salarial, de auditoría, o de análisis de conflictos de interés, ya que muchas de estas labores son delegadas al gerente o ni siquiera están definidas (como los procedimientos ante conflictos de interés). Se estima que esto se debe al bajo interés en fortalecer la Junta, originado en que los propietarios obtienen el verdadero control a través de la gerencia de la empresa.

La *Remuneración y Obligaciones de la Alta Dirección* mostró buenos resultados sustentados en la definición clara de los sistemas de compensación (contrario a los de los miembros de la Junta Directiva), y del estrecho control que ejercen los propietarios sobre los ejecutivos que manejan sus empresas (esto en los casos en que el propietario no se encuentra al frente de la empresa, que son pocos).

La mayoría de las empresas de Bucaramanga no han adoptado medidas de responsabilidad empresarial en ningún campo (social, ambiental, laboral, comercial). Tampoco es posible afirmar que se presenten prácticas discriminatorias al interior de las empresas, pero no se ha prestado mucha atención en el hecho de promover el establecimiento de normas claras que orienten las labores empresariales hacia el camino de la responsabilidad. La *Relación con los Stakeholders* es la variable de gobierno corporativo que presenta más falencias en el diagnóstico, se presume que en buena medida se debe al entorno individualista de la región (respecto a los negocios).

Las empresas de la región se encuentran en un nivel Medio de gobierno corporativo, con una mayor tendencia al nivel Bajo; esta clasificación se obtuvo a partir de la creación del *Índice de Gobierno Corporativo*, y se sustenta en todas las falencias encontradas y expuestas anteriormente. Hay mucho campo por mejorar, pues el diagnóstico actual indica que las empresas de Bucaramanga y su área metropolitana no manejan buenas prácticas de gobierno corporativo, y por lo tanto, se encuentran en desventaja frente a competidores internacionales, e incluso de otras regiones del país. Para alcanzar las ventajas mencionadas sobre una financiación más económica en el mercado de valores, las empresas deberán concentrar esfuerzos en el mejoramiento de sus prácticas de gobierno corporativo como primer paso, antes de pensar en realizar alguna emisión, si se quiere asegurar que se tenga una mayor aceptación y mejores condiciones para el empresario local.

Dada la concepción probabilística del modelo de regresión econométrico, los resultados de los cambios en las probabilidades permitieron saber, que tan sensible era el nivel de gobierno percibido desde el modelo desarrollado en este trabajo ante variaciones mínimas en alguna variable. Sobre esto se corroboró para el caso de las empresas de la región, que la *Relación con los stakeholders* es la variable más importante para alcanzar mejores niveles de gobierno corporativo. Sin embargo, su variación marginal no es suficiente para que una empresa alcance un Alto nivel de gobierno solo con mejorar este aspecto, por lo que se hace necesario que las empresas concentren esfuerzos en mejorar todos los aspectos del gobierno corporativo, haciendo énfasis en los grupos de interés y la responsabilidad social empresarial.

Por otro lado el análisis econométrico de otras variables (exógenas), frente al nivel de gobierno corporativo, permitió observar que en la muestra de empresas encuestadas, las que obtuvieron mejores (más altos) índices financieros de

rentabilidad y márgenes, también consiguieron posicionarse en un nivel de gobierno corporativo más elevado respecto a la medición que se realizó en este trabajo, siendo esto un hallazgo de la investigación. A su vez, las empresas que se encontraban más endeudadas tuvieron resultados menos favorables en la medición de gobierno. Se pudo evidenciar además, que las grandes empresas obtuvieron mejores resultados en la medición de gobierno corporativo que las medianas. Los resultados del análisis frente al nivel de ventas mostraron que las empresas que mejores ventas tuvieron se ubicaron en un nivel de gobierno corporativo más alto. Todo lo anterior permite sospechar que existe una relación creciente entre los buenos niveles de gobierno corporativo y los resultados positivos en diferentes indicadores de funcionamiento de una empresa, aunque no es posible generalizar esta afirmación, ya que solo se sustenta en algunos hallazgos de esta investigación.

Teniendo claro los beneficios de adoptar mejores prácticas de gobierno, se continuó en la búsqueda del instrumento de financiación del mercado de valores que se adecuaba mejor a las preferencias de los empresarios de la región. Interpretando lo expuesto por los empresarios quedó claro que el instrumento a utilizar es uno de contenido crediticio, pues los empresarios aún dan muestras de estar muy influenciados por un pasado y un presente donde sus principales fuentes de financiación han sido créditos tradicionales, esto se deduce, porque ellos durante la exploración analítica realizada desde este trabajo, describieron características de modalidades que no otorgaban derechos de propiedad, respaldos por los activos de la empresa y rentabilidades similares a las ofrecidas para créditos bancarios y plazos cortos; sin explotar una de las principales ventajas del mercado de valores: la financiación a largo plazo.

Desde el proyecto se consultaron las tasas y montos de colocación en la modalidad comercial, ordinaria y preferencial, y se compararon con las respuestas de los empresarios en razón al plazo del instrumento; los resultados mostraron diferencias claras entre las preferencias expresadas por los empresarios y la distribución de los montos por plazo en el mercado. Lo anterior, se atribuye a la preferencia que tienen los bancos por colocar a plazos más cortos, los cuales les permiten mayor flexibilidad de la cartera ante cambios en las condiciones del mercado, y además se suma el factor del creciente auge de la cartera de consumo que lleva a los bancos a convertir créditos de largo plazo a esta modalidad, ya que pueden cobrar tasas más altas. En este sentido el mercado de valores les puede dar a los empresarios la oportunidad de estructurar más a su medida los plazos para la financiación que elijan, y el hecho de contar con una alternativa diferente al crédito bancario tradicional les da poder de negociación frente a los mismos bancos.

Al analizar los montos de las últimas emisiones realizadas en Colombia se encuentra que las necesidades de financiación expresadas por los empresarios de Bucaramanga y su Área Metropolitana, están muy por debajo de los montos a los

que es posible acceder a través de emisiones de deuda; salvo unas pocas empresas la mayoría se encuentra en un rango en que los costos de realizar la emisión encarecen los recursos y no es rentable que esta se lleve a cabo. La modalidad de emisiones conjuntas puede mejorar las perspectivas en este aspecto y hace parte de las recomendaciones del presente proyecto.

Los criterios usados para definir el costo que están dispuestos a pagar los empresarios por sus recursos, siguen muy atados principalmente a las tasas de mercado relacionadas con el crédito bancario tradicional. Desde esta noción, el proyecto expuso los distintos factores que influyen en la definición de esta tasa, y la mayoría no fueron tenidos en cuenta por los empresarios al expresar sus preferencias; criterios tan importantes como el plazo para el que se busca la financiación o la calificación crediticia del emisor ni siquiera fueron nombrados.

A través del análisis realizado en este trabajo, pudo observarse que los empresarios mantuvieron una preferencia por pagos en tiempos cortos (como para el caso de las amortizaciones, en donde prefirieron periodos mensuales), esta tendencia es un factor importante a la hora de diseñar un producto crediticio que favorezca a estas empresas; de manera que se deben buscar instrumentos que den a las empresas la libertad de hacer abonos a capital antes del vencimiento del plazo del instrumento, con el fin de no acumular en periodos puntuales grandes desembolsos que exijan de parte de la empresa hacer provisiones excesivas.

Desde el punto de vista del inversionista en las condiciones actuales, el mercado de deuda privada colombiano es un mercado poco llamativo, ya que las tasas de rendimiento de los TES y el gran crecimiento y liquidez de estos títulos en los últimos años, han desplazado a los instrumentos de deuda privada.

Los empresarios no muestran especial interés por ofrecer incentivos adicionales a los inversionistas por comprar su emisión, dentro de este enfoque, los incentivos en especie y de derechos especiales, sugeridos con el fin de hacer más atractiva la emisión no fueron mencionados masivamente en la entrevista practicada desde este trabajo.

La modalidad de colocación que según los empresarios es la más adecuada para colocar sus títulos en el mercado fue la de *responsabilidad total* o *underwriting en firme*. La falta de conocimiento y experiencia sobre el mercado de valores justificó este hallazgo, el cual se muestra como el más sensato, teniendo en cuenta el insipiente proceso de desarrollo del mercado de valores en Bucaramanga y su Área metropolitana, donde es más conveniente que el riesgo de asumir la colocación lo tome una entidad especializada en este tipo de procesos.

La calificación crediticia del emisor es un factor fundamental en el diseño del instrumento a emitir y en las probabilidades de que la emisión tenga el éxito esperado. En el presente proyecto se evidenció, a través de cifras del mercado

actual, la preferencia del mercado por bonos con la máxima calificación crediticia, y cómo el acceso a plazos mayores se encuentra restringido para ciertos emisores dependiendo del nivel de su calificación. Pese a estas realidades, aunque los empresarios expresaron en un alto porcentaje estar interesados en ser calificados, preocupa el significativo porcentaje de los que no prevén ser calificados o estar interesados en hacer una emisión.

La decisión de emitir no es una que deba tomarse a la ligera, ya que involucra muchos cálculos previos para que el financiamiento sea un éxito; es un proceso que tiene muchas ventajas para las empresas, como lo son los plazos, las tasas y el reconocimiento que puede conseguirse a través de una emisión, pero que también requiere de un gran nivel de compromiso por parte de ellas en razón a la transparencia y buenas políticas de gobierno corporativo, además de análisis profundos de la economía que proyecten las tendencias futuras, y que de esta manera les permitan acomodar las fuentes de recursos responsables de su costo de capital, de manera tal que lleve a las empresas a obtener mayores niveles de competitividad.

En este contexto, queda claro entonces que el camino hacia el mejoramiento del manejo financiero, inicia en el fortalecimiento de las prácticas de buen gobierno, que permitan mejorar las posibilidades de acceder a mejores mecanismos de financiación en el mercado de valores, a través de un instrumento como el descrito en este trabajo.

## RECOMENDACIONES

La recopilación de las preferencias de los empresarios y el diagnóstico de gobierno corporativo presentados deben ser asumidos como el punto de partida hacia el mejoramiento en todos los aspectos encontrados como falencias. Por esta razón, es necesario realizar la difusión del diagnóstico en el medio empresarial de la región, que incluya no solo los gerentes o directores de las empresas, sino además las entidades que promueven el desarrollo empresarial, como la Cámara de Comercio de Bucaramanga, y las agremiaciones de empresarios. Estas entidades son quienes deben asumir la labor de empezar a dar a conocer la temática del gobierno corporativo a través de capacitaciones continuas en donde se enfatice la utilidad y las bondades de implementar buenas prácticas de gobierno.

Las entidades mencionadas deberían apoyarse de La Universidad como puente para llevar los conceptos de mejores prácticas en las empresas; en este sentido, la *Universidad Industrial de Santander* debe jugar un papel preponderante, partiendo de que este estudio surge al interior de esta institución.

Estas recomendaciones van orientadas hacia lograr una mejor financiación de las empresas, donde también hay que resaltar la necesidad de que el país genere una legislación especial para las empresas familiares, que les permita constituirse bajo una figura jurídica nueva, diferente a las sociedades anónimas, y que promueva su desarrollo y crecimiento. Al respecto, el gobierno debería tomar medidas para promover la creación de “protocolos de familia” en las empresas de este tipo, que orienten su crecimiento bajo normas claras que faciliten el relevo generacional.

De acuerdo al punto anterior, se hace necesario reformular la normatividad de las sociedades anónimas, para que éstas puedan cumplir su objetivo real, ser sociedades con un gran número de socios, permitiendo tener a la empresa un crecimiento considerable y acceso a financiación en el mercado de valores. Este modelo promovería a su vez el desarrollo de prácticas de gobierno corporativo en las empresas (porque, como se mostró en el trabajo, cuando el número de socios es más alto, el gobierno corporativo surge como la herramienta para regular las relaciones inversionista – empresa). En un país donde la propiedad de las empresas se encuentra muy atomizada, es de esperar que la distribución de la riqueza también lo sea. Este no es el caso de Colombia, ni tampoco de Bucaramanga, donde la propiedad se concentra generalmente en una o dos personas (en cada empresa).

Se recomienda a los intermediarios y creadores de mercado, especialmente los relacionados con instrumentos de renta fija, interesados en desarrollar el mercado de valores que (para el caso particular de las empresas de Bucaramanga y su área metropolitana) diseñen Títulos de contenido crediticio, con plazos inferiores a 5 años, que permitan amortizaciones de capital antes del vencimiento y pago de intereses en periodos cortos, además de estas características específicas también que brinden acompañamiento a las empresa en todo el proceso de emisión y que la asesoren de la mejor manera especialmente, cuantificando la relación costo - beneficio, que este tipo de proceso representa.

El lograr disminuir los costos y simplificar el proceso para realizar una emisión es un elemento crítico en el objetivo de brindar profundidad y liquidez al mercado de valores. Si las instituciones involucradas con los trámites y los entes encargados de la regulación flexibilizan aspectos como el anterior, se facilitará el ingreso de empresas pequeñas, que en este momento no poseen el reconocimiento ni la capacidad financiera para hacer una emisión, pero que tienen un gran potencial de crecimiento.

Se exhorta a los entes reguladores a flexibilizar algunas restricciones que se tiene sobre los inversionistas institucionales, como lo son los fondos de pensiones, los cuales tienen restricciones para invertir en este tipo de títulos de renta privada y en acciones que no cumplen con una mínima calificación crediticia; cualquier avance en esta dirección repercutirá directamente en la liquidez de este mercado, haciéndolo más atractivo para los inversionistas. En materia de regulación también se encuentra la restricción que pesa sobre los inversionistas institucionales que los limita a hacer operaciones en sistemas electrónicos oficiales, marginándolos del mercado OTC, el cual es idóneo para este tipo de títulos con problemas de liquidez.

## BIBLIOGRAFÍA

ASOBANCARIA. Bonos corporativos: Un mercado que requiere impulso. En: La semana económica ASOBANCARIA No 599. 4 de abril de 2007. [En línea] [Consultado 5 Junio 2007] Disponible en <[www.asobancaria.com](http://www.asobancaria.com)>

BENAVIDES, J. Historia del Gobierno Corporativo en el mundo: Definición y Objetivos del GC. 2003. En: Libro Blanco de Confecámaras. [En línea] [Consultado 17 Abril 2007] Disponible en <<http://www.kpmg.com.co>>

BOLSA DE MADRID y URÍA Y MÉNDEZ ABOGADOS. Informe y recomendaciones sobre Gobierno Corporativo en las sociedades emisoras en Colombia. s.l. : Bolsa de Valores de Colombia, 2005. 125 p.

BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA. Conozcamos la Bolsa de Valores de Colombia. Bogotá : BVC, 2005.

\_\_\_\_\_ Página Web. [En línea] Disponible en <<http://www.bvc.com.co>>

BREALEY, Richard; MYERS, Stewart y ALLEN, Franklin. Principios de Finanzas Corporativas. 8 ed. Madrid : McGraw Hill, 2006. 1138 p.

CÁMARA DE COMERCIO DE BUCARAMANGA. Medianas y grandes empresas de Santander. [CD-ROM], Bucaramanga : s.n. , 2006

\_\_\_\_\_ Página Web. [En línea] Disponible en <<http://www.camaradirecta.com>>

CENTRO DE ESTUDIOS REGIONALES. Santander nuestro Departamento. Bucaramanga : Publicaciones UIS, 1999.

CHACÓN M., Ramiro. Construcción de la curva cero cupón: caso colombiano. s.l. : 1er. simposio de docentes en Finanzas. s.f. [en línea] [consultado 13 junio 2007] Disponible en <[http://sigma.poligran.edu.co/politecnico/apoyo/Decisiones/simposio/documentos/30\\_curva\\_cupon\\_cero\\_chacon.pdf](http://sigma.poligran.edu.co/politecnico/apoyo/Decisiones/simposio/documentos/30_curva_cupon_cero_chacon.pdf)>

COASE, Ronald. The Nature Of The Firm. En: *Económica*, 4 Nueva serie. 1937. p. 386 – 405

COLOMBIA. BANCO DE LA REPÚBLICA. Página Web. [En línea] Disponible en <<http://www.banrep.gov.co>>

\_\_\_\_\_. CONGRESO DE LA REPÚBLICA. Ley 905 de 2004. [En línea] [Consultado 12 abril 2007] Disponible en <<http://www.secretariasenado.gov.co/leyes/L0905004.HTM>>

\_\_\_\_\_. CÓDIGO DE COMERCIO. Bogotá : Momo ediciones, 2001.

\_\_\_\_\_. DEPARTAMENTO NACIONAL DE ESTADÍSTICA. Página Web. [en línea] Disponible en <<http://www.dane.gov.co>>

\_\_\_\_\_. DEPARTAMENTO NACIONAL DE PLANEACIÓN DNP. Plan nacional de desarrollo 2002 – 2006.

\_\_\_\_\_. \_\_\_\_\_ Plan nacional de desarrollo 2006 – 2010.

\_\_\_\_\_. \_\_\_\_\_ Página Web. [En línea] Disponible en <<http://www.dnp.gov.co>>

\_\_\_\_\_. MINISTERIO DE COMERCIO, INDUSTRIA Y TURISMO y DNP. Documento COMPE 3280. Abril de 2004

\_\_\_\_\_. PRESIDENCIA DE LA REPÚBLICA y DNP. Visión Colombia segundo centenario. Bogotá : Planeta, 2005. 384 p.

COLOMBIA. SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA. Resolución 470 de 2005. [en línea] [Consultado 12 junio 2007] Disponible en <<http://www.superfinanciera.gov.co/boletin/re047005.doc>>

CONFECÁMARAS. Código Marco de Buen Gobierno Corporativo para Pymes. [En línea]. [Consultado 19 abril 2007]. Disponible en <<http://www.kpmg.com.co>>

\_\_\_\_\_ Libro Blanco de Confecámaras. [En línea]. [Consultado 17 abril 2007]. Disponible <<http://www.kpmg.com.co>>

CORFICOLOMBIANA. Mercado de capitales Colombiano: Renta fija. [En línea] [Consultado 30 mayo 2007] Disponible en <<http://www.colombiacapital.com.co/colombiacapital/mx2/administracion/contenido/editor/homeFiles/Mercado%20Capitales%20-%20G.%20Ramirez.pdf>>

CORREDORES ASOCIADOS. Manual para Cálculo de Rentabilidades. 9 ed. Bogotá: Departamento Técnico de Corredores Asociados, 2005. p. 115 – 120

DE LA GRANDVILLE, Oliver. Bond Pricing and Portfolio Analysis: Protecting Investors in the Long Run. Londres : MIT, 2001. p. 183 - 221

FEDESARROLLO. Actualidad sobre el mercado de bonos corporativos y sus determinantes. En: Informe mensual de Fedesarrollo # 49 Abril de 2007. p. 5. [En línea] [Consultado 8 Junio 2007] Disponible en <[www.fedesarrollo.org](http://www.fedesarrollo.org)>

GARCÍA, Oscar León. Administración Financiera : Fundamentos y aplicaciones. 3 ed. Cali : Prensa moderna impresores, 1999. 574 p.

GARCÍA SOTO, M. G. El Gobierno Corporativo y las decisiones de crecimiento empresarial: evidencia en las cajas de ahorros Españolas. Doctorado en Economía. Palmas de Gran Canaria – España : Universidad de las Palmas de Gran Canaria, Facultad de Economía. 2003. p. 6 – 11

GÓMEZ – BEZARES, Fernando. Los problemas éticos de la especulación. Málaga: Asociación Española de Finanzas, 1997. p. 693-703

GREENE, William H. Análisis Econométrico. 3 ed. Madrid : Pearson educación, 1999. p. 2 – 10 / 749 - 811

GRINBLATT, Mark y SHERINDAN, Titman. Mercados Financieros y Estrategia Empresarial. 2 ed. Madrid, 2003. p. 3 - 70

KAPLAN, S. Corporate governance and corporate performance; a comparison of germany, Japan and US. En: D. Chew (ed.), *Studies in International Corporate* 1997. p. 25

KINNEAR T.; TAYLOR J. Investigación de Mercados : Un enfoque aplicado. 4 ed. México : McGraw Hill, 1993. 661 p.

MADURA, Jeff. Mercados e instituciones Financieras. 5 ed. México : Thomson, 2001, 697 p.

MÉNDEZ, Carlos. Metodología : Guía para elaborar diseños de investigación en ciencias económicas, contables y administrativas. 2 ed. *s.l.* : McGraw Hill, *s.f.*

MODIGLIANI, Franco; FABOZZI, Frank y FERRI, Michael. Mercados e instituciones financieras. México : Prentice Hall, 1996. 697 p.

MONTGOMERY, Douglas y RUNGER, George. Probabilidad y estadística aplicadas a la ingeniería. México : McGraw Hill, 2001. 895 p.

MORENO GONZALEZ, Fernando. Evolución de la Empresa en Santander. Bucaramanga : Universidad Industrial de Santander, 1994.

OSSA, Marcela. Cartilla de Citas: Para citar textos y hacer listas de referencias. Bogotá: Corcas Editores, 2006. p. 9 - 27

PAZ ARES, Cándido. El Gobierno Corporativo como estrategia de creación de valor. *S.l.* : Bolsa de Valores de Colombia, 2004. 44 p.

SÁNCHEZ BALLESTEROS. Desarrollos recientes en materia de Gobierno Corporativo: Caso Colombiano. En: Seminarios Superfinanciera - Presentación. [En línea] [Consultado 10 Marzo 2007] Disponible en <<http://www.superfinanciera.gov.co/seminarios/>>  
SPIEGEL, Murray. Estadística. 2 ed. México : McGraw Hill, 1993. p. 186 – 207

TORRES, Gustavo. El contrato de Underwriting. En: Poder Judicial de la República del Perú. [En línea] [Consultado 13 junio 2007] Disponible en <<http://www.pj.gob.pe/CIJ/87underwriting.pdf>>

## **ANEXOS**

# ANEXO A. FORMATO DE CUESTIONARIO APLICADO EN EL TRABAJO DE CAMPO

## INSTRUMENTO DE FINANCIACIÓN PARA LAS EMPRESAS DE SANTANDER

- 1 Si tuviera la oportunidad de elegirlo, ¿Qué plazo le gustaría que tuviera un instrumento de financiación para su empresa, de acuerdo con el proyecto a emprender?
- 2 ¿A partir de que monto utilizaría un instrumento de deuda como alternativa de financiación? ¿A Partir de que monto uno de capital?
- 3 ¿Qué garantías estaría dispuesto a dar a un inversionista o a un acreedor para hacer más atractivo el instrumento con que financie sus proyectos?
- 4 ¿Qué riesgos tiene invertir en su empresa?
- 5 Teniendo en cuenta estos riesgos, ¿De qué manera cree que podría proteger a su empresa de incumplimientos frente a inversionistas o acreedores? ¿Le gustaría tener algún tipo de cláusula especial?
- 6 ¿Para usted es preferible el pago de las obligaciones adquiridas con un inversionista o un acreedor al final de un periodo determinado o en pagos parciales? ¿Por qué?
- 7 ¿A partir de qué criterios le gustaría que se determinara la rentabilidad a ofrecer a un inversionista o a un acreedor que proporcione recursos para financiar a su empresa?
- 8 ¿Ofrecería a un inversionista algún tipo de bien o servicio adicional al pago de una tasa de interés, para atraer inversiones hacia su empresa?
- 9 ¿Tiene usted conocimiento acerca de la existencia de empresas dedicadas a vender en el mercado de valores instrumentos de financiación emitidos por cualquier empresa? Si conoce al respecto, ¿Preferiría encargarse de la colocación del instrumento que emita su empresa o delegaría esta labor una empresa especializada? ¿Qué nivel de responsabilidad le gustaría que asumiera esta empresa en dicha labor?
- 10 ¿Conoce sobre las empresas calificadoras de riesgos financieros? En caso que su empresa llegará a emitir algún instrumento financiero ¿Le gustaría que el instrumento que emita su empresa sea calificado por alguna empresa especializada en calificación de riesgos? ¿Por qué?
- 11 ¿Tiene conocimiento sobre la existencia de empresas dedicadas a la custodia y desmaterialización de títulos valores? Si su empresa emitiera un instrumento financiero, ¿Usted preferiría asumir la custodia del título valor o encargar esta labor a una empresa especializada? ¿Conoce el costo de contratar una empresa de este tipo?
- 12 ¿Conoce las ventajas de la asociación con otras empresas para realizar emisiones conjuntas? ¿Estaría dispuesto a realizar una emisión de este tipo?
- 13 Si su empresa realizara emisiones de algún tipo de instrumento financiero en el futuro ¿Consideraría más adecuado ofrecerlas al público en general o a personas escogidas por usted mismo?
- 14 En caso que su empresa emitiera un instrumento de financiación ¿Qué clase de derechos estaría dispuesto a otorgar a un inversionista para hacer atractivo este instrumento?
- 15 ¿Su sociedad es cerrada o estaría abierta a la entrada de nuevos socios en el futuro? (Si no es cerrada) ¿Cuál es el porcentaje máximo de participación que estaría dispuesto a ofrecer a un inversionista?
- 16 ¿Conoce algo acerca de los Fondos de Capital Privado y su forma de operación?
- 17 Si los conoce, ¿Consideraría en algún caso el uso de estos Fondos como alternativa de financiación? ¿En qué casos?

# ANEXO A. FORMATO DE CUESTIONARIO APLICADO EN EL TRABAJO DE CAMPO

## ENCUESTA DEL MERCADO DE VALORES

- 1 ¿Qué tipo de sociedad es su empresa?  
 Limitada  
 Anónima  
 Colectiva  
 En comandita  
 Industrial y Comercial del Estado
- 2 ¿Cuál es la actividad de su empresa?  
 Agrícola  
 Comercial  
 Industrial  
 Bancaria  
 Servicios  
 Otra ¿Cuál? \_\_\_\_\_
- 3 ¿Las acciones de su empresa se encuentran inscritas en el Registro Nacional de Valores?  
 SI  NO
- 4 ¿Qué actividad ha realizado su empresa en el mercado de valores?  
 Emisor  
 Inversionista (pase a la pregunta 8)  
 Ninguna (pase a la pregunta 9)
- 5 ¿Qué clase de títulos ha emitido su empresa?  
 Acciones  
 Bonos  
 Papeles Comerciales  
 Titularizaciones  
 Otros ¿Cuáles? \_\_\_\_\_  
 \_\_\_\_\_
- 6 En los casos en que ha realizado emisiones, ¿las ha vendido al público en general o solo las ha ofrecido a un grupo en especial (por ejemplo socios o empleados)?  
 Público en general  
 Grupo especial ¿Qué grupo? \_\_\_\_\_
- 7 Si alguna vez realizó una emisión abierta al público, ¿cómo le fue en el mercado?  
 Muy Bien  
 Bien  
 Regular  
 Mal  
 ¿Por qué? \_\_\_\_\_
- 8 ¿En qué tipo de instrumento(s) ha realizado inversiones?  
 Comisionista de Bolsa  
 Sociedades Fiduciarias  
 Sociedades Administradoras de inversión  
 Banca de inversión  
 Directamente
- 9 ¿A través de que entidad su empresa ha participado en el mercado de valores?  
 Comisionista de Bolsa  
 Sociedades Fiduciarias  
 Sociedades Administradoras de inversión  
 Banca de inversión  
 Directamente
- 10 ¿En su empresa existen restricciones frente a la financiación a través de deuda?  
 SI  NO
- 11 ¿Qué nivel de importancia tiene el mercado de valores en la realización de las actividades de su empresa?  
 Imprescindible  
 Muy importante  
 Importante  
 Poco importante  
 Intrascendental
- 12 ¿Cuál es la(s) principal(es) fuente(s) de financiación utilizada(s) por su empresa?  
 Capitalización  
 Créditos en el mercado Intermediado (Bancos, Corporaciones, Inversoras, etc.)  
 Fondos de Capital Privado  
 Acciones  
 Bonos  
 Papeles Comerciales  
 Titularizaciones  
 Otra ¿Cuál? \_\_\_\_\_
- 13 ¿Usted cuenta con información acerca de las ventajas de obtener recursos a través de todos los instrumentos anteriormente mencionados?  
 SI  NO  
 ¿Sobre cuáles instrumentos NO tienen Información?  
 \_\_\_\_\_  
 \_\_\_\_\_
- 14 ¿Su empresa es de origen familiar?  
 SI  NO
- 15 ¿Para que tipo de proyectos buscaría financiación?  
 Ampliación de planta  
 Capital de trabajo  
 Adquisición o Reposición de activos  
 Expansión de la empresa (nuevos mercados)  
 Otros proyectos  
 ¿Cuáles? \_\_\_\_\_

# ANEXO A. FORMATO DE CUESTIONARIO APLICADO EN EL TRABAJO DE CAMPO

## ENCUESTA DE GOBIERNO CORPORATIVO

1 Qué porcentaje de propiedad en la Sociedad debe tener un Socio para convocar a una Asamblea de Socios?

\_\_\_\_\_ %

2 ¿Qué porcentaje de propiedad debe tener un Socio o grupo de Socios para incluir algún tema en las discusiones de una Asamblea de Socios?

\_\_\_\_\_ %

3 Los socios tienen derecho a:  
(Marcar las opciones en que la respuesta sea afirmativa)

\_\_\_ Participar en las deliberaciones de la Asamblea de Socios

\_\_\_ Votar en las Asambleas

\_\_\_ Recibir una parte proporcional de las utilidades

\_\_\_ Negociar libremente las acciones

\_\_\_ Inspeccionar libremente los libros dentro de los

15 días hábiles anteriores a las reuniones de la Asamblea

\_\_\_ Recibir una parte proporcional de los activos sociales al tiempo de la liquidación

4 Si un socio escoge la opción de votar en contra o no votar por acuerdos como: Transformaciones, Fusiones, Adquisiciones o Escisiones de la Sociedad, ¿Le permiten los estatutos retirarse de la sociedad?

\_\_\_ SI \_\_\_ NO

5 Si el Socio con mayor porcentaje en la Sociedad decide vender su participación, ¿Existen normas que establezcan que esta venta se realice en condiciones iguales para los Socios minoritarios (Especialmente de precio)?

\_\_\_ SI \_\_\_ NO

6 ¿Pueden los socios someter a arbitraje las diferencias que se presenten con los administradores de la sociedad o con otros socios?

\_\_\_ SI \_\_\_ NO

7Cuál de los siguientes mecanismos de resolución de controversias tiene establecido utilizar su empresa:

\_\_\_ Tribunales Ordinarios

\_\_\_ Arbitraje exclusivamente

\_\_\_ Ambos mecanismos

\_\_\_ Otro ¿Cuál? \_\_\_\_\_

8 ¿Cuáles de las siguientes son funciones **exclusivas** de la Asamblea de Socios? (Marcar las opciones en que la respuesta sea afirmativa)

\_\_\_ Estudiar y aprobar las reformas de los estatutos.

\_\_\_ Aprobar o rechazar los balances de fin de período.

\_\_\_ Disponer de las utilidades sociales, ordenando el pago de dividendos y constituyendo reservas ocasionales y/o otras reservas cuando halla lugar.

\_\_\_ Elegir los miembros de la Junta Directiva.

\_\_\_ Nombrar al Gerente General o Ejecutivo principal.

\_\_\_ Nombrar al Revisor Fiscal.

\_\_\_ Considerar los informes de los administradores o del representante legal sobre el estado de los negocios sociales, y el informe del revisor fiscal.

\_\_\_ Decretar aumentos de capital.

\_\_\_ Ordenar la emisión de bonos

9 Para las reuniones de la Asamblea de la Sociedad ha establecido procedimientos y mecanismos para lo siguiente: (Marcar las opciones en que la respuesta sea afirmativa)

\_\_\_ Convocar a los socios

## ANEXO A. FORMATO DE CUESTIONARIO APLICADO EN EL TRABAJO DE CAMPO

- Poner a disposición de los socios el orden de la reunión
- Determinar el lugar de la reunión
- Regular las intervenciones durante la Asamblea
- Regular la asistencia de personas externas idóneas para los temas a tratar en la Asamblea.
- Realizar votaciones
- Nominamiento de representantes de los socios
- 10 ¿Con cuánto tiempo de anticipación se realiza la convocatoria para llevar a cabo una Asamblea?
- \_\_\_\_\_ Días
- 11 ¿Tiene la Sociedad participación en la propiedad de otra(s) sociedad(es)?
- \_\_\_SI \_\_\_NO
- 12 ¿Qué Información se pone a disposición de los socios cuando se convoca una Asamblea? (Marcar las opciones en que la respuesta sea afirmativa)
- Balances y estados de resultados
- Información eventual (Nueva inversión, Pérdida repentina, Uso de las reservas legales o voluntarias)
- Control y participaciones (Cambios en la composición de propiedad de la sociedad).
- Anexos correspondientes a temas a tratar
- Agenda de la Asamblea de Socios
- 13 Cualquier socio puede solicitar en cualquier momento la siguiente información de la sociedad: (Marcar las opciones en que la respuesta sea afirmativa)
- Balances y estados de resultados
- Sistemas de compensación de los administradores
- Composición de propiedad de la sociedad
- Información sobre la evaluación de ejecutivos clave
- Objetivos, Misión y Visión de la Sociedad
- Estructura de Gobierno Corporativo
- Derechos y procedimientos de votación
- Calificación de Valores
- 14 Los estados financieros anuales de la sociedad:
- Se presentan conforme a estándares Colombianos
- Hacen público un arreglo de estándares colombianos a IAS o US GAAP (*International Accounting Standards, Generally Accepted Accounting Principles in the United States*)
- Se presentan conforme a IAS o US GAAP
- 15 La sociedad divulga estados financieros con una periodicidad:
- \_\_\_ Mensual                      \_\_\_ Semestral
- \_\_\_ Trimestral                    \_\_\_ Anual
- 16 ¿Contrata su compañía los servicios de un auditor externo distinto al revisor fiscal y publica su informe?
- \_\_\_SI \_\_\_NO
- 17 ¿Los miembros de la Junta Directiva y los ejecutivos clave hacen pública su participación en acciones de la sociedad y comunican los cambios en esa participación?
- \_\_\_SI \_\_\_NO
- 18 Se informa al mercado sobre: (Marcar las opciones en que la respuesta sea afirmativa)
- Balances y estados de resultados
- Objetivos, Misión y Visión de la Sociedad
- Estructura de Gobierno Corporativo
- Derechos y procedimientos de votación
- Información eventual no financiera (Cambios en la estrategia corporativa, Cambio de Ejecutivos Clave, Cambios en la imagen corporativa)
- Sistemas de control interno y auditoría.
- Calificación de Valores
- 19 ¿La Sociedad cuenta con Código de Buen Gobierno – CBG-?
- \_\_\_SI \_\_\_NO
- 20 ¿La sociedad presenta (con carácter al menos anual) un informe de gobierno corporativo que revele la forma en que se siguieron las

# ANEXO A. FORMATO DE CUESTIONARIO APLICADO EN EL TRABAJO DE CAMPO

- prácticas establecidas en el CBG o en los estatutos?  
 SI  NO
- 21 El sistema de compensación de los miembros de la Junta Directiva es comunicado a los socios:  
 SI  NO
- 22 ¿Cómo pueden acceder los socios a la información señalada en preguntas anteriores? (Marcar las opciones en que la respuesta sea afirmativa)  
 Pagina Web  
 Correo electrónico  
 Correo certificado  
 Oficina de atención al inversionista  
 Fax o comunicación telefónica  
 Diarios u otros Medios de Comunicación Masiva (Radio, Televisión)  
 Otro medio ¿Cuál? \_\_\_\_\_
- 23 ¿Es el ejecutivo principal el presidente de la Junta Directiva?  
 SI  NO
- 24 ¿Cuál es la composición de miembros principales de la Junta Directiva?  
 # \_\_\_\_\_ Internos # \_\_\_\_\_ Independientes  
*(Respuesta Independientes = 0; pasar a la pregunta 26)*
- 25 ¿Qué sistema de compensación se aplica para los miembros independientes de la Junta Directiva? (Marcar las opciones en que la respuesta sea afirmativa)  
 Compensación Fija  
 Compensación variable  
 Beneficios  
 Bonificaciones Extraordinarias
- 26 ¿Qué sistema de compensación se aplica para los miembros internos de la Junta Directiva? (Marcar las opciones en que la respuesta sea afirmativa)  
 Compensación Fija  
 Compensación variable  
 Beneficios  
 Bonificaciones Extraordinarias
- 27 ¿Cuáles de las siguientes facultades son **exclusivas** de la Junta Directiva? (Marcar las opciones en que la respuesta sea afirmativa)  
 Aprobar y examinar la estrategia corporativa de la sociedad (Misión y visión, Objetivos e indicadores de gestión, Políticas de administración de conflictos de interés, etc.)  
 Aprobar la programación, elaboración y ejecución del presupuesto de la Sociedad  
 Nominar, nombrar, evaluar y remover al Presidente de la Junta Directiva  
 Elaborar perfiles de los cargos de ejecutivos clave  
 Determinar los sistemas de compensación de los ejecutivos de la sociedad  
 Solicitar informes periódicos a los ejecutivos sobre la situación de la sociedad.  
 Verificar la efectividad y transparencia de los sistemas contables de la sociedad  
 Efectuar reportes periódicos a los socios sobre la situación financiera y de Gobierno de la sociedad.  
 Aprobar transacciones entre partes relacionadas (socios, filiales).  
 Aprobar el Código de Buen Gobierno y las modificaciones o ajustes posteriores.
- 28 ¿Cuántas veces se reunió la Junta Directiva durante cada unos de los siguientes años?  
 2003 \_\_\_\_\_ reuniones  
 2004 \_\_\_\_\_ reuniones  
 2005 \_\_\_\_\_ reuniones  
 2006 \_\_\_\_\_ reuniones
- 29 ¿Cuáles de las siguientes son obligaciones de los miembros de la Junta Directiva? (Marcar las opciones en que la respuesta sea afirmativa)

## ANEXO A. FORMATO DE CUESTIONARIO APLICADO EN EL TRABAJO DE CAMPO

- Garantizar la efectividad de los sistemas de revelación de información  
 No pertenecer a más de cuatro juntas directivas  
 No manipular, difundir o utilizar en beneficio propio o ajeno, la información confidencial de uso interno a la que tengan acceso.  
 Garantizar aplicación de las políticas de buen gobierno corporativo adoptadas por la sociedad.  
 Sesionar al menos cuatro veces al año.
- 30 En relación con los conflictos de interés, ¿Están específicamente previstas las siguientes obligaciones de los miembros de la Junta Directiva? (Marcar las opciones en que la respuesta sea afirmativa)
- Declarar los posibles intereses financieros y no financieros que puedan ser percibidos como conflictos de interés.  
 Abstenerse de participar en la discusión y decisión sobre el tema de conflicto.  
 Dejar constancia en las actas correspondientes.
- 31 ¿Tiene la Junta Directiva un Comité de Auditoría?
- SI  NO (Respuesta No: pasar a la pregunta 34)
- 32 El comité de Auditoría tiene las siguientes facultades: (Marcar las opciones en que la respuesta sea afirmativa)
- Velar porque se ejerza el control y se disponga de los recursos necesarios para el efecto  
 Vigilar la adopción de adecuadas prácticas de contabilidad y auditoría  
 Conocer y decidir sobre los hallazgos y recomendaciones que efectúe el área de control de la compañía y las entidades externas de control  Efectuar seguimiento a los planes de mejoramiento corporativos y velar por su implementación.
- Evaluar la gestión del área de control y la revisoría fiscal  
 Hacer el seguimiento al proceso de evaluación de ofertas para el cargo de Revisor Fiscal  
 Fijar mecanismos para asegurar veracidad y confiabilidad de cifras difundidas al mercado  
 Señalar mecanismos de control y difusión de información a socios y mercado  
 Desarrollar sistemas de índices de gestión de auditoría de la empresa.  
 Recomendar auditorías externas
- 33 ¿Cuántas personas conforman el comité de Auditoría? \_\_\_\_\_ personas
- 34 ¿Tiene la Junta Directiva un Comité encargado de los nombramientos y modificaciones de la estructura salarial?
- SI  NO (Respuesta No: pasar a la pregunta 36)
- 35 ¿Cuál es la composición de los miembros de este comité?
- # \_\_\_\_\_ Internos # \_\_\_\_\_ Independientes
- 36 ¿Existe algún comité en la Junta Directiva que tenga como competencia informar sobre situaciones de conflictos de interés?
- SI  NO (Respuesta No: pasar a la pregunta 38)
- 37 En caso afirmativo ¿Cuál es la composición de los miembros de este comité?
- # \_\_\_\_\_ Internos # \_\_\_\_\_ Independientes
- 38 ¿Qué sistema de compensación se aplica para los ejecutivos clave? (Marcar las opciones en que la respuesta sea afirmativa)
- Compensación Fija  
 Compensación variable  
 Beneficios  
 Bonificaciones Extraordinarias

## ANEXO A. FORMATO DE CUESTIONARIO APLICADO EN EL TRABAJO DE CAMPO

39 ¿La compensación de los ejecutivos clave es aprobada por la Junta Directiva?

SI  NO

40 ¿Los ejecutivos clave presentan informes a los miembros de la Junta Directiva sobre la evolución e incidencias en sus respectivas áreas de gestión?

SI  NO

41 ¿Tiene la compañía una política de personal explícita para la no discriminación de personas por su sexo, raza o religión?

SI  NO

42 ¿Tienen los grupos de interés social (Empleados, Acreedores, ONG's) acceso a la información de la compañía sobre temas de relevancia que les afecten?

SI  NO

43 ¿Se ha comprometido la compañía al cumplimiento de algún código de responsabilidad social?

SI  NO

44 ¿Existe algún tipo de política medioambiental de la compañía que vaya más allá de los requerimientos establecidos por la ley?

SI  NO

## ANEXO B. LISTADO DE EMPRESAS ENCUESTADAS

No.	Nombre de la empresa
1	Abril Bernal y Sáenz CIA. Ltda.
2	Agencia Wellco Ltda.
3	Agroince – Agroindustrias del sur del Cesar
4	Agromundo Ltda.
5	Alianza Inmobiliaria
6	Almacén Tracto repuestos
7	Arrocera Tropical Ltda.
8	Avifonce – Industria avícola del Fonce
9	Baby Dress Ltda.
10	Beltrán Quesada Asociados y CIA.
11	Brachautos
12	Campesa S.A. – Camperos de Santander S.A.
13	Carlixplast
14	Center
15	Central de Bobinados S.A.
16	Centro Taxis
17	Centroabastos S.A.
18	Chic Marroquinería
19	Chicco Ltda.
20	CI Pretociviles Ltda.
21	CI Prodiptexo
22	Clínica Metropolitana
23	Club Comercio
24	Cocinco Ltda.
25	Codiesel S.A.
26	Comercializadora Terraza Veracruz
27	Compumax Ltda.
28	Confinautos
29	Construcciones, Diseños y Estudios
30	Corporación de Inversiones y construcciones
31	Corporación de Profesionales
32	Delthac 1 Limitada
33	Drosan
34	Ecogas – Empresa Colombiana de Gases

Anexo B: *Listado de empresa encuestadas. Continuación...*

<b>No.</b>	<b>Nombre de la empresa</b>
35	Eduardo Rincón Gómez y Cia. Ltda.
36	El laguito Resort
37	Electrosoftware
38	EME Ingeniería
39	Emilio Suárez T. e Hijos
40	ESSA - Electrificadora de Santander S.A.
41	ETA - Estudios Técnicos y Asesorías
42	Extrucol
43	Fabricamos S.A.
44	Fénix Construcciones
45	Ferretería Aldía
46	Fianzacrédito Inmobiliario
47	Finago S.A.
48	Forjados S.A.
49	Frapa Ltda.
50	Garcillantas
51	Gavassa y Cia Ltda.
52	Grupo Andino Marín Valencia
53	Hernández Gómez Constructores
54	Industrias Partmo S.A.
55	Industrias Tanuzzi S.A.
56	Inveragro S.A
57	Inversiones Arenas Serrano
58	Inversiones Serrano Rueda
59	La cacica Limitada
60	La Muela
61	Ladrillos y Tubos Ltda.
62	LEN Importaciones
63	Madecel
64	Metalteco
65	Motoreste S.A.
66	MPI Ltda. – Manufacturas y procesos industriales
67	Multimportados
68	Palmas Oleaginosas Bucarelia

AnexoB: Listado de empresas encuestadas. Continuación...

No.	Nombre de la empresa
69	Papelería y Suministros S.A.
70	Petrocasinos S.A.
71	Pinto S.A.
72	Prepatel Ltda.
73	Pretecor - Pretensados de Concreto del Oriente
74	Productos Hospitalarios Pro H Ltda.
75	Promipalma
76	Promotora de Inversiones Ruitoque
77	Promotora Inmobiliaria Antares
78	Quirúrgicos Especializados
79	Radiólogos Asociados
80	Rafael J. Turbay S.A.
81	Raturbay Textiles
82	Represan
83	Representaciones León Gómez Ltda.
84	Repuestos Autofrenos
85	Ruitoque ESP
86	S.A.R.B.
87	Salud Social IPS
88	Serviacuario
89	Sevicol
90	Soluciones de Vivienda Ltda.
91	Sotrasur
92	Surtimarcas Ltda.
93	Texpunto Ltda.
94	Tostadora de café Bon Ami
95	Transejes S.A.
96	Transoriente S.A. ESP
97	TV Cable Promision S.A.
98	Unión de Droguistas de los Santanderes
99	UnionAgro
100	Urbanas – Urbanizadora David Puyana S.A.
101	Ventanal Arketipo S.A.

## ANEXO C. EMISIONES DE RENTA FIJA Y VARIABLE EN LOS AÑOS 2006 y 2007

**Tabla A1. Emisiones de renta fija en los años 2006 y 2007**

Emisor	Fecha Colocación	Clase de Título	Calificación Otorgada	Calificadora	Monto Colocado (\$Millones)	Monto Emitido	Plazo	Tasa Corte	Estructurador	Colocador
<b>Banco Centroamericano de Integración Económica</b>	Ene-06	Bonos Ordinarios	A2	Moody's	\$ 460.000	\$ 460.000	10 años	IPC + 2,3% E.A.	Citivalores	Citivalores
<b>Fideicomiso Patrimonio Autónomo Suba Tramo I</b>	Feb-06	Títulos de Contenido Crediticio	AAA	BRC Investor Services S.A.	\$ 40.000	\$ 150.000	3 años	DFT + 0,39% T.A.	Nexus Banca de Inversión	Corredores Asociados
					\$ 110.000		5 años	IPC + 2,24% E.A.		
<b>Comunicación Celular Comcel</b>	Feb-06	Bonos Ordinarios	AAA	Duff & Phelps de Colombia	\$ 450.000	\$ 500.000	10 años	7,59% E.A.	Correval	Correval
<b>Fideicomiso Patrimonio Autónomo Alianza Suba Tramo II</b>	Mar-06	Títulos de Contenido Crediticio	AAA	BRC Investor Services S.A.	\$ 170.000	\$ 170.000	3 años	IPC + 3,20 E.A.	Nexus Banca de Inversión	Corredores Asociados
							5 años	DTF + 0,39% T.A.		
<b>Financiera Andina S.A.</b>	Mar-06	Bonos Ordinarios	AA+	BRC Investor Services S.A.	\$ 30.000	\$ 100.000	36 meses	IPC + 1,59% EA	Colcorp	Colcorp - Suvalor
<b>Emgesa</b>	Feb-06	Bonos Ordinarios	AAA	BRC Investor Services S.A.	\$ 40.000	\$ 250.000	9 años	IPC + 2,40% EA	Corficolombiana	Corficolombiana
<b>Betania</b>	Feb-06	Bonos Ordinarios	AA+	Duff & Phelps de Colombia	\$ 100.000	\$ 400.000	5 años	IPC + 1,80% E.A.	Corfinsura	Corfinsura
<b>Interconexión Eléctrica S.A.</b>	07-Abr-06	Bonos Ordinarios	AAA	Duff & Phelps de Colombia	\$ 118.500	\$ 450.000	20 años	IPC + 4,58% EA	ISA	Corficolombiana - Correval
<b>Banco Davivienda</b>	23-Jun-06	Bonos Hipotecarios Estructurados VIS -2006	AAA	Duff & Phelps de Colombia	\$ 60.114	\$ 477.365	7 años	0,75% en UVRs	Davivienda	Davivienda
<b>PA. Titupalma</b>	11-Ago-06	Títulos de Contenido Crediticio	AA +	BRC Investor Services S.A.	\$ 7.360	\$ 50.000	02-May-15	IPC + 9,9% EA	Estructuras en Finanzas	Interbolsa
<b>Cementos Argos</b>	16-Ago-06	Papeles Comerciales	DP+1	Duff & Phelps de Colombia	\$ 177.280	\$ 250.000	180 días	DTF + 1.24% TA	Colcorp S.A.	Colcorp S.A.- Suvalor S.A.
					\$ 72.720		364 días	DTF + 1.42% TA		
<b>Comcel</b>	17-Ago-06	Papeles Comerciales	DP+1	Duff & Phelps de Colombia	\$ 100.000	\$ 250.000	46 días	7,3% E.A.	Comcel S.A.	BBVA Valores
<b>Almacenes Éxito</b>	24-Ago-06	Bonos Ordinarios	AAA	Duff & Phelps de Colombia	\$ 30.350	\$ 200.000	5 años	IPC + 4,98% EA	Colcorp S.A.	Colcorp S.A.- Suvalor S.A.
					\$ 74.650		7 años	IPC + 5,45% EA		
<b>Distrito Capital</b>	15-Ago-06	Bonos Ordinarios	AAA	Duff & Phelps de Colombia	\$ 100.000	\$ 100.000	23/09/2015	IPC + 5,595% EA	Distrito	Alianza Valores Correval Inversionistas de Colombia Suvalor
<b>Bancoldex</b>	16-Ago-06	Bonos Ordinarios	AAA	Duff & Phelps de Colombia	\$ 100.000	\$ 1.000.000	31 meses	8,29% E.A.	Bancoldex	Bancoldex
<b>BBVA Colombia S.A.</b>	28-Ago-06	Bonos Subordinados	AA+	Duff & Phelps de Colombia	\$ 89.000	\$ 400.000	5 años	IPC + 5,2% EA	BBVA	BBVA
<b>Banco de Occidente</b>	30-Ago-06	Bonos Subordinados	AA+	Duff & Phelps de Colombia	\$ 75.000	\$ 75.000	7 años	IPC + 5,58% EA	Corficolombiana	Banco de Occidente-Valores de Occidente

Tabla A1. Continuación...

Emisor	Fecha Colocación	Clase de Título	Calificación Otorgada	Calificadora	Monto Colocado (\$Millones)	Monto Emitido	Plazo	Tasa Corte	Estructurador	Colocador
Concesiones Urbanas	01-Sep-06	Bonos Ordinarios	AAA	Duff & Phelps de Colombia	\$ 52.000	\$ 200.000	24 meses	IPC +4,5% E.A.	Colcorp S.A.	Suvalor S.A.
	01-Sep-06	Bonos Ordinarios	AAA	Duff & Phelps de Colombia	\$ 135.000		48 meses	IPC +5,08% E.A.	Colcorp S.A.	Suvalor S.A.
EPM	06-Sep-06	Papeles Comerciales	DP1+	Duff & Phelps de Colombia	\$ 83.680	\$ 100.000	1 año	DTF + 1,76% T.A.	EPM	Corredores Asociados
LEASING COLOMBIA	13-Sep-06	Bonos Ordinarios	AAA	Duff & Phelps de Colombia	\$ 40.700	\$ 1.500.000	18 meses	DTF + 2.00% T.A.	Colcorp	Suvalor
	13-Sep-06		AAA	Duff & Phelps de Colombia	\$ 23.000		18 meses	DTF + 2.00% T.A.	Colcorp	Colcorp
	13-Sep-06		AAA	Duff & Phelps de Colombia	\$ 23.000		3 años	DTF + 2.40% T.A.	Colcorp	Suvalor
	13-Sep-06		AAA	Duff & Phelps de Colombia	\$ 4.500		3 años	DTF + 2.40% T.A.	Colcorp	Colcorp
	13-Sep-06		AAA	Duff & Phelps de Colombia	\$ 7.000		5 años	DTF + 2.90% T.A.	Colcorp	Suvalor
	13-Sep-06		AAA	Duff & Phelps de Colombia	\$ 46.000		5 años	DTF + 2.90% T.A.	Colcorp	Colcorp
	13-Sep-06		AAA	Duff & Phelps de Colombia	\$ 17.000		5 años	IPC + 5.05% E.A.	Colcorp	Suvalor
	13-Sep-06		AAA	Duff & Phelps de Colombia	\$ 19.000		5 años	IPC + 5.05% E.A.	Colcorp	Colcorp
Bancoldex	19-Sep-06	Bonos Ordinarios	AAA	Duff & Phelps de Colombia	\$ 100.000	\$ 1.000.000	22/09/2007	DTF + 1.40% T.A.	Bancoldex	Bancoldex
Interconexión Eléctrica S.A.	21-Sep-06	Bonos Ordinarios	AAA	Duff & Phelps de Colombia	\$ 110.000		7 años	IPC + 4,84% E.A.	ISA	Corficolombiana - Correval
Surrenting	21-Sep-06	Bonos Ordinarios	AA+	Duff & Phelps de Colombia	\$ 24.810	\$ 120.000	3 años	DTF + 2,80% T.A.	Colcorp	Colcorp S.A.- Suvalor S.A.
		Bonos Ordinarios			\$ 35.190		5 años	IPC + 5,38% E.A.		
Leasing de Crédito	22-Sep-06	Bonos Ordinarios	AA+	Duff & Phelps de Colombia	\$ 6.300	\$ 200.000	3 años	DTF + 2,70% T.A.	Helm Invetment Advisors	Helm Securities S.A.
					\$ 4.000		5 años	DTF + 3,00% T.A.		
					\$ 7.640		3 años	IPC + 4,90% E.A.		
					\$ 9.500		5 años	IPC + 5,30% E.A.		
					\$ 7.000		5 años	5,48% en UVRs		
Comcel	04-Oct-06	Papeles Comerciales	DP+1	Duff & Phelps de Colombia	\$ 100.000	\$ 250.000	45 días	7,47% E.A.	Comcel S.A.	BBVA Valores
BBVA Colombia S.A.	09-Oct-06	Bonos Subordinados	AA+	Duff & Phelps de Colombia	\$ 132.000	\$ 400.000	5 años	IPC + 5,25% E.A.	BBVA	BBVA
Crediservicios S.A.	11-Oct-06	Títulos de Contenido Crediticio	AA	Duff & Phelps de Colombia	\$ 22.000	\$ 22.000	4 años	IPC + 5,80 E.A.	Colcorp	Suvalor

Tabla A1. Continuación...

Emisor	Fecha Colocación	Clase de Título	Calificación Otorgada	Calificadora	Monto Colocado (\$Millones)	Monto Emitido	Plazo	Tasa Corte	Estructurador	Colocador
Titularizadora Colombiana	11-Oct-06	TIPS E-8	AAA	Duff & Phelps de Colombia/ BRC Investor Services S.A.	\$ 52.184	\$ 239.152	5 años	2,5% en UVRs	Titularizadora Colombiana S.A.	Afin, Corficolombiana, Correval, Davivalores, Inversionistas de Colombia, Suvalor, Valores Bogotá
	11-Oct-06		AAA	Duff & Phelps de Colombia/ BRC Investor Services S.A.	\$ 54.826		10 años	3,5% en UVRs	Titularizadora Colombiana S.A.	Afin, Corficolombiana, Correval, Davivalores, Inversionistas de Colombia, Suvalor, Valores Bogotá
	11-Oct-06		AAA	Duff & Phelps de Colombia/ BRC Investor Services S.A.	\$ 30.519		15 años	4,9% en UVRs	Titularizadora Colombiana S.A.	Afin, Corficolombiana, Correval, Davivalores, Inversionistas de Colombia, Suvalor, Valores Bogotá
Bancoldex	26-Oct-06	Bonos Ordinarios	AAA	Duff & Phelps de Colombia	\$ 58.270	\$ 1.000.000	2.010	IPC + 4,20 E.A.	Bancoldex	Bancoldex
	26-Oct-06		AAA	Duff & Phelps de Colombia	\$ 95.500		2.011	IPC + 4,40 E.A.	Bancoldex	Bancoldex
Fideicomiso Acueducto de Bogotá	26-Oct-06	Títulos de Contenido Crediticio	AAA	BRC Investor Services S.A.	\$ 100.000	\$ 250.000	26/10/2016	IPC + 4,95% E.A.	Corficolombiana	Corficolombiana - Correval - Suvalor - Alianza Valores
	26-Oct-06		AAA	BRC Investor Services S.A.	\$ 50.000		26/10/2017	IPC + 5,09 E.A.	Corficolombiana	Corficolombiana - Correval - Suvalor - Alianza Valores
	26-Oct-06		AAA	BRC Investor Services S.A.	\$ 100.000		26/10/2018	IPC + 4,94 E.A.	Corficolombiana	Corficolombiana - Correval - Suvalor - Alianza Valores
Leasing de Occidente	26-Oct-06	Bonos Subordinados	AA+	BRC Investor Services S.A.	\$ 21.000	\$ 48.000	26/10/2013	IPC + 5,75 E.A.	Leasing de Occidente	Valores de Occidente
Distrito Capital	16-Nov-06	Bonos Ordinarios	AAA	Duff & Phelps de Colombia	\$ 50.000	\$ 50.000	23/09/2015	IPC + 4,99% E.A.	Distrito	Alianza Valores Correval Inversionistas de Colombia Suvalor
Fideicomiso IPLC	22-Nov-06	Títulos de Contenido Crediticio	AAA	Duff & Phelps	\$ 52.047	USD 22.800	4 años	8,25% E.A.	Colfinanzas - Interbolsa	Interbolsa

Tabla A1. Continuación...

Emisor	Fecha Colocación	Clase de Título	Calificación Otorgada	Calificadora	Monto Colocado (\$Millones)	Monto Emitido	Plazo	Tasa Corte	Estructurador	Colocador
Leasing de Crédito	24-Nov-06	Bonos Ordinarios	AA+	Duff & Phelps de Colombia	\$ 39.232	\$ 200.000	3 años	DTF + 2,70% TA	Helm Invetment Advisors	Helm Securities S.A.
					\$ 4.950		5 años	DTF + 3,00% TA		
					\$ 4.464		3 años	IPC + 4,90% E.A.		
					\$ 6.000		5 años	IPC + 5,30% E.A.		
					\$ 1.000		3 años	5,10% en UVRs		
					\$ 960		5 años	5,40% en UVRs		
Emergencia Médica Integral de Antioquia EMI	29-Nov-06	Bonos Ordinarios	AA-	BRC Investor Services S.A.	\$ 18.000	\$ 35.000	10 años	DTF + 5,85% T.A.	Estructuras en Finanzas	Interbolsa
					\$ 9.000			DTF + 5,85% T.A.		
					\$ 9.000			DTF + 5,85% T.A.		
Titularizadora Colombiana	06-Dic-06	TIPS PESOS E-1	AAA	Duff & Phelps de Colombia/ BRC Investor Services S.A.	\$ 80.113	\$ 268.378	10 años	8,9% E.A.	Titularizadora Colombiana S.A.	Afin, Corficolombiana, Correal, Davivalores, Valores Bancolombia, Valores Bogotá
Fideicomiso Construcción	13-Dic-06	Titulos de Contenido Crediticio	AA+	BRC Investor Services S.A.	\$ 60.000	\$ 60.000	10 años	11% E.A.	Estructuras en Finanzas	Hernando y Arturo Escobar
Leasing de Occidente	15-Dic-06	Bonos Ordinarios	AAA	BRC Investor Services S.A.	\$ 1.150	\$ 250.000	18 meses	DTF + 1,6% T.V.	Leasing de Occidente	Valores de Occidente
					\$ 5.550		24 meses	DTF + 1,8% T.V.		
Municipio de Medellín	19-Dic-06	Bonos de Deuda Pública Interna	AAA	Duff & Phelps de Colombia	\$ 64.500	\$ 141.000	10 años	IPC + 5,1 E.A.	Citivalores	Citivalores
Titularizadora Colombiana	19-Dic-06	TIPS PESOS E-2	AAA	Duff & Phelps de Colombia/ BRC Investor Services S.A.	\$ 106.001	\$ 106.001	10 años	8,84% E.A.	Titularizadora Colombiana S.A.	Afin, Corficolombiana, Correal, Davivalores, Valores Bancolombia, Valores Bogotá
Fideicomiso TCA 2016	20-Dic-06	Titulos de Contenido Crediticio TCA 2016	AAA	Duff & Phelps	\$ 105.986	USD 47.120	10 años	5% en USD	Corficolombiana	Corficolombiana
Municipio de Medellín	22-Dic-06	Bonos de Deuda Pública Interna	AAA	Duff & Phelps de Colombia	\$ 76.500	\$ 141.000	10 años	IPC + 5,1 E.A.	Citivalores	Citivalores
Titularización Flujo de Caja Angelcom	22-Dic-06	Titulos de Contenido Crediticio	AA	Duff & Phelps	\$ 7.500	\$ 40.000	20 meses	IPC + 2,5% E.A.	Interbolsa S.A. HJM	Interbolsa
					\$ 10.000		32 meses	IPC + 3% E.A.		
					\$ 10.000		44 meses	IPC + 3,5% E.A.		
					\$ 12.500		56 meses	IPC + 4% E.A.		

Tabla A1. Continuación...

Emisor	Fecha Colocación	Clase de Título	Calificación Otorgada	Calificadora	Monto Colocado (\$Millones)	Monto Emitido	Plazo	Tasa Corte	Estructurador	Colocador
Leasing de Occidente	07/02/2007	Bonos Ordinarios	AAA	BRC Investor Services	\$ 25.627	\$ 250.000	18 meses	DTF + 2,10% TA	Leasing de Occidente	Valores de Occidente
					\$ 17.167		24 meses	DTF + 2,30% TA		
					\$ 11.600		36 meses	DTF + 2,50% TA		
Cementos Argos	12/02/2007	Papeles Comerciales (Prórroga automática)	DP1+	Duff & Phelps de Colombia	\$ 126.398	\$ 250.000	180 días	DTF + 1,5546% TA	Banca de Inversión Bancolombia	Valores Bancolombia - Banca de Inversión Bancolombia
Cementos Argos	14/02/2007	Papeles Comerciales	DP1+	Duff & Phelps de Colombia	\$ 50.882	\$ 250.000	1 año	DTF + 1,80% TA	Banca de Inversión Bancolombia	Valores Bancolombia - Banca de Inversión Bancolombia
Bancoldex	20/02/2007	Bonos Ordinarios	AAA	Duff & Phelps de Colombia	\$ 100.000	\$ 246.230	22/03/2010	9,08% EA	Bancoldex	Bancoldex
					\$ 146.230		22/06/2010	9,18% EA		
Emgesa	20/02/2007	Bonos Ordinarios	AAA	Duff & Phelps de Colombia	\$ 170.000	\$ 400.000	10 años	IPC + 5,15% EA	Citivalores	Citivalores
Comcel	20/02/2007	Papeles Comerciales	DP+1	Duff & Phelps de Colombia	\$ 150.000		91 días	8,39%	Comcel S.A.	BBVA Valores
Departamento de Cundinamarca	21/02/2007	Bonos de Deuda Pública Interna	AAA	BRC Investor Services S.A.	\$ 44.000	\$ 134.200	10 años	IPC + 5,8%	Departamento de Cundinamarca	Interbolsa - Inversionistas de Colombia - Asesores en Valores
Finandina	21/02/2007	Bonos Ordinarios	AA+	BRC Investor Services S.A.	\$ 20.600	\$ 100.000	48 meses	DTF + 3,10% TA	Banca de Inversión	Valores Bancolombia -
					\$ 2.000		72 meses	IPC + 5,49% EA		
Renting Colombia S.A. (Antes Surrenting S.A.)	22/02/2007	Bonos Ordinarios	AA+	Duff & Phelps de Colombia	\$ 35.650	\$ 120.000	3 años	DTF + 2,9% TA	Banca de Inversión Bancolombia	Valores Bancolombia - Banca de Inversión Bancolombia
Cementos Argos	23/02/2007	Bonos Ordinarios	AAA	Duff & Phelps de Colombia	\$ 150.000	\$ 600.000	12 años	IPC + 5,25 E.A.	Banca de Inversión Bancolombia	Valores Bancolombia - Banca de Inversión Bancolombia
Colombina S.A.	06/03/2007	Bonos Ordinarios	AA+	Duff & Phelps de Colombia	\$ 50.000	\$ 600.000	10 años	IPC + 5,8 E.A.	Corficolombiana	Corficolombiana
Fideicomiso Concesión Autopista Bogotá - Girardot	08/03/2007	Bonos Ordinarios	AAA	BRC Investor Services S.A.	\$ 62.650		20/10/2015	IPC + 5,75 E.A.	Estructuras en Finanzas	Interbolsa
Fideicomiso Concesión Autopista Bogotá - Girardot	09/03/2007	Bonos Ordinarios	AAA	BRC Investor Services S.A.	\$ 37.350		20/10/2015	IPC + 5,75 E.A.	Estructuras en Finanzas	Interbolsa

Fuente: Bolsa de Valores de Colombia

**Tabla A2. Emisiones de renta variable en los años 2006 y 2007**

Emisor	Fecha Colocación	Clase de Título	Monto Colocado (\$Millones)	Número de acciones	Valor nominal	Valor Patrimonial	Precio Colocación	Estructurador	Colocador
Titularización Flujo Acciones CODAD	24-Ago-06	Títulos de Participación	33.000	3.300	10	10	10,46	Estructuras en Finanzas	Corredores Asociados
Riopaila Industrial S.A.	14-Ago-06	Acciones Ordinarias	183.681	33.779.360	120	5.437,68	5.437,68	Riopaila Industrial S.A.	Riopaila Industrial S.A.
Castilla Industrial S.A.	14-Ago-06	Acciones Ordinarias	192.523	19.619.960	200	9.812,59	9.812,59	Castilla Industrial S.A.	Castilla Industrial S.A.
Banco de Bogotá	18/07/2006 Fecha Máxima	Acciones Ordinarias - Primario	300.000	13.344.000	10	9.127,66	22.498,88	Banco de Bogotá	Banco de Bogotá
Banco de Crédito y Desarrollo Social Megabanco	30/08/2006 Fecha Máxima	Acciones Ordinarias - Primario	100.000	#####	0,01	0,10	0,0986515346064	Banco de Crédito y Desarrollo Social Megabanco	Banco de Crédito y Desarrollo Social Megabanco
P.A. Estrategias inmobiliarias	27/02/2007	Títulos de Participación	107.605	21.521	5.000.000	5.000.000	5.000.000	Estrategias Corporativas	Correval - Corredores

Fuente: Bolsa de Valores de Colombia

## ANEXO D. FORMATO UTILIZADO PARA LA TABULACIÓN DEL CUESTIONARIO APLICADO

TABULACIÓN ENCUESTA MERCADO DE VALORES			
Empresa			
Cargo de quien responde			
Pregunta	Respuesta		
1		1 ; 4	
2		1 ; 6	6: Otra
3		1 ; 2	
4		1 ; 3	
5		1 a 4	
6		1 a 5	5: Otros
7		1 ; 2	2: Grupo
8		1 ; 4	Por qué
9		1 ; 5	
10		1 a 8	8: Otros
11		1 ; 2	2: Cuales
12		1 a 5	5: Otros

TABULACIÓN ENCUESTA GOBIERNO CORPORATIVO					
Empresa					
Cargo de quien responde					
Pregunta	Respuesta		Pregunta	Respuesta	
1		%	23		1 ; 2
2		%	24		# int - # ind
3		1 a 6	25		1 a 4
4		1 ; 2	26		1 a 4
5		1 ; 2	27		1 a 10
6		1 ; 2	28		# - # - # - #
7		1 a 4	29		1 a 5
8		1 a 9	30		1 a 3
9		1 a 7	31		1 ; 2
10		días	32		1 a 10
11		1 ; 2	33		miembros
12		1 a 5	34		1 ; 2
13		1 a 8	35		# int - # ind
14		1 ; 3	36		1 ; 2
15		1 ; 4	37		# int - # ind
16		1 ; 2	38		1 a 4
17		1 ; 2	39		1 ; 2
18		1 a 7	40		1 ; 2
19		1 ; 2	41		1 ; 2
20		1 ; 2	42		1 ; 2
21		1 ; 2	43		1 ; 2
22		1 a 7	44		1 ; 2

TABULACION ENTREVISTA INSTRUMENTO DE FINANCIACION	
Empresa	
Cargo de quien responde	
Pregunta	Observaciones
1	
2	
3	
4	
5	
6	
7	
8	
9	
10	
11	
12	
13	
14	
15	
16	
17	

**ANEXO E. TASAS DE COLOCACION (\*)**  
Tasa efectiva anual y monto en millones de pesos  
FECHA DESDE: 11/12/2006 FECHA HASTA: 15/12/2006

	BANCOS		CORPORACIONES		COMPAÑIAS		ORG. COOPERATIVOS		ENTIDADES ESPECIALES		COOP. FINANCIERAS		TOTAL	
	TASA	MONTO	TASA	MONTO	TASA	MONTO	TASA	MONTO	TASA	MONTO	TASA	MONTO	TASA	MONTO
<b>Créditos de Vivienda</b>														
Construcción de Vivienda diferente de VIS (Pesos)	11,58	4.035	0,00	-	0,00	-	0,00	-	0,00	-	0,00	-	11,58	4.035
Construcción de Vivienda diferente de VIS (UVR)	6,29	38.481	0,00	-	0,00	-	0,00	-	0,00	-	0,00	-	6,29	38.481
Construcción de Vivienda VIS (Pesos)	0,00	-	0,00	-	0,00	-	0,00	-	0,00	-	0,00	-	-	-
Construcción de Vivienda VIS (UVR)	6,10	9.517	0,00	-	0,00	-	0,00	-	0,00	-	0,00	-	6,10	9.517
Adquisición de Vivienda diferente de VIS (Pesos)	13,81	50.290	0,00	-	0,00	-	0,00	-	0,00	-	16,94	16	13,81	50.306
Adquisición de Vivienda diferente de VIS (UVR)	8,23	10.598	0,00	-	0,00	-	0,00	-	0,00	-	0,00	-	8,23	10.598
Adquisición de Vivienda VIS (Pesos)	13,25	12.448	0,00	-	0,00	-	0,00	-	0,00	-	0,00	-	13,25	12.448
Adquisición de Vivienda VIS (UVR)	8,44	9.425	0,00	-	0,00	-	0,00	-	0,00	-	0,00	-	8,44	9.425
<b>Crédito de Consumo</b>														
Entre 31 y 365 días	16,12	22.428	0,00	-	20,93	11.554	19,23	14	0,00	-	19,79	763	17,80	34.758
Entre 366 y 1095 días	20,19	125.446	0,00	-	20,07	12.880	20,47	138	0,00	-	20,99	4.843	20,21	143.307
Entre 1096 y 1825 días	19,48	160.401	0,00	-	18,72	26.834	20,94	89	0,00	-	20,70	4.633	19,41	191.958
A más de 1825 días	17,78	31.998	0,00	-	18,12	10.127	0,00	-	0,00	-	19,22	681	17,88	42.806
<b>Microcréditos (Modalidad de Leasing)</b>														
Entre 31 y 365 días	0,00	-	0,00	-	0,00	-	0,00	-	0,00	-	0,00	-	-	-
Entre 366 y 1095 días	0,00	-	0,00	-	0,00	-	0,00	-	0,00	-	0,00	-	-	-
Entre 1096 y 1825 días	0,00	-	0,00	-	0,00	-	0,00	-	0,00	-	0,00	-	-	-
A más de 1825 días	0,00	-	0,00	-	0,00	-	0,00	-	0,00	-	0,00	-	-	-
<b>Microcréditos (Diferentes de Leasing)</b>														
Entre 31 y 365 días	21,84	1.200	0,00	-	22,57	485	0,00	-	0,00	-	22,24	101	22,06	1.786
Entre 366 y 1095 días	21,71	10.371	0,00	-	22,58	710	20,16	86	0,00	-	22,43	116	21,76	11.282
Entre 1096 y 1825 días	20,19	1.377	0,00	-	0,00	-	20,38	13	0,00	-	0,00	-	20,19	1.389
A más de 1825 días	0,00	-	0,00	-	0,00	-	0,00	-	0,00	-	0,00	-	-	-
<b>Créditos Comerciales (Ordinario)</b>														
Entre 31 y 365 días	14,01	237.112	0,00	-	15,47	112.788	15,28	610	0,00	-	20,56	550	14,49	351.060
Entre 366 y 1095 días	14,59	108.238	0,00	-	17,75	13.371	14,86	367	0,00	-	0,00	-	14,94	121.976
Entre 1096 y 1825 días	12,71	103.182	0,00	-	18,22	28.197	19,16	159	0,00	-	0,00	-	13,90	131.538
A más de 1825 días	13,08	54.995	0,00	-	14,80	10.537	0,00	-	0,00	-	0,00	-	13,36	65.532
<b>Créditos Comerciales (Preferencial o Corporativo)</b>														
Entre 31 y 365 días	10,07	751.147	0,00	-	14,23	3.758	0,00	-	0,00	-	0,00	-	10,09	754.905
Entre 366 y 1095 días	9,46	93.916	0,00	-	14,14	3.164	0,00	-	0,00	-	0,00	-	9,61	97.080
Entre 1096 y 1825 días	10,81	7.521	0,00	-	13,92	5.387	0,00	-	0,00	-	0,00	-	12,11	12.908
A más de 1825 días	11,56	12.574	0,00	-	12,01	6.687	0,00	-	0,00	-	0,00	-	11,72	19.261
<b>Créditos Comerciales (Tesorería)</b>														
Entre 1 y 5 días	8,95	100.625	0,00	-	0,00	-	0,00	-	0,00	-	0,00	-	8,95	100.625
Entre 6 y 14 días	9,09	267.759	0,00	-	0,00	-	0,00	-	0,00	-	0,00	-	9,09	267.759
Entre 15 y 30 días	9,58	936.613	0,00	-	14,45	1.400	0,00	-	0,00	-	0,00	-	9,59	938.013

Fuente: Formato 088 de la Superintendencia Financiera de Colombia.

Cifras de carácter PROVISIONAL. \* El promedio ponderado total no incluye las tasas de las Entidades Financieras Especiales.

## **ANEXO F. CRITERIOS PARA DEFINIR EL BUEN GOBIERNO EN LAS RESPUESTAS DEL CUESTIONARIO APLICADO**

A continuación, se ilustrará la forma en que se obtuvo el puntaje respectivo de cada una de las variables explicativas del gobierno corporativo. Para ello, se definirán los criterios considerados como “de buen gobierno” para cada una de las preguntas de la encuesta de gobierno corporativo, especificando a qué variable pertenece cada pregunta.

**1) Derechos de los accionistas:** Esta variable fue evaluada a partir de 7 preguntas que buscaban verificar el estado de reconocimiento y práctica de los derechos fundamentales de los accionistas.

Las preguntas y su respuesta acertada, de acuerdo a favorecer los derechos de los accionistas y por ende el buen gobierno en las empresas, son:

1. ¿Qué porcentaje de propiedad en la Sociedad debe tener un Socio para convocar a una Asamblea de Socios?

Respuesta: Si la empresa tenía definido este porcentaje y era menor a un 49% del total de las acciones, se otorgaba un punto al puntaje de esta variable.

2. ¿Qué porcentaje de propiedad debe tener un Socio o grupo de Socios para incluir algún tema en las discusiones de una Asamblea de Socios?

Respuesta: Si la empresa tenía definido este porcentaje y era menor a un 49% del total de las acciones, se otorgaba un punto al puntaje de esta variable.

3. Los socios tienen derecho a:

- Participar en las deliberaciones de la Asamblea de Socios
- Votar en las Asambleas
- Recibir una parte proporcional de las utilidades
- Negociar libremente las acciones
- Inspeccionar libremente los libros dentro de los 15 días hábiles anteriores a las reuniones de la Asamblea
- Recibir una parte proporcional de los activos sociales al tiempo de la liquidación

Respuesta: Se otorgaba el punto de esta pregunta a las empresas que indicaban por lo menos cinco de los seis derechos consignados anteriormente.

4. Si un socio escoge la opción de votar en contra o no votar por acuerdos como: Transformaciones, Fusiones, Adquisiciones o Escisiones de la Sociedad, ¿Le permiten los estatutos retirarse de la sociedad?

Respuesta: Si se contestaba de forma afirmativa se otorgaba un punto más a la variable X1 de la empresa respectiva.

5. Si el Socio con mayor porcentaje en la Sociedad decide vender su participación, ¿Existen normas que establezcan que esta venta se realice en condiciones iguales para los Socios minoritarios (Especialmente de precio)?

Respuesta: Si se contestaba de forma afirmativa se otorgaba un punto más a la variable X1 de la empresa respectiva.

6. ¿Pueden los socios someter a arbitraje las diferencias que se presenten con los administradores de la sociedad o con otros socios?

Respuesta: Si se contestaba de forma afirmativa se otorgaba un punto más a la variable X1 de la empresa respectiva.

- 7.Cuál de los siguientes mecanismos de resolución de controversias tiene establecido utilizar su empresa:

Tribunales Ordinarios  
 Arbitraje exclusivamente  
 Ambos mecanismos

Respuesta: Si la empresa tenía establecidos los procedimientos para la resolución de controversias y éstos incluyen ambos mecanismos, se otorgaba a la empresa un punto en la calificación de la variable derechos de los accionistas.

**2) Facultades de la AGA:** En esta variable se evalúa la definición clara de las funciones de la asamblea general de accionistas y que dichas funciones sean relevantes para asegurar la defensa de los derechos de los accionistas, de acuerdo con los principios establecidos por la OECD.

Se utilizaron tres preguntas para medir la variable, que interrogan sobre las funciones de la AGA, los procedimientos que se encuentren establecidos y los tiempos para convocar la asamblea. Las preguntas y las respuestas que otorgaban puntaje son las siguientes:

8. ¿Cuáles de las siguientes son funciones **exclusivas** de la Asamblea de Socios?
- Estudiar y aprobar las reformas de los estatutos.  
 Aprobar o rechazar los balances de fin de período.

- Disponer de las utilidades sociales, ordenando el pago de dividendos y constituyendo reservas ocasionales y/o otras reservas cuando halla lugar.
- Elegir los miembros de la Junta Directiva.
- Nombrar al Gerente General o Ejecutivo principal.
- Nombrar al Revisor Fiscal.
- Considerar los informes de los administradores o del representante legal sobre el estado de los negocios sociales, y el informe del revisor fiscal.
- Decretar aumentos de capital.
- Ordenar la emisión de bonos

Respuesta: Se otorgaba el punto de esta pregunta a las empresas que indicaban por lo menos siete de las nueve funciones consignadas anteriormente.

9. Para las reuniones de la Asamblea la Sociedad ha establecido procedimientos y mecanismos para lo siguiente:
- Convocar a los socios
  - Poner a disposición de los socios el orden de la reunión
  - Determinar el lugar de la reunión
  - Regular las intervenciones durante la Asamblea
  - Regular la asistencia de personas externas idóneas para los temas a tratar en la Asamblea.
  - Realizar votaciones
  - Nombramiento de representantes de los socios

Respuesta: Se otorgaba el punto de esta pregunta a las empresas que indicaban por lo menos cinco de las siete opciones consignadas anteriormente.

10. ¿Con cuánto tiempo de anticipación se realiza la convocatoria para llevar a cabo una Asamblea?

Respuesta: Las empresas que indicaron convocar la asamblea con treinta o más días de anticipación recibieron un punto en la variable X2.

**3) Acceso a la información para los accionistas:** Esta variable busca medir el acceso a la información sobre temas relacionados con la empresa por parte de los accionistas, la cantidad de información que se encuentra disponible para la asamblea o en cualquier momento y los medios para acceder a ella.

Se utilizaron cuatro preguntas para medir la variable, y éstas se incluyen a continuación con el respectivo criterio para obtener puntos de buen gobierno:

12. ¿Qué Información se pone a disposición de los socios cuando se convoca una Asamblea?
- Balances y estados de resultados

- Información eventual
- Control y participaciones
- Anexos correspondientes a temas a tratar
- Agenda de la Asamblea de Socios

Respuesta: Se otorgaba el punto de esta pregunta a las empresas que indicaban por lo menos cuatro de las cinco opciones consignadas anteriormente.

13. Cualquier socio puede solicitar en cualquier momento la siguiente información de la sociedad:

- Balances y estados de resultados
- Sistemas de compensación de los administradores
- Composición de propiedad de la sociedad
- Información sobre la evaluación de ejecutivos clave
- Objetivos, Misión y Visión de la Sociedad
- Estructura de Gobierno Corporativo
- Derechos y procedimientos de votación
- Calificación de Valores

Respuesta: Se otorgaba el punto de esta pregunta a las empresas que indicaban por lo menos seis de las ocho opciones consignadas anteriormente.

21 El sistema de compensación de los miembros de la Junta Directiva es comunicado a los socios:

Respuesta: Contestando afirmativamente a esta pregunta se obtenía un punto más sobre la variable X3.

22 ¿Cómo pueden acceder los socios a la información relacionada con la empresa?

- Pagina Web
- Correo electrónico
- Correo certificado
- Oficina de atención al inversionista
- Fax o comunicación telefónica
- Diarios u otros Medios de Comunicación Masiva (Radio, Televisión)
- Otro medio ¿Cuál?

Respuesta: Se otorgaba el punto de esta pregunta a las empresas que indicaban por lo menos tres de las siete opciones consignadas anteriormente.

**4) Transparencia y acceso a la información para el mercado:** Esta variable pretende determinar la cantidad y la calidad de la información de la empresa que se encuentra a disposición del mercado y el público en general o con algún interés en la empresa, así como la adopción de políticas internas que

garanticen la transparencia y fluidez de la información disponible acerca de la sociedad.

El puntaje de la variable X4 se obtuvo de acuerdo a las respuestas en las siguientes cinco preguntas:

16 ¿Contrata su compañía los servicios de un auditor externo distinto al revisor fiscal y publica su informe?

Respuesta: Si se contestaba de forma afirmativa se otorgaba un punto a la variable X4 de la empresa respectiva.

17 ¿Los miembros de la Junta Directiva y los ejecutivos clave hacen pública su participación en acciones de la sociedad y comunican los cambios en esa participación?

Respuesta: Si se contestaba de forma afirmativa se otorgaba un punto a la variable X4 de la empresa respectiva.

18. Se informa al mercado sobre:

- Balances y estados de resultados
- Objetivos, Misión y Visión de la Sociedad
- Estructura de Gobierno Corporativo
- Derechos y procedimientos de votación
- Información eventual no financiera
- Sistemas de control interno y auditoría.
- Calificación de Valores

Respuesta: Se otorgaba el punto de esta pregunta a las empresas que indicaban por lo menos cinco de las siete opciones consignadas anteriormente.

19. ¿La Sociedad cuenta con Código de Buen Gobierno – CBG-?

Respuesta: Si se contestaba de forma afirmativa se otorgaba un punto a la variable X4 de la empresa respectiva.

20. ¿La sociedad presenta (con carácter al menos anual) un informe de gobierno corporativo que revele la forma en que se siguieron las prácticas establecidas en el CBG o en los estatutos?

Respuesta: Si se contestaba de forma afirmativa se otorgaba un punto a la variable X4 de la empresa respectiva.

**5) Funcionamiento y composición de la Junta Directiva:** Esta variable contemplo ocho preguntas en su contenido con las cuales se buscó determinar aspectos fundamentales sobre la conformación de la Junta directiva o consejo

de dirección de las empresas, las funciones y alcances del mismo, las obligaciones de sus miembros e incluso sus formas de remuneración.

Las preguntas desarrolladas para explicar X5 son las siguientes:

23 ¿Es el ejecutivo principal el presidente de la Junta Directiva?

Respuesta: Si se contestaba de forma negativa se otorgaba un punto a la variable X5 de la empresa respectiva, partiendo de los postulados anglosajones que establecen que se debe diferenciar a la persona que dirige el funcionamiento de la empresa (Gerente o Ejecutivo principal) del presidente de la junta directiva, encargado de orientar las estrategias de la empresa.

24 ¿Cuál es la composición de miembros principales de la Junta Directiva (# de independientes y # de internos)?

Respuesta: Si el número de miembros independientes era mayor a uno se otorgaba un punto a la variable X5, pues los principios de buen gobierno promulgan el bienestar y transparencia que otorgan los miembros independientes con altas capacidades de dirección estratégica en las juntas directivas.

25 ¿Qué sistema de compensación se aplica para los miembros independientes de la Junta Directiva?

Respuesta: En el caso de los miembros independientes se considera sano establecer un sistema de compensación mixto con un componente fijo y uno variable de acuerdo a los resultados de la empresa.

26 ¿Qué sistema de compensación se aplica para los miembros internos de la Junta Directiva?

Respuesta: En el caso de los miembros internos se evaluó la existencia de un sistema de compensación establecido (sin importar si era fijo o variable), ya que la carencia del mismo podría conducir a los directores a orientarse hacia el beneficio propio y no de la empresa.

27 ¿Cuáles de las siguientes facultades son **exclusivas** de la Junta Directiva?

- Aprobar y examinar la estrategia corporativa de la sociedad
- Aprobar la programación, elaboración y ejecución del presupuesto
- Nominar, nombrar, evaluar y remover al Presidente de la Junta Directiva
- Elaborar perfiles de los cargos de ejecutivos clave
- Determinar los sistemas de compensación de los ejecutivos
- Solicitar informes periódicos a los ejecutivos
- Verificar la efectividad y transparencia de los sistemas contables

- Efectuar reportes periódicos a los socios sobre la situación financiera y de Gobierno de la sociedad.
- Aprobar transacciones entre partes relacionadas (socios, filiales).
- Aprobar el Código de Buen Gobierno y las modificaciones o ajustes posteriores.

Respuesta: Se otorgaba el punto de esta pregunta a las empresas que indicaban por lo menos siete de las diez funciones descritas anteriormente.

28 ¿Cuántas veces se reunió la Junta Directiva durante los últimos cuatro años?

Respuesta: Existe un consenso en que el consejo de directores de una empresa debe reunirse por lo menos cuatro veces al año para revisar los resultados de la empresa, evaluar los problemas que se presenten, y tomar acciones a tiempo. El punto sobre la variable se otorgaba a las empresas que en promedio tuvieran cuatro o más reuniones al año.

29 ¿Cuáles de las siguientes son obligaciones de los miembros de la Junta Directiva?

- Garantizar la efectividad de los sistemas de revelación de información
- No pertenecer a más de cuatro juntas directivas
- No manipular, difundir o utilizar en beneficio propio o ajeno, la información confidencial de uso interno a la que tengan acceso.
- Garantizar aplicación de las políticas de buen gobierno corporativo adoptadas por la sociedad.
- Sesionar al menos cuatro veces al año.

Respuesta: Se otorgaba el punto de esta pregunta a las empresas que indicaban al menos cuatro de las cinco obligaciones.

30 En relación con los conflictos de interés, ¿Están específicamente previstas las siguientes obligaciones de los miembros de la Junta Directiva?

- Declarar los posibles intereses financieros y no financieros que puedan ser percibidos como conflictos de interés.
- Abstenerse de participar en la discusión y decisión sobre el tema de conflicto.
- Dejar constancia en las actas correspondientes.

Respuesta: Se otorgaba el punto de esta pregunta a las empresas que indicaban las tres obligaciones descritas anteriormente.

**6) Comités de la Junta Directiva:** La variable X6 se refiere a la organización de la junta directiva en comités especializados en áreas determinadas, su funcionamiento, reconocimiento y funciones dentro de la empresa.

La organización de comités es una experiencia que ha demostrado ser muy productiva en otros países, porque facilitan a la junta directiva tener un manejo más amplio en muchos campos de la empresa.

Las preguntas que se contemplaron para otorgar la puntuación a esta variable fueron cuatro, que básicamente indagan sobre la existencia de diferentes comités y sus funciones; las preguntas son las siguientes:

31 ¿Tiene la Junta Directiva un Comité de Auditoría?

Respuesta: Si se contestaba de forma afirmativa se otorgaba un punto a esta variable.

32 El comité de Auditoría tiene las siguientes facultades:

- Velar porque se ejerza el control y se disponga de los recursos necesarios para el efecto
- Vigilar la adopción de adecuadas prácticas de contabilidad y auditoría
- Conocer y decidir sobre los hallazgos y recomendaciones que efectúe el área de control de la compañía y las entidades externas de control
- Efectuar seguimiento a los planes de mejoramiento corporativos y velar por su implementación.
- Evaluar la gestión del área de control y la revisoría fiscal
- Hacer el seguimiento al proceso de evaluación de ofertas para el cargo de Revisor Fiscal
- Fijar mecanismos para asegurar veracidad y confiabilidad de cifras difundidas al mercado
- Señalar mecanismos de control y difusión de información a socios y mercado
- Desarrollar sistemas de índices de gestión de auditoría de la empresa.
- Recomendar auditorías externas

Respuesta: Se otorgaba el punto de esta pregunta a las empresas que indicaban al menos tres de las diez opciones presentadas. Se tuvo un criterio bajo en esta pregunta por considerar que solo el hecho de la existencia del comité de auditoría ya constituía en sí un buen avance en prácticas de buen gobierno. El desarrollo del estudio confirmó, como se presentará más adelante, que muy pocas empresas cuentan siquiera con una organización en comités.

34 ¿Tiene la Junta Directiva un Comité encargado de los nombramientos y modificaciones de la estructura salarial?

Respuesta: Si se contestaba de forma afirmativa se otorgaba un punto a esta variable.

36 ¿Existe algún comité en la Junta Directiva que tenga como competencia informar sobre situaciones de conflictos de interés?

Respuesta: Si se contestaba de forma afirmativa se otorgaba un punto a esta variable.

**7) Remuneración y obligaciones de la alta dirección:** Esta variable mide de forma puntual si existen parámetros definidos para la remuneración de los ejecutivos y si ésta se encuentra controlada por los socios.

Se utilizaron dos preguntas para puntuar a X7; éstas son:

39 ¿La compensación de los ejecutivos clave es aprobada por la Junta Directiva?

Respuesta: Si se contestaba de forma afirmativa se otorgaba un punto a esta variable.

40 ¿Los ejecutivos clave presentan informes a los miembros de la Junta Directiva sobre la evolución e incidencias en sus respectivas áreas de gestión?

Respuesta: Si se contestaba de forma afirmativa se otorgaba un punto a esta variable.

**8) Relación con los Stakeholders (grupos de interés):** Ésta fue la última variable evaluada en el cuestionario de gobierno corporativo. Es un tema de gran importancia, que por si solo constituye uno de los cinco principios de buen gobierno corporativo de la OECD. En los últimos años, el tema de la relación de la empresa con su entorno y su responsabilidad frente al mismo ha tomado una mayor vigencia, manifestándose en legislaciones más estrictas en algunos países sobre temas medioambientales, laborales, raciales, y de competencia entre las empresas.

Colombia no es ajena a esta tendencia, aunque el concepto de responsabilidad social empresarial no se encuentra aún muy arraigado en la mente de los empresarios del país, es indiscutible que con el paso del tiempo va a ser una necesidad para las empresas que deseen mantenerse tener una excelente relación con sus grupos de interés.

Para medir esta variable se diseñaron cuatro preguntas (que se pueden apreciar en el anexo A), cuya respuesta positiva en todos los casos otorgaba un punto a la medición de gobierno corporativo.

## ANEXO G. PRUEBA DE BONDAD DE AJUSTE PARA LOS RESULTADOS DEL ÍNDICE DE GOBIERNO CORPORATIVO

<b>Contraste Chi-cuadrado</b>				
Límite inferior	Límite superior	Frecuencia observada	Frecuencia esperada	Chi-cuadrado
Mayor o igual	28,5714	7	7,34	0,02
28,5714	42,8571	19	18,75	0,00
42,8571	57,1429	17	17,27	0,00
Mayor 57,1429		6	5,63	0,02
Chi-cuadrado = 0,0472909 con 1 g.l.			P-valor = 0,827846	
<b>Prueba de Kolmogorov - Smirnov</b>				
Estadístico DMAS de Kolmogorov = 0,0782196				
Estadístico DMENOS de Kolmogorov = 0,0453577				
Estadístico DN global de Kolmogorov = 0,0782196				
P-Valor aproximado = 0,925268				

El test chi-cuadrado divide el rango del Índice de Gobierno Corporativo en intervalos no superpuestos y compara el número de observaciones en cada clase con el número esperado basado en la distribución ajustada.

El test de Kolmogorov-Smirnov calcula la distancia máxima entre la distribución acumulativa de IGC y el CDF de la distribución normal ajustada. En este caso, la distancia máxima es 0.0782196.

El p-valor más bajo entre los test realizados es igual a 0.827846. Dado que el p-valor para este test es mayor a 0.05, no es posible rechazar la idea de que el Índice de Gobierno Corporativo procede de una distribución normal con un 95% de confianza. El cálculo de los valores de ambas pruebas se realizó con el software estadístico Statgraphics.

## ANEXO H. RESULTADOS DE LAS REGRESIONES REALIZADAS CON LAS VARIABLES ENDÓGENAS DEL MODELO ECONÓMTRICO

Variables / Estadísticos	Regresion 1			Regresion 2			Regresion 3		
	Signo	Valor Z	Prob.	Signo	Valor Z	Prob.	Signo	Valor Z	Prob.
X1 = Derechos de los accionistas				+	2,1799	0.0293			
X2 = Facultades de la Asamblea General de Accionistas	+	2,2168	0.0266				+	2,7947	0.0052
X3 = Acceso a la información para los accionistas	+	2,4034	0.0162	+	1,8761	0.0606			
X4 = Transparencia y acceso a la información para el mercado							+	2,2781	0.0227
X5 = Funcionamiento y composición de la Junta Directiva	+	2,1184	0.0341	+	1,7484	0.0804	+	1,9124	0.0558
X6 = Comités de la Junta Directiva							+	1,0425	0.2972
X7 = Remuneración y obligaciones de la alta dirección									
X8 = Relación con los Stakeholders	+	2,4941	0.0126	+	2,0262	0.0427			
Pseudo - R2		0,731661			0,851077			0,326337	
LR statistic (4 df)		51,8517			60,3145			23,1270	
Probability(LR stat)		1.48E-10			2.49E-12			0,000119	

Variables / Estadísticos	Regresion 4			Regresion 5			Regresion 6		
	Signo	Valor Z	Prob.	Signo	Valor Z	Prob.	Signo	Valor Z	Prob.
X1 = Derechos de los accionistas	+	1,7577	0.0788	+	2,0260	0.0428	+	2,2530	0.0243
X2 = Facultades de la Asamblea General de Accionistas	+	1,6961	0.0899	+	1,9207	0.0548			
X3 = Acceso a la información para los accionistas	+	1,9022	0.0571				+	2,4779	0.0132
X4 = Transparencia y acceso a la información para el mercado				+	1,3202	0.1868			
X5 = Funcionamiento y composición de la Junta Directiva									
X6 = Comités de la Junta Directiva									
X7 = Remuneración y obligaciones de la alta dirección							+	0,2690	0.7880
X8 = Relación con los Stakeholders	+	1,9037	0.0569	+	2,2299	0.0258	+	2,2101	0.0271
Pseudo - R2		0,8322222			0,691989			0,72298	
LR statistic (4 df)		58,9783			49,0402			51,2364	
Probability(LR stat)		4.76E-12			5.73E-10			1.99E-10	

Variables / Estadísticos	Regresion 7			Regresion 8			Regresion 9		
	Signo	Valor Z	Prob.	Signo	Valor Z	Prob.	Signo	Valor Z	Prob.
X1 = Derechos de los accionistas				+	2,3826	0.0172	+	2,5877	0.0097
X2 = Facultades de la Asamblea General de Accionistas									
X3 = Acceso a la información para los accionistas	+	2,9482	0.0032	+	2,4931	0.0127			
X4 = Transparencia y acceso a la información para el mercado	+	1,8693	0.0616						
X5 = Funcionamiento y composición de la Junta Directiva							+	2,1096	0.0349
X6 = Comités de la Junta Directiva	+	0,6057	0.5447						
X7 = Remuneración y obligaciones de la alta dirección	+	2,1189	0.0341						
X8 = Relación con los Stakeholders				+	2,4560	0.0140	+	2,6492	0.0081
Pseudo - R2		0,380076			0,721954			0,637966	
LR statistic (4 df)		26,9354			51,1638			45,2117	
Probability(LR stat)		2.05E-05			4.51E-11			8.34E-10	