



**Estudio Comparativo de Costos de Financiación Mercado de
Capitales y Canal intermediado en Colombia**

Julio de 2019

Reconocimientos

Este informe fue coordinado por David Salamanca (Investigador Asociado, Fedesarrollo) y escrito en conjunto con María Inés Agudelo (Investigador Asociado, Fedesarrollo) y Efraín Ramírez (Asistente de Investigación, Fedesarrollo). Este informe fue encargado por la Unidad de Proyección Normativa y Estudios de Regulación Financiera (URF) y preparado como parte del programa de trabajo de la Misión de Mercado de Capitales de Colombia. Los autores agradecen los comentarios recibidos en las discusiones con los comisionados y la Unidad de Regulación Financiera, así como la disponibilidad de la URF, la Superintendencia Financiera de Colombia y el Banco de la República para compartir sus perspectivas y los datos necesarios para los análisis presentados. Agradecemos también a las personas y a entidades con quienes tuvimos la oportunidad de reunirnos y discutir sus perspectivas y conocimientos sobre los temas contenidos en este trabajo, sin su ayuda y disposición no hubiera sido posible la elaboración de este documento.

Contenido

- Resumen Ejecutivo 4
- Estudio Comparativo de Costos de Financiación Mercado de Capitales y Canal intermediado..... 5**
- Introducción 5
- 1. Contexto 5
 - a. Mercado de capitales y canal intermediado como mecanismos alternativos y complementarios de Financiación..... 5
 - b. Caracterización de las fuentes de fondeo de las firmas colombianas 8
- 2. Costos 14
 - a. Costos de financiación en el canal bancario 14
 - b. Costos de acceso al mercado de capitales 23
 - c. Gobierno corporativo: información periódica y relevante..... 28
 - d. Información periódica 29
 - Información relevante..... 30
 - d. Reflexiones 32
- 3. Hallazgos y Conclusiones..... 34
- Anexo 1. Estimación de los Costos de Estructuración e Infraestructuras..... 36
 - a. Costos de Estructuración..... 36
 - b. Costos de Infraestructuras 37
- Anexo 2. Tiempos de Implementación recomendaciones Basilea III..... 38
- Anexo 3. Principales Requisitos de Revelación de Información..... 39
- Bibliografía 41

Resumen Ejecutivo

El mercado de capitales colombiano aún no se posiciona como una fuente importante de financiación que logre suplir las necesidades de recursos del sector productivo. A pesar de los esfuerzos de las autoridades por promover la complementariedad entre los dos pilares de financiación, la preferencia por el canal intermediado tanto de firmas como de entidades financieras evidencia un desequilibrio en el análisis costo beneficio a favor del crédito bancario como mecanismo de financiación.

En este trabajo se estudian varias hipótesis que podrían inducir este comportamiento. La primera de ellas tiene que ver con el marco normativo que, al no incorporar aún la totalidad de las recomendaciones de las mejores prácticas de manejo de riesgo, podría estar otorgando un subsidio para aquellas firmas que serían clientes naturales del mercado de capitales. Sin embargo, Colombia puede mostrar avances en la implementación de los estándares de Basilea III a pesar de que los tiempos difieren de los propuestos por el Comité de Basilea. En todo caso, la URF midió el efecto de la regulación y determinó que la mayoría de las entidades, incluyendo los bancos más grandes, cumple en la actualidad con los requerimientos derivados de las mismas.

La segunda tiene que ver con los sesgos regulatorios relacionados con mantener obligaciones en el balance del banco o con canalizar captaciones por fuera de mecanismos más tradicionales del mercado de capitales. Con respecto a esta hipótesis, el análisis de la evolución de las fuentes de fondeo no refleja una recomposición desde los Bonos hacia los CDTs.

La tercera hipótesis se relaciona con la presencia de conglomerados financieros que están presentes en ambos segmentos. Para estudiar esta hipótesis se compararon los costos de las firmas para acceder a una u otra forma de financiamiento. Se evidencia que el costo de infraestructura no es el componente más importante al momento de la emisión de papeles de deuda privada, por lo menos en el caso de la oferta pública inicial. Por el contrario, los costos de estructuración pueden ser prohibitivos, en particular para emisiones pequeñas de corto plazo y pueden en la práctica eliminar la ventaja de costos financieros del Mercado de Capitales frente a la alternativa bancaria. Los costos de mayor transparencia pueden ser disuasores importantes para firmas que cuentan con una estructura de propiedad y decisión concentrada en familias o pequeños grupos de accionistas, así como los obstáculos regulatorios y el proceso de autorización que pueden restringir la oportunidad de acceso de mercado.

Parece pertinente analizar la posibilidad de promover distintos escalones, o segmentos de mercado, que permitan aliviar los costos de estructuración y revelación de información para los emisores más pequeños y de plazos más cortos, sin poner en riesgo la transparencia del mercado principal. La existencia del segundo mercado o mecanismos privados de colocación de instrumentos de deuda, así como la utilización de mecanismos estandarizados para las colocaciones más sencillas podrían reducir los tiempos y los requisitos de revelación de información necesarios para los pequeños emisores. El aprovechamiento de escenarios de mercado para títulos valores, como las facturas electrónicas, puede ser una alternativa que permita a un segmento mucho más amplio de firmas beneficiarse del fondeo en los mercados de capitales.

Estudio Comparativo de Costos de Financiación Mercado de Capitales y Canal Intermediado

Introducción

- 1. El mercado de capitales aún no se posiciona como una fuente importante de financiación que logre suplir las necesidades de recursos del sector productivo.** A pesar de los esfuerzos realizados en años recientes para desarrollarlo, el número de emisores que acceden a este mercado ha venido disminuyendo y es bastante limitado si se compara con el de otras economías con niveles de desarrollo similares, y en ese sentido no ofrece una alternativa y complemento a la financiación bancaria tradicional.
- 2. La preferencia por el canal intermediado tanto de firmas como de entidades financieras evidencia un desequilibrio en el análisis costo beneficio a favor del crédito bancario como mecanismo de financiación.** La posibilidad de diversificar las fuentes de fondeo y de acceder a tasas de interés competitivas no parece contrarrestar los costos monetarios y de otra índole asociados al canal del mercado de capitales.
- 3. En el marco de las mesas de trabajo de la Misión de Mercado de Capitales se plantearon algunas hipótesis sobre el origen de este desequilibrio.** Entre los aspectos mencionados se encuentra la posibilidad de un 'subsidio' regulatorio al canal intermediado asociado a discrepancias frente a mejores prácticas internacionales de requerimientos de capital y de liquidez; la existencia de costos significativos de entrada y operación en los mercados de capitales; y los costos implícitos de la revelación de información para las firmas listadas.

1. Contexto

a. Mercado de capitales y canal intermediado como mecanismos alternativos y complementarios de Financiación

- 4. Un sistema financiero desarrollado es necesario para promover la creación y el crecimiento de firmas y proyectos.** Los beneficios de una mejor asignación de recursos en la economía, así como la mejor gestión de los riesgos se traduce en un mayor crecimiento potencial y justifica la fijación de metas específicas de desarrollo del sistema financiero y del mercado de capitales en particular en los marcos de política pública.
- 5. La favorabilidad de la utilización de uno u otro canal de financiación depende de las características de la economía como un todo y de las firmas específicamente.** En este marco de discusión, algunos estudios han planteado las ventajas que para una economía como la

colombiana tendría el desarrollo de canales complementarios de financiación a través del mercado de capitales y del sector bancario¹. En ese sentido, se propone presentar un resumen de la literatura con las características que aborda esta diferenciación para que sirva como base para identificar las áreas donde hay un mayor beneficio potencial para el desarrollo de un mercado de deuda corporativo.

6. **La literatura sobre el financiamiento para el crecimiento ha explorado por años la estructura financiera que mejor apoya el desarrollo económico.** Es bien sabido que los mercados de capitales mejoran la distribución del riesgo e incrementan la eficiencia en la asignación de recursos en la economía, ayudando al crecimiento económico. Sin embargo, no todos los países tienen mercados de capitales desarrollados, a pesar de iniciativas gubernamentales que buscan desarrollar estos mercados pero que han mostrado resultados mixtos. El Fondo Monetario Internacional (2014)² asevera que el desarrollo del mercado de capitales local no está exento de retos, especialmente en los países en desarrollo en donde los mercados son pequeños, las instituciones son débiles y la macroeconomía es inestable. Estos elementos ponen una talanquera al ambiente necesario para que florezcan los mercados.
7. **La visión de desarrollo financiero más aceptada en la literatura es la que se refiere a la prestación de servicios financieros, que parte de la existencia de fricciones o externalidades que conllevan la aparición de costos de transacción, lo cual crea incentivos para que se provean servicios que disminuyen las imperfecciones de mercado.** De acuerdo con Levine (2005) las cinco funciones financieras que suministran todos los sistemas financieros son: i) producir información ex – ante acerca de posibles inversiones y asignar capital; ii) monitorear inversiones y ejercer gobernanza corporativa después de proveer la financiación; iii) facilitar el comercio, la diversificación y la gerencia del riesgo; iv) movilizar y agrupar los ahorros; y, iv) facilitar el intercambio de bienes y servicios.
8. El desarrollo financiero existe cuando *“los instrumentos financieros, los mercados y los intermediarios (...) mejoran los efectos de los costos de información, ejecución y transacción, y, por ende, hacen un mejor trabajo al proporcionar las cinco funciones financieras”* (Levine, 2005). Esto implica que **un sistema financiero con intermediarios efectivos ofreciendo servicios, pero sin mercados que también participen en el financiamiento del sector privado clasificaría como un sector no desarrollado**. En consecuencia, la complementariedad entre el sector bancario y el mercado de capitales es una premisa del desarrollo financiero, de acuerdo con esta definición.
9. **Estudios empíricos han encontrado que el crecimiento económico depende positivamente del desarrollo financiero**³. No obstante, niveles similares de desarrollo financiero pueden aportar en distintas formas al crecimiento económico. Esto depende de: i) La estructura del sistema

¹ Maiguashca, 2016.

² Leaven, 2014.

³ Levine, 2005; Rajan y Zingales, 1999; Beck, 2008; Saqib, 2006; Bittencourt; 2012; Tolina y Jaebeom, 2018.

financiero⁴; ii) los arreglos institucionales bajo los que funciona el sistema financiero⁵; y, iii) el nivel de desarrollo económico de cada país⁶.

10. Respecto de los aspectos institucionales, los países con sistemas legales más eficientes en el soporte de las transacciones financieras favorecen más el crecimiento económico⁷. La garantía de los derechos de propiedad, el cumplimiento de los contratos y las normas de protección de los inversionistas son determinantes para un sistema financiero más eficiente⁸. Varios estudios han encontrado que los países con un sistema legal de origen anglosajón como el *derecho común* (Common-law) tienden a tener sistemas financieros más desarrollados que aquellos con un sistema de origen francés como el *derecho civil* (civil-law). Aunque no existe consenso acerca del cumplimiento de esta hipótesis en países desarrollados y en países en desarrollo, numerosos estudios encuentran que las diferencias en el nivel de desarrollo financiero entre países dependen de las normas e instituciones que permiten que ya sea los bancos o los mercados ofrezcan mejores servicios financieros, sin favorecer alguno de los dos canales⁹.

11. Los sistemas financieros que favorecen la innovación tienen mayor impacto en la productividad agregada y, por ende, en el crecimiento económico, que aquellos que no lo hacen¹⁰. En los sistemas *relationship-based* los proveedores de servicios financieros (bancos, mercados u otros) tienden a dejar sin financiación a los proyectos innovadores debido a la existencia de grupos de interés que distorsionan la asignación de recursos con el fin de no enfrentarse a nuevos competidores en el mercado¹¹. Por el contrario, en los sistemas *arm's length-based* la innovación tiende a ser más financiada porque la asignación de recursos no está distorsionada por la influencia de grupos de interés.

12. Son varios los autores que han participado en la discusión sobre el tamaño óptimo del sector bancario y el del mercado de capitales para promover el crecimiento económico. Por ejemplo, después de hacer una revisión exhaustiva de la bibliografía que está a favor de un sistema *bank-based* o uno *market-based*, Levine (2004) concluye que “... en un contexto de corte transversal entre países, no hay regla general que muestre que los sistemas financieros bank-based o market-based son mejores fomentando el crecimiento”¹². En consecuencia, la visión de los servicios financieros no acepta *per se* que una estructura sea mejor que otra en proveer los servicios financieros¹³.

⁴ Luintiel et. al.; 2016; Rajan y Zingales, 2003a, b, c; Goldsmith, 1969.

⁵ La porta et al., 1998; La porta et al., 2000.

⁶ Demirgüç-Kunt et al., 2013; Arcand et al., 2015; Barajas, 2016.

⁷ La porta et. al, 2000; Beck et al., 2003; Simplicio, 2011.

⁸ Rajan y Zingales, 2003b.

⁹ La porta et al, 2000; Rajan and Zingales, 2003a, b, c.

¹⁰ Schumpeter, 1912; Allen, 2018.

¹¹ Rajan y Zingales, 2003b, c.

¹² Levine, 2004, pp. 919.

¹³ Demirgüç-Kunt and Levine, 2001.

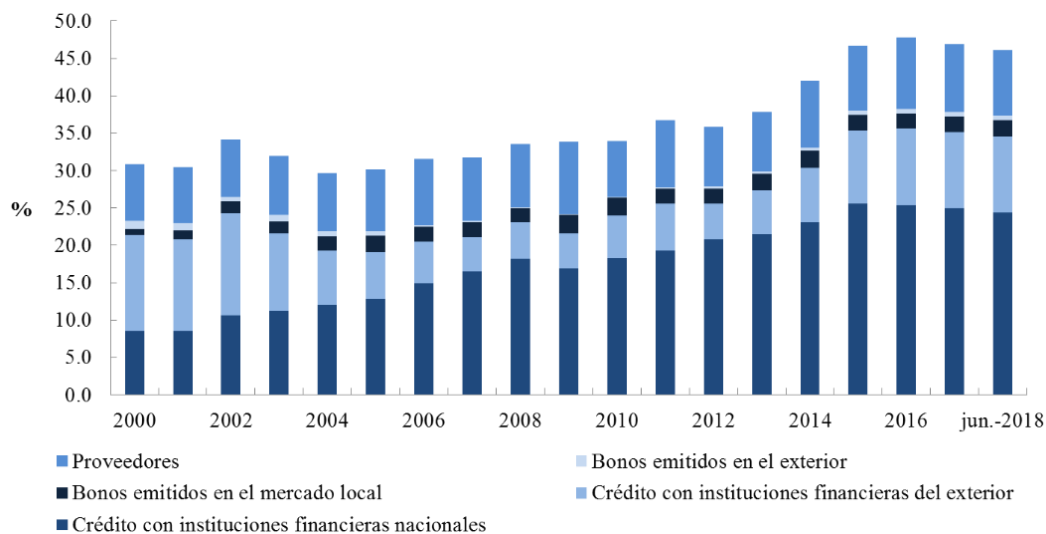
- 13. Sin embargo, literatura más reciente ha encontrado que para los países industrializados la estructura relativa del sistema financiero en términos del tamaño de los bancos y de los mercados de capitales si influye en el crecimiento económico.** En estos países los sistemas financieros *market-based* contribuyen más al crecimiento económico que los *bank-based*, mientras que en los de ingreso medio y bajo es irrelevante la estructura del sistema financiero¹⁴.
- 14. De otro lado, Cuadro-Saez et al (2008) muestran que, a partir del análisis de un grupo de 143 países entre 1991 y 2001, un sistema financiero más balanceado, en términos de tamaño de los bancos en relación con el mercado de capitales, se asocia a un mayor crecimiento económico.** Encuentran que el papel es complementario en el sentido de la llanta de repuesto de Greenspan o porque simplemente prestan funciones diferentes. Finalmente concluyen que, dado el papel preponderante de los bancos en los países en desarrollo, es conveniente el empuje de parte de las autoridades al desarrollo de los mercados de capitales.

b. Caracterización de las fuentes de fondeo de las firmas colombianas

- 15. En Colombia se evidencia una ausencia de complementariedad entre los dos pilares del sistema financiero: el mercado de capitales y el mercado bancario de crédito.** Una revisión de la estructura del pasivo de las principales empresas del país revela el sesgo hacia la financiación intermediada y la utilización de recursos propios. En ese sentido, el sector productivo colombiano continúa obteniendo la mayor parte de sus necesidades de fondeo de retención de recursos propios, proveedores y de crédito bancario.
- 16. Esta tendencia se ha mantenido durante las últimas dos décadas, de forma paralela a un aumento de la disponibilidad de recursos financieros para el sector corporativo privado.** La deuda financiera como porcentaje del PIB pasó de 30% a principios de la década pasada a alrededor de 47% entre 2015-18. El aumento es aún más significativo para la cartera con el sistema financiero local, que pasó del 9% del PIB a 25% en el mismo lapso de tiempo.

¹⁴ Kadesse, 2001; Luintel et al., 2008; Demirgüç-Kunt et al., 2013; Luintel et al., 2016.

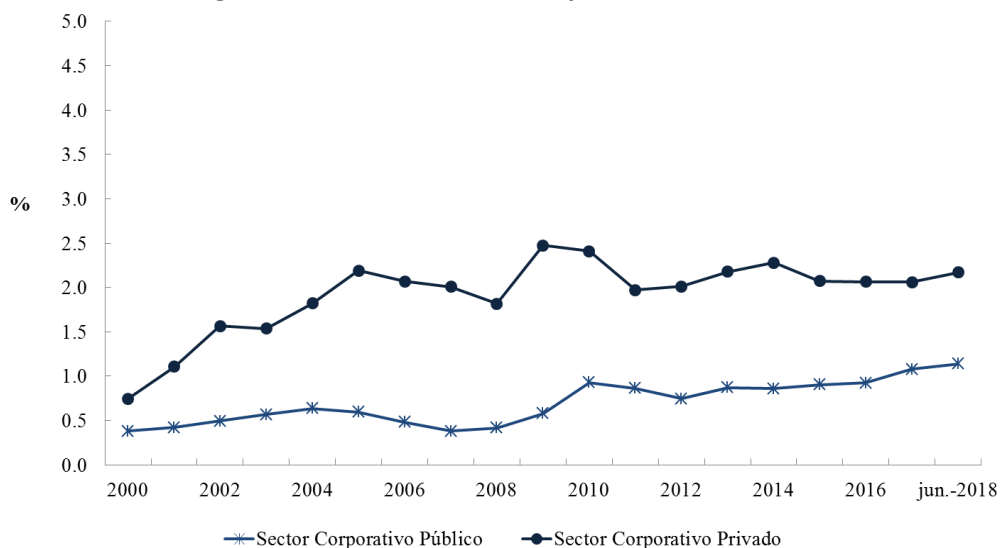
Gráfico 1. Deuda Financiera del Sector Corporativo Privado como porcentaje del PIB. Por instrumento



Fuente: Banco de la República

17. Por el contrario, la utilización del mercado de capitales por parte del sector corporativo privado es mucho más reducida y en ningún caso supera el 10% de la deuda financiera total. El saldo de los bonos del sector corporativo privado crece en la primera década de este siglo desde 0.7% del PIB en el año 2000, hasta alcanzar 2,5% en 2009-10, para luego estabilizarse alrededor de del 2% del PIB en la última década. En el caso de las empresas públicas, se observa un crecimiento paulatino del saldo de bonos en circulación desde 0.4% del PIB en el año 2000 a 1.1% en 2018.

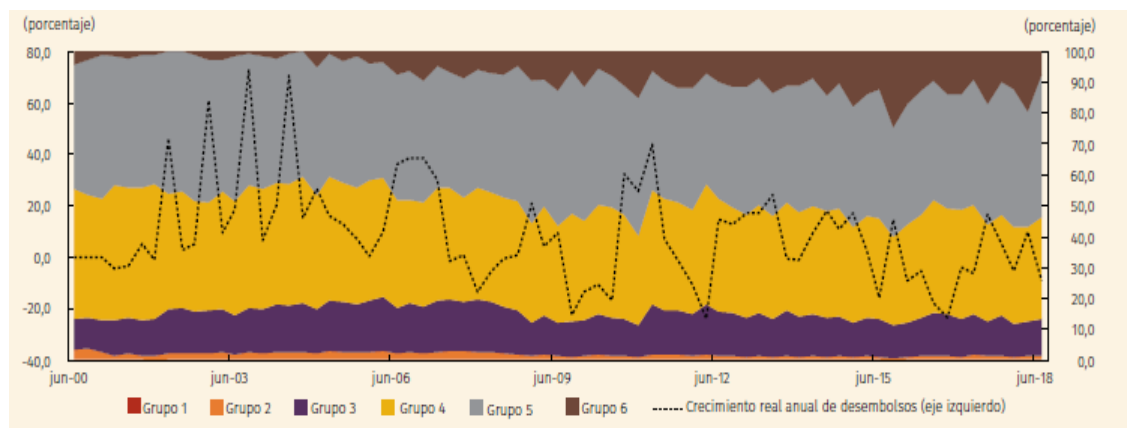
Gráfico 2. Saldo vigente de Bonos de deuda corporativa. Por sector



Fuente: Banco de la República

18. Además del fenómeno de profundización de la cartera comercial descrito anteriormente, es pertinente analizar las características de la cartera comercial en términos de los montos desembolsados, los plazos y las tasas de colocación. Este análisis descriptivo del crédito corporativo con foco en crédito preferencial puede dar luces sobre las especificidades de este segmento de mercado que sería un candidato natural para migrar parte de sus necesidades de fondeo a los mercados de capitales.

Gráfico 3. Composición de los desembolsos de Cartera Comercial por monto desembolsado

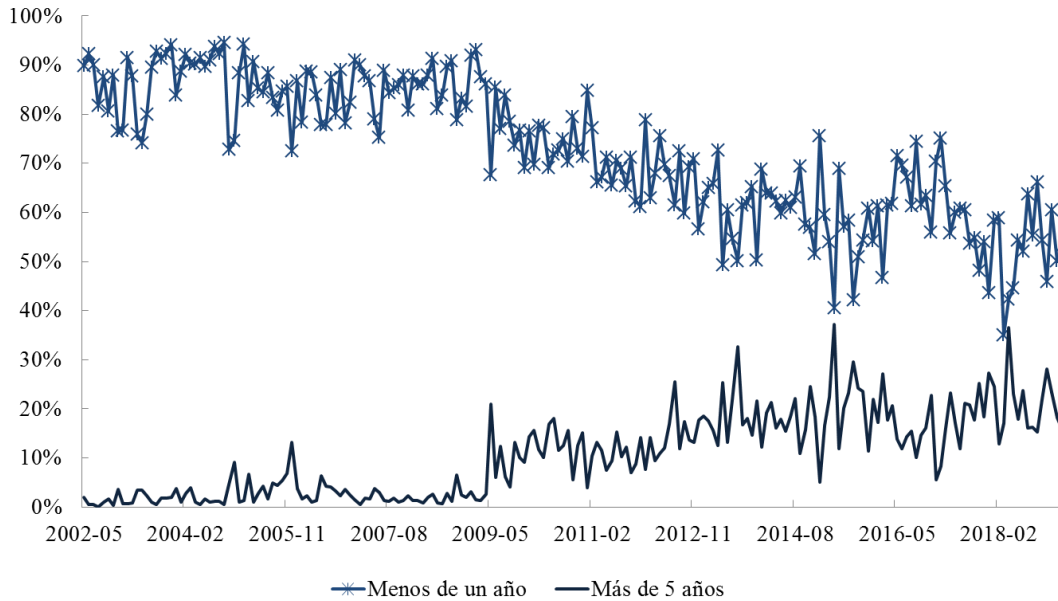


Fuente: Banco de la República. *Reporte de Estabilidad Financiera*, segundo semestre de 2018.

19. En términos de tamaño de las colocaciones de cartera comercial, se observa un aumento de la participación de las operaciones con mayores montos desembolsados. En su último Reporte de Estabilidad Financiera, el Banco de la República presenta un ejercicio de desagregación en el que se aprecia un incremento en la participación de los créditos de mayores montos desembolsados. En particular, los créditos del grupo 6, correspondientes a operaciones de más de \$109 mil millones de pesos de desembolso, pasan de ser casi inexistentes a principios de siglo, a representar entre 10 y 15% de los montos desembolsados en el último lustro.

20. Adicionalmente, la duración de los créditos se ha venido alargando en la última década. La participación de los desembolsos a más de 5 años pasó de 3% en el periodo 2002-2009 a 20% entre 2017 y marzo de 2019, mientras que la de los desembolsos a menos de un año cayó de un promedio de 85% a 55% en el mismo periodo.

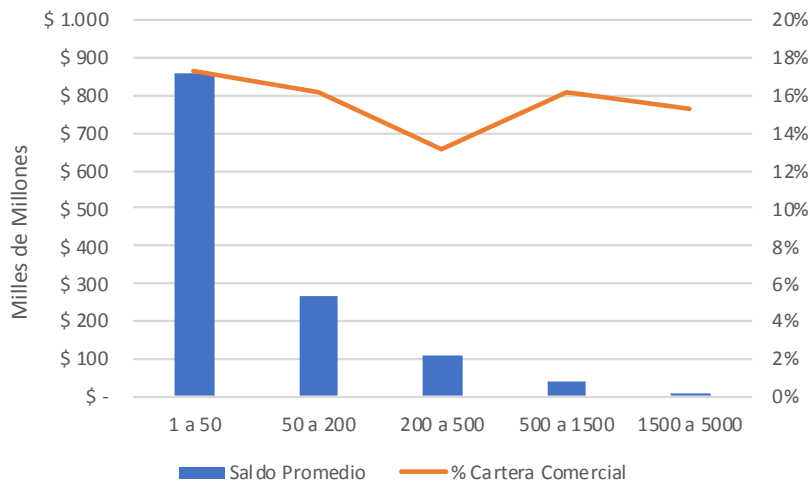
Gráfico 4. Composición de los desembolsos de Cartera Comercial por plazo



Fuente: Superintendencia Financiera

- 21. Los dos fenómenos descritos son relevantes toda vez que, como se verá más adelante, el tamaño y la duración de las emisiones juegan un rol muy importante en la determinación de los costos de acceso al mercado de capitales.** Emisiones más grandes y a horizontes de tiempo mayores pueden diluir los costos fijos de acceder al mercado de capitales y en este sentido, los segmentos que han venido ganando participación en la cartera comercial tienen condiciones que se alinean de mejor manera con las de una potencial sustitución hacia fuentes de fondeo del mercado de valores.
- 22. La cartera comercial se encuentra altamente concentrada, con el 78% representada por los cinco mil principales deudores, y el 17% en los 50 más grandes.** Los saldos promedio varían significativamente y limitan el grupo de firmas que tiene deudas suficientemente grandes para utilizar el mercado de capitales como alternativa de financiación. Solo las 500 firmas más grandes tienen deudas promedio mayores a \$100 mil millones, mientras que los siguientes 4.500 deudores apenas alcanzan deudas promedio de \$15 mil millones.
- 23.** Teniendo en cuenta que la emisión de bonos y papeles comerciales es complementaria a la deuda bancaria para la mayoría de las firmas, y que la emisión periódica reduce el tamaño de las potenciales emisiones, el universo potencial de firmas que podría acceder al mercado de capitales tradicional, se concentra en un grupo aún más reducido, probablemente en los principales 200 deudores del sistema financiero. Para las demás firmas, alternativas más livianas en términos de colocación como el segundo mercado, la colocación puramente privada o un mercado transaccional de facturas, podrían viabilizar su acceso al mercado de capitales.

Gráfico 5. Saldo promedio y participación en la cartera comercial de los 5.000 principales deudores por rango.



Fuente: Superintendencia Financiera. Concentración operaciones Activas de Crédito, cálculos propios.

- 24. Por otra parte, tal como ha sido descrito en múltiples estudios, el mercado de deuda corporativa en Colombia se mantiene rezagado frente al desarrollo del mercado de deuda pública y el crédito bancario hacia las empresas.** Tanto la Cartera al sector privado corporativo como la deuda pública interna se ubican alrededor del 25% del PIB en 2018, mientras que el saldo de deuda corporativa ha oscilado entre el 5 y el 7% en las últimas dos décadas.
- 25. Desde el punto de vista de las emisiones, el monto colocado anualmente permanece estancado y no alcanza en términos nominales los valores registrados en el pico de finales de la década pasada.** Para 2018, representó \$9,6 billones de pesos, frente a casi \$14 billones colocados en 2009-2010. Las emisiones se concentran en el sector financiero, responsable del 53% de las colocaciones desde 2006. Desde el punto de vista de la calificación crediticia, la mayor parte de las emisiones está concentrada en la calificación AAA, con un promedio de 79% de emisiones mientras que las emisiones con calificación AA+ tuvieron una participación promedio durante este periodo de 19,5%.

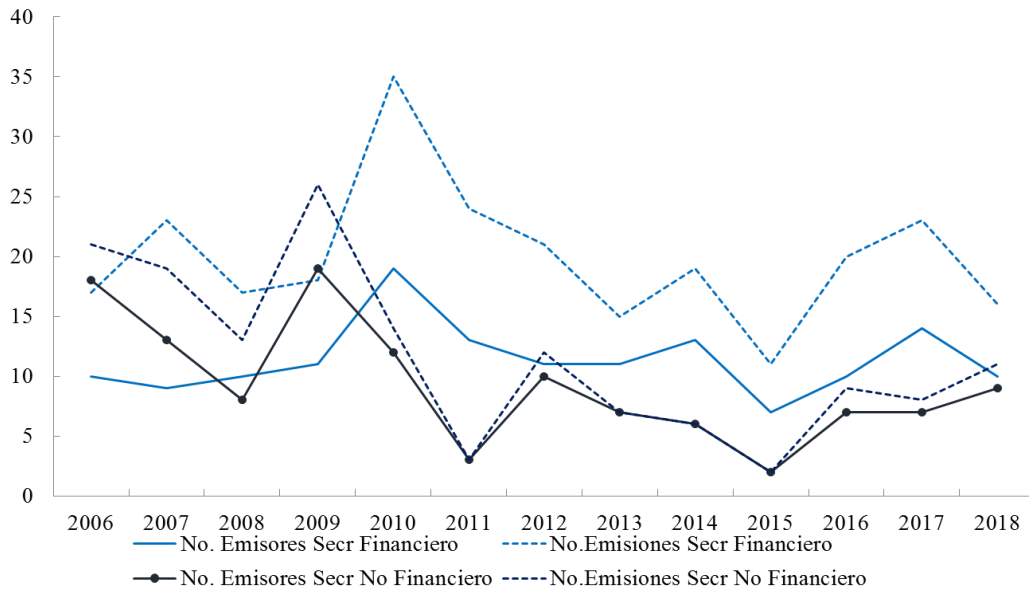
Gráfico 6. Emisiones de Deuda Corporativa 2006-2018, por tipo de emisor



Fuente: BVC

26. El número de emisores y de emisiones del mercado de deuda corporativa colombiana es particularmente bajo y se ha venido reduciendo. La cantidad de emisiones disminuyó de 43 en el 2006 a 29 en el 2018, mientras que el número de emisores pasó de 31 a 21 en el mismo lapso. De la misma manera que ocurre con los montos emitidos, el número de emisores y de emisiones es superior en el sector financiero (promedio de 11 y 20, respectivamente) que en el sector no financiero (9 y 12, respectivamente).

Gráfico 7. Número de emisores y de emisiones de deuda corporativa por sector



Fuente: BVC

2. Costos

27. Especial énfasis merece el estudio de las razones que hacen que las firmas acudan preferiblemente al mercado intermediado. En este aspecto, los costos de acceso al mercado de deuda privada, desde una perspectiva amplia, se deben comparar con el acceso al crédito corporativo que ofrecen los bancos.

a. Costos de financiación en el canal bancario

28. Una de las principales hipótesis planteadas en el marco de las mesas de trabajo de la Misión de Mercado de Capitales es que el crédito bancario puede terminar siendo artificialmente barato para las empresas más grandes. Como resultado de un marco normativo que no incorpora aún la totalidad de las recomendaciones de las mejores prácticas de manejo de riesgo, puede estarse presentando un subsidio para aquellas firmas que serían clientes naturales del mercado de capitales.

29. Mapear las brechas frente a los estándares regulatorios, en particular de gestión de riesgos de crédito y de liquidez, es el primer paso para entender si existe un subsidio implícito, que desde la perspectiva del deudor/potencial emisor, hace menos deseable acudir al mercado de capitales. La mejor manera de responder a esta pregunta es comparar la regulación colombiana frente a los estándares recomendados por Basilea III y así determinar si efectivamente puede existir un subsidio regulatorio en favor de los bancos.

30. Posterior a la crisis financiera internacional de hace una década, los estándares internacionales respecto de los requerimientos de capital, liquidez, apalancamiento, entre otros aspectos, se hicieron más exigentes y se tradujeron en lo que se conoce como Basilea III, que llega a su versión final en diciembre de 2017¹⁵. Las reformas de Basilea III se centran en los siguientes componentes del marco regulador: i) mejorar la calidad del capital regulado dando más importancia al capital que permite absorber pérdidas y mantener la viabilidad de la entidad en forma de capital ordinario de Nivel 1 (lo que se conoce como CET1); ii) aumentar el nivel de los requerimientos de capital con el fin de que los bancos sean suficientemente resilientes para soportar pérdidas en momentos de tensión; iii) mejorar la cuantificación del riesgo modificando los componentes de la medición de los activos ponderados por riesgo; iv) añadir elementos macroprudenciales al marco regulador; v) especificar un requerimiento mínimo de coeficiente de apalancamiento destinado a prevenir el exceso de apalancamiento en el sistema bancario y complementar los requerimientos de capital ponderados por riesgo. Respecto de los activos ponderados por riesgo (APNR), Basilea III busca la comparabilidad de los coeficientes de capital bancario a través de mejorar los métodos estándar para el riesgo de

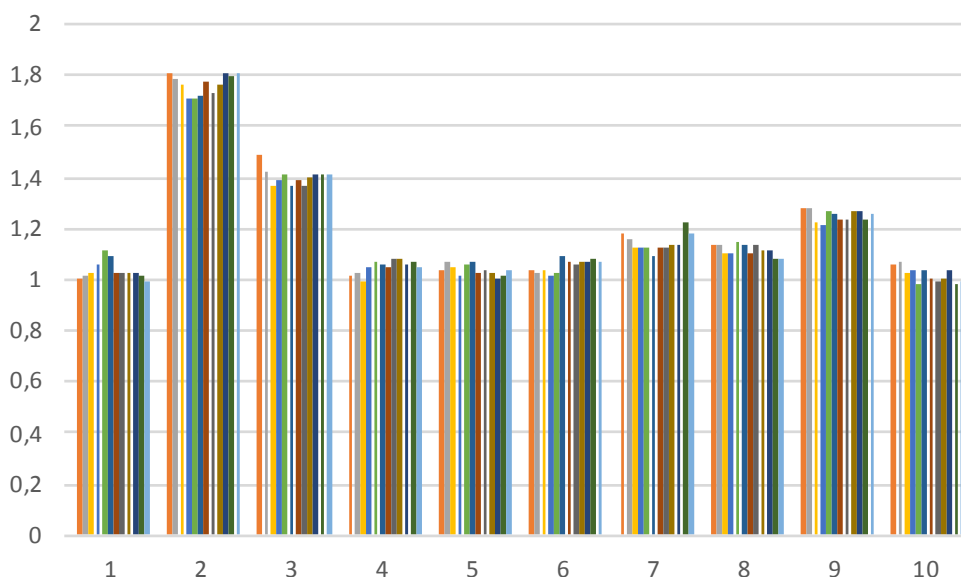
¹⁵ Basel III: Finalising post-crisis reform. Basel Committee on Banking Supervision. December 2017

crédito, el riesgo de mercado o de valoración del crédito (CVA) y el riesgo operacional. Esto implica restringir el uso de los métodos basados en modelos internos, y la introducción de un colchón para limitar en mayor medida el apalancamiento en los bancos de importancia sistémica mundial¹⁶.

31. Entre el 2012 y el 2018, las autoridades colombianas han expedido varios decretos¹⁷ y circulares que avanza y ponen al día con la regulación colombiana frente a Basilea. En las Tabla 1 y Tabla 2, se presenta una lista de los elementos más importantes, que se pueden clasificar en 5 grandes capítulos, que tienen relación con el capital regulatorio y administración del riesgo, en donde se puede observar que casi la totalidad de los temas han sido abordados mediante decretos o circulares ya expedidos y circulares que están en discusión. En solo un caso no existe aún proyecto de normatividad y en otro Colombia tiene una regulación alternativa.

32. Respecto al capítulo de liquidez, Basilea recomienda fortalecer el marco de referencia de la liquidez de los establecimientos bancarios al proponer mínimos para dos indicadores que buscan promover la resistencia a escenarios de stress de liquidez. Para el corto plazo, se establece una mejor calidad de los activos líquidos y para el largo plazo, se propone un fondeo más estable. Con respecto al primero de ellos la SFC emitió la circular 009 de 2018 y, con respecto al segundo, publicó para comentarios un proyecto de circular que regulará la búsqueda de fondeo más estable de los bancos, ambas en la línea que propone Basilea.

Gráfico 8. Impacto implementación Coeficiente de Fondeo Neto. 10 Bancos Principales del Sistema



Fuente SFC. Incluye: Bancolombia, Bogotá, Davivienda, BBVA, Itaú, Scotiabank-Colpatria, Itaú, GNB, Occidente, Caja Social y Banagrario. El orden es indistinto al tamaño y código de la entidad

¹⁶ Resumen de las reformas de Basilea III. Comité de Supervisión Bancaria de Basilea. Diciembre de 2017.

¹⁷ Decretos 1771 de 2012, 904 de 2013, 1648 de 2014, 2392 de 2015 y 1477 de 2018

33. De acuerdo con los ejercicios de impacto realizados por la SFC, la mayoría de las entidades financieras se encuentra cumpliendo ya con la norma que implementa el Coeficiente de Fondo Estable Neto. En el ejercicio realizado para los diez principales bancos del sistema, siete están por encima del requerimiento en todos los meses de la muestra reportada¹⁸, dos caen por debajo del mínimo de 100% en uno de los 12 meses analizados, y una entidad reporta déficit en cinco periodos. En ninguno de los casos, el déficit de fondo estable excede el 1,5% de la cantidad de financiación estable requerida.

Tabla 1: Basilea III – Actualización de la normatividad colombiana

Requerimientos de capital	Common Equity Tier 1 (4.5% de APNR)	Decreto 1477 del 6 de agosto de 2018 Artículos 1 y 2
		Proyecto de circular externa 005 del 2019 SFC
	Tier 1 Capital (6% de APNR)	Decreto 1477 del 6 de agosto de 2018 Artículos 1 y 2
		Proyecto de circular externa 005 del 2019 SFC
	Total Capital (8% de APNR)	Decreto 1477 del 6 de agosto de 2018 Artículo 10
		Proyecto de circular externa 005 del 2019 SFC
	Método estándar revisado para el riesgo de crédito	Decreto 1477 del 6 de agosto de 2018 Artículo 9
		Proyecto de circular externa 004 del 2019 SFC
		Proyecto de circular externa 005 del 2019 SFC
	Método estándar revisado para el riesgo de mercado	Decreto 1477 del 6 de agosto de 2018 Artículo 9
		Proyecto de circular externa 005 del 2019 SFC
	Cálculo de los APNR	Decreto 1477 del 6 de agosto de 2018 Artículos 1 a 8
Proyecto de circular externa 005 del 2019 SFC		

34. El capítulo de requerimientos de capital hace referencia a los límites regulatorios para los diferentes niveles de capital, haciendo un esfuerzo por tener una depuración clara de lo que significa el capital elegible para las diferentes mediciones de solvencia (en la regulación colombiana estos se denominan patrimonio básico ordinario, patrimonio adicional y relación de

¹⁸ Periodo entre julio de 2017 y junio de 2018.

solvencia). Así, Basilea define que el CET1 o patrimonio básico debe ser mínimo el 4.5% de los activos ponderados por riesgo, el T1 o patrimonio adicional el 6% de los activos ponderados por riesgo y el capital total o relación de solvencia el 8% (en Colombia se define como el 9%). El decreto 1477 expedido en 2018, regula estos niveles de capital de acuerdo con las recomendaciones de Basilea III y en 2019 está bajo discusión un proyecto de circular que detalla la reglamentación en la materia.

35. En este mismo capítulo, **Basilea desarrolla modelos para la medición del riesgo de crédito, riesgo de mercado y riesgo operacional con el fin de revisar el cálculo de los activos ponderados por riesgo.** El mismo decreto 1477 avanza sobre estos temas al ampliar las categorías de clasificación de los activos y contingencias y cambiar las ponderaciones, adoptando de manera integral la metodología establecida por el Comité de Basilea. La reglamentación complementaria está en dos proyectos de circulares.

Tabla 2: Basilea III – Actualización de la normatividad colombiana

	BASILEA III	COLOMBIA
Colchones	Colchón de Conservación de Capital (2,5%)	Decreto 1477 del 6 de agosto de 2018 Artículo 10
		Proyecto de circular externa 005 del 2019 SFC
	Colchón entidades con importancia sistémica local	Decreto 1477 del 6 de agosto de 2018 Artículos 1 a 8
		Proyecto de circular externa 005 del 2019 SFC
	Colchón contracíclico	Colombia tiene reglamentación alternativa
Riesgo libro bancario	Riesgo de tasa de interés del libro bancario (IRRBB)	En Proceso de desarrollo por parte de la SFC
Apalancamiento	Relación de apalancamiento definida sobre una medida de capital (mínimo de 3%)	Decreto 1477 del 6 de agosto de 2018 Artículos 2

36. **Basilea establece tres tipos de colchones: el de conservación de capital, el de importancia sistémica y el contracíclico.** El objetivo de establecer estos colchones es el de aumentar la calidad y cantidad del capital para dar mayor cobertura a los riesgos asumidos. Basilea define el

colchón de conservación de capital como el 2.5% de los activos ponderados por riesgo, pero el decreto 1477 lo fija en 1.5%. La diferencia se puede explicar porque el nivel de solvencia en Colombia se define en 9% frente a 8% recomendado por Basilea. Los establecimientos de crédito que operan en Colombia y que se definen como de importancia sistémica¹⁹ deben adicionar un 1% de los activos ponderados por riesgo, con el fin de aumentar su capacidad de absorber pérdidas. En Basilea este colchón se determina como del 1 al 3.5% (es bueno recordar que en Basilea se habla de los bancos sistémicos globales, mientras que en Colombia tenemos bancos sistémicos locales).

- 37. Una diferencia importante frente a la reglamentación que sugiere Basilea y la que se está implementando en Colombia es el colchón contracíclico.** Desde 2007, la SFC obliga a los bancos a hacer provisiones atadas al ciclo económico, dependiendo de una metodología que identifica cuando el comportamiento de la economía y el deterioro de la cartera requiere el uso y la acumulación de provisiones. Por este motivo, la propuesta de Basilea de tener un colchón adicional para acompañar el ciclo económico no se ha implementado. Sin embargo, vale la pena recordar que el FSAP²⁰ de 2013 recomienda ir desmontando esta política porque según el FMI la provisión contracíclica puede no desaccumularse completamente durante un período severo de desaceleración económica, debido a la asimetría en las reglas para la acumulación y desaccumulación de la provisión.
- 38. El capítulo de riesgo del libro bancario a la tasa de interés (que realmente hace parte del pilar II de Basilea) se refiere al riesgo que surge de los movimientos de la tasa de interés que afectan las posiciones del libro.** Cuando cambian las tasas de interés, el valor presente y el timing de los flujos futuros de caja cambian, lo que a su vez cambia el valor de los activos, los pasivos y los cuentas de fuera del balance y, por lo tanto, el valor económico del banco. La lógica de este indicador es que se pueden generar problemas de capital si estos riesgos no se administran adecuadamente. Aunque la SFC ha avanzado en la consecución de la información, aún no ha presentado al público ningún tipo de reglamento para discusión. Sobre este tema el FSAP de 2013 ya había llamado la atención.
- 39. Basilea introdujo una manera simple y transparente, no basada en riesgo, de medir la razón de apalancamiento que actúa como una medida adicional a los requerimientos de capital basados en riesgo.** Se trata de restringir el crecimiento del apalancamiento de los bancos con el fin de evitar que una situación adversa pueda poner en riesgo todo el sistema y la economía en general. Adicionalmente, busca fortalecer los requerimientos asociados al riesgo con un respaldo no asociado al mismo. De esta manera, es una medida complementaria que debe capturar adecuadamente las fuentes de fondeo del balance y de fuera del balance. El decreto 1477 define el apalancamiento como la suma del patrimonio básico ordinario neto de

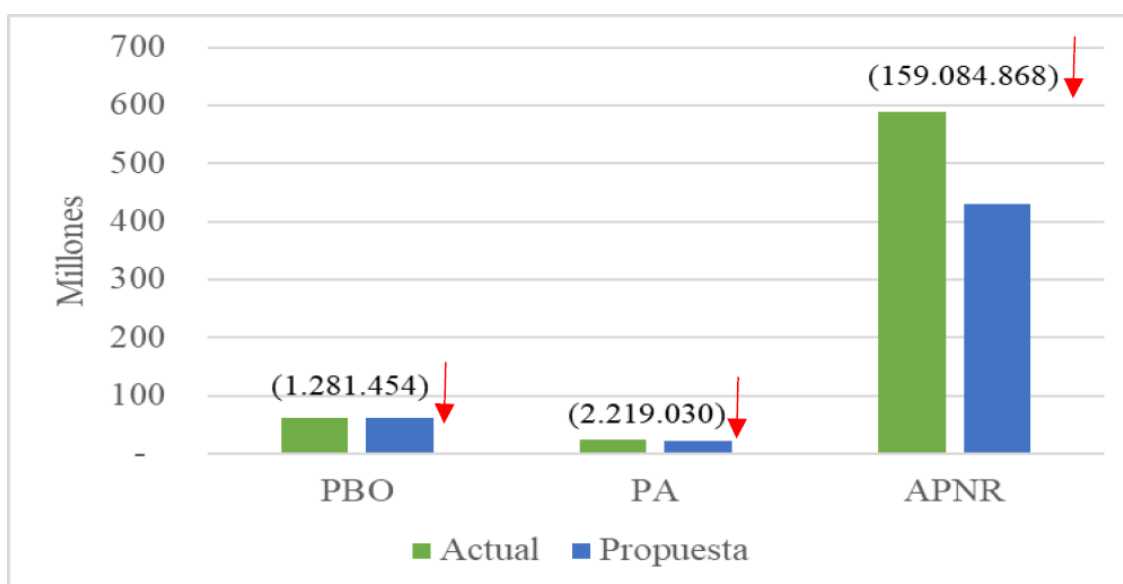
¹⁹ Anualmente, la SFC publicará el listado de entidades sistémicas con base indicadores de tamaño, interconexión, sustitubilidad y complejidad.

²⁰ Colombia: Financial System Stability Assessment, International Monetary Fund, febrero 2013

deducciones y el patrimonio básico adicional en relación con el apalancamiento. Esta razón no debe ser inferior al 3% como lo establece Basilea.

40. La URF²¹ calculó el impacto de la nueva regulación y encontró que, de manera agregada, el patrimonio técnico básico se reduce en \$1.2 billones, el patrimonio adicional en \$2.2 billones y los APNR se reducen en \$159 billones. Así mismo, la URF asegura que a nivel individual se cumple con las relaciones mínimas de solvencia y apalancamiento y que los establecimientos de crédito tienen el capital suficiente para cumplir con los colchones. Esto es el resultado de que la implementación de Basilea III relaja algunos de los requerimientos actuales mientras fortalece otros, lo que se traduce en cambios en el numerador (las medidas de patrimonio) y el denominador (los activos ponderados por riesgo) que en agregado tienen el resultado presentado.

Gráfico 9. Componentes de la relación de solvencia consolidada y sus variaciones

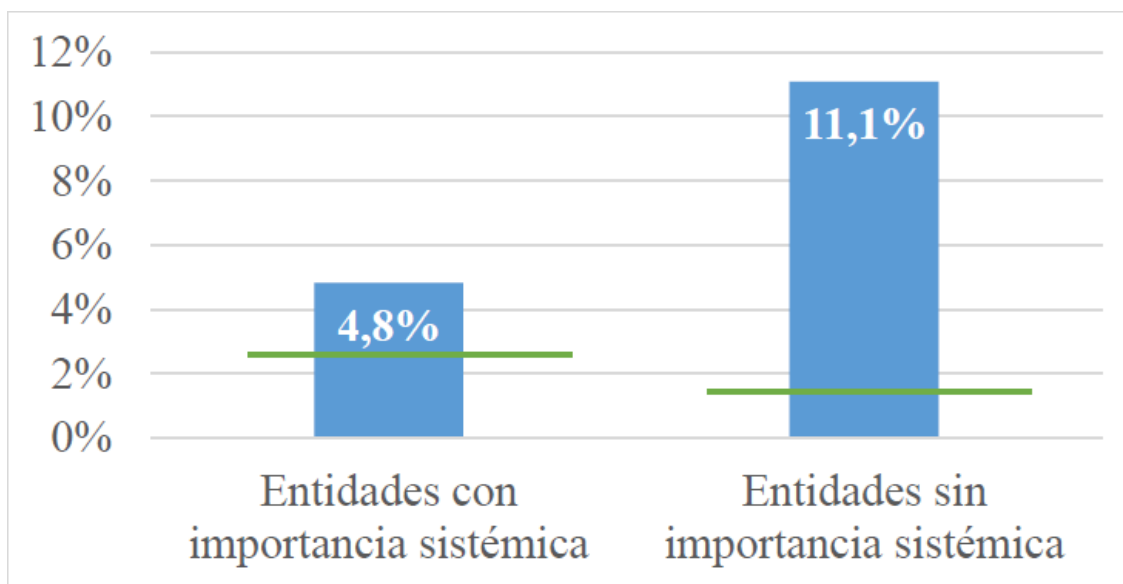


Fuente: tomado del documento técnico de la URF, 2018 (Convergencia a los requerimientos de capital de Basilea III para los establecimientos de crédito)

41. La URF calcula que habría capital suficiente para el colchón de conservación. Para los bancos sin importancia sistémica, en promedio, habría capital suficiente para el colchón de conservación ya que se calcula un exceso del 11%. Para los sistémicos el exceso de capital disponible asciende en promedio a 4.8% para cubrir los dos colchones (el de conservación y el sistémico) que requieren un 2.5%.

²¹ Documento Técnico. Convergencia a los requerimientos de capital de Basilea III para los establecimientos de crédito. Camilo Hernández, Nicolás Torres, Liliana Walteros y Camila Gamboa. URF, 2018

Gráfico 10. Excesos disponibles para colchones a nivel consolidado



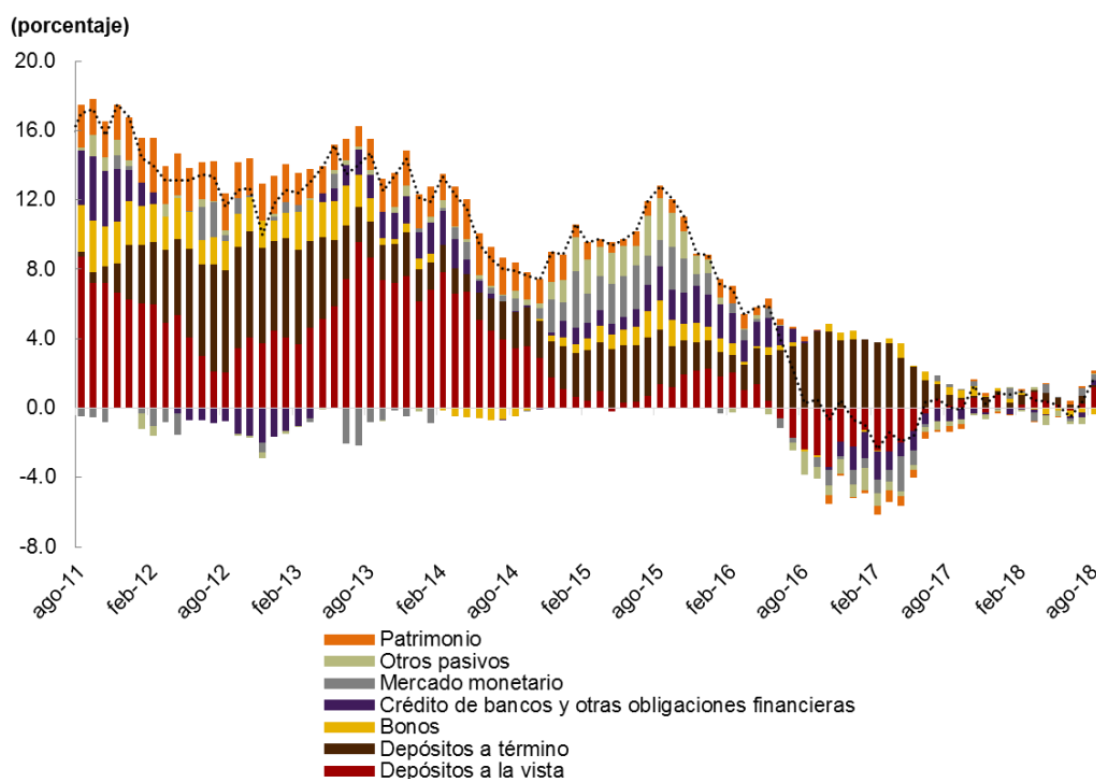
Fuente: tomado del documento técnico de la URF, 2018 (Convergencia a los requerimientos de capital de Basilea III para los establecimientos de crédito)

- 42. Un capítulo adicional en materia de sesgos regulatorios aborda las decisiones de la entidad financiera en términos de mantener obligaciones en su balance o canalizar captaciones por fuera de mecanismos más tradicionales del mercado de capitales.** Se trata en este caso de identificar los incentivos regulatorios, tributarios o de otra naturaleza que hacen que las entidades financieras decidan mantener en su balance obligaciones que por sus características en términos de plazo podrían fondearse en los mercados de capitales (Titularizaciones hipotecarias, créditos de largo plazo para infraestructura entre otros).
- 43. En el caso de las captaciones, el crecimiento de un segmento de CDTs de mayores plazos que no se comercializan a través de mecanismos de mercado ha generado inquietud entre algunos actores de mercado, en la medida en la que puede estar reemplazando emisiones en el mercado de bonos.** Con el fin de contrastar esta hipótesis se presentan a continuación tres tipos de análisis: primero, analizar el crecimiento de los pasivos del sector financiero para determinar si hay una recomposición de los mismos reemplazando instrumentos emitidos en el mercado de capitales por otros instrumentos de captación; segundo, presentar el comportamiento de las captaciones de CDTs por plazos; y por último, verificar el comportamiento de las emisiones de CDTs en el mercado de capitales.
- 44. El análisis de la evolución de las fuentes de fondeo no refleja una recomposición desde los Bonos hacia los CDTs.** En la mayor parte del periodo, ambos componentes del pasivo de las entidades financieras se comportan de manera análoga, y en los escenarios en los que los CDTs tienen un mayor crecimiento que el total de las fuentes de fondeo, la recomposición se da frente

a otros rubros como los depósitos a la vista, el mercado monetario y las obligaciones interbancarias.

45. En particular, en la primera mitad de esta década, se observa un crecimiento real del fondeo y de la mayoría de sus componentes. La tasa de crecimiento de las fuentes de fondeo de los establecimientos de crédito se mantiene por encima del 4% real hasta junio de 2016. Dicho incremento tiene una contrapartida en el crecimiento de la mayoría de los componentes del pasivo, con excepción de las fuentes del mercado monetario y el crédito interbancario que caen en algunos periodos de 2012 y 2013; y los recursos captados a través de bonos que caen levemente durante 2014.

Grafico 11. Desagregación de los componentes de crecimiento real anual del fondeo



Fuente: Banco de la República

46. Posteriormente se observa una caída importante en la tasa de crecimiento real del fondeo, que llega a valores negativos a principios de 2017. Esa reducción está en línea con la desaceleración de la cartera y de la actividad financiera en general, y se estabiliza alrededor de cero en los dos últimos años, periodo en el cual no se observa una recomposición importante de las fuentes de fondeo del sistema financiero, con la mayoría de los componentes creciendo a tasas reales cercanas a cero.

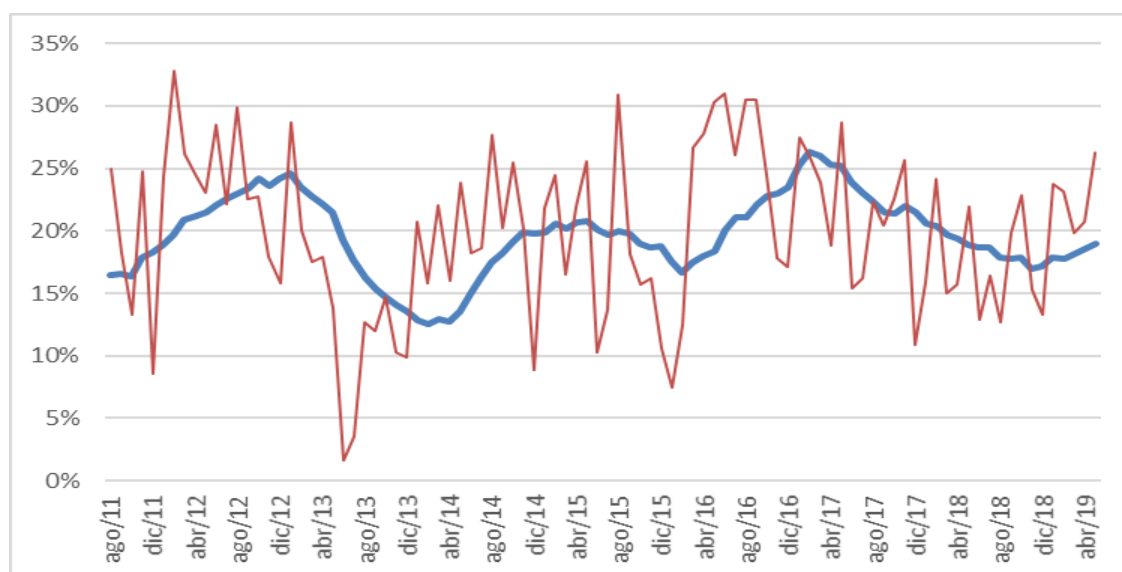
47. Un comportamiento distinto se observa entre mediados de 2016 y mediados de 2017, cuando el fondeo a través de CDTs crece a tasas más aceleradas que el fondeo total. El promedio de

crecimiento real anual de este componente es de 3,7% para el periodo comprendido entre julio de 2016 y mayo de 2017, frente a una caída promedio de 0.6% del fondeo agregado. Durante ese periodo todos los componentes del fondeo, con excepción de los bonos, presentan crecimientos reales promedio negativos.

48. Un análisis específico se requiere para 2018, año en el que se observa simultáneamente una reducción de las emisiones de deuda del sector financiero y el inicio de la recuperación de las captaciones a través de CDTs. El promedio de la contribución de los bonos a la tasa de crecimiento real de las fuentes de fondeo en este año es de -0.16%, mientras que los CDTs se contribuyen al crecimiento en promedio con 0.32%. Sin embargo, al analizar la participación promedio de los CDTs captados a más de un año de duración, se observa una caída en este año específicamente al 19% frente al 23% que este tipo de captaciones representó en 2017.

49. En síntesis, la caída en las emisiones del sector financiero en los últimos años, tanto de CDTs colocados a través del mercado como de bonos está en línea con una ralentización del crecimiento de los balances del sistema financiero. Por otra parte no se observa una tendencia clara de incremento en el plazo de las captaciones, medida como la participación de las captaciones de CDTs a más de 1 año. Sin embargo, durante el último año se aprecia una reducción de las emisiones de papeles por parte del sector financiero y un crecimiento de las captaciones por CDTs que deberá ser explicado con más detalle.

Gráfico 12. Participación de CDTs a más de 1 año en total de captaciones de CDT. (Mensual y promedio 12 meses)



Fuente: Banco de la República

50. Por último, la decisión de dar financiación directamente o a través del mercado de capitales en conglomerados financieros que están presentes en ambos segmentos del mercado es una

preocupación adicional planteada por los asistentes a las mesas de trabajo de la misión del Mercado de Capitales. En este sentido, los incentivos de un grupo financiero, para que una vez se ha hecho el análisis de un cliente potencial del mercado de capitales para realizar una emisión, se termine canalizando a través de crédito bancario directo con entidades del conglomerado.

b. Costos de acceso al mercado de capitales

51. Para comparar la decisión de las firmas de utilizar el mercado de capitales, es necesario entender los costos de manera amplia. Los mismos incluyen el costo financiero y los pagos directos asociados al proceso de emisión, pero también costos menos tangibles como el de oportunidad de acceso a los mercados y el costo de mayor transparencia asociado a los requerimientos de revelación de información.

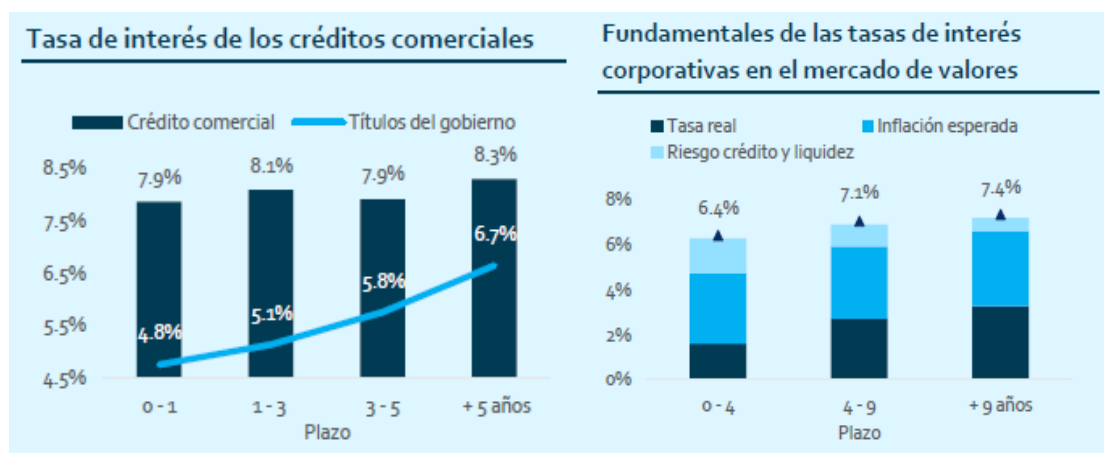
52. En particular, en el ejercicio que se presenta a continuación, los costos para que una firma acceda al mercado de capitales en Colombia se van a agrupar de la siguiente manera:

- a. Financieros
- b. Estructuración y comercialización del papel
- c. Acceso a infraestructuras y supervisión
- d. Supervisión y oportunidad de acceso al mercado
- e. Revelación de información

53. Algunos ejercicios realizados por actores de mercado para momentos específicos de mercado apuntan a que pueden existir ahorros significativos en los costos financieros asumidos por los emisores en los mercados de capitales frente a las alternativas de crédito bancario. En un ejercicio de valoración de fundamentales de la deuda privada, Corficolombiana encuentra reducciones de costos de entre 100 y 150 pbs para una firma que emite deuda privada frente a los créditos que las mismas firmas pueden obtener en el sector financiero²².

²² El ejercicio presentado por Bancolombia en el Documento de Reflexiones para la Misión de Mercado de Capitales presenta ahorros de entre 100 y 200 pbs en el componente financiero para la opción de emitir en el mercado de capitales frente a las alternativas de crédito bancario existente.

Gráfico 13. Costos Financieros de acceso al mercado de capitales



Fuente: Corficolombiana. *Costos de la deuda Corporativa. 2018*

54. Con el fin de verificar la consistencia de estas estimaciones a lo largo del ciclo de tasas de interés y para proveer una proxy del riesgo al que se exponen los emisores de no poder acceder al mercado en las ventanas de oportunidad adecuadas, se propone realizar estimaciones en esta línea como mecanismo de analizar la variabilidad del diferencial de costos financieros entre el mercado de capitales y la financiación bancaria.
55. Para calcular la diferencia entre las tasas de interés de los bonos de deuda corporativa emitidos y los créditos preferenciales desembolsados, o lo que se puede llamar *Diferencial de Tasas de Endeudamiento Corporativo (DTEC)* se tomó la información de la BVC y del Banco de la República, respectivamente. Se calculó el promedio ponderado por monto de las tasas armonizadas (indexadas y tasa fija) de los bonos emitidos entre el 2006 y el 2018 utilizando la base de datos de las emisiones de bonos de la BVC. Para cada mes se le resta al valor de la tasa de interés ponderada por montos de los bonos emitidos, el valor de la tasa de interés ponderada por montos de los créditos preferenciales desembolsados, para todos los plazos disponibles y discriminando por plazos de 1 a 3 años, de 3 a 5 años y de más de 5 años. Finalmente, se expresan estas diferencias en puntos básicos (pb.). El DTEC en términos matemáticos es igual a:

$$DTEC = (i_t^b - i_t^c) * 10000$$

Donde:

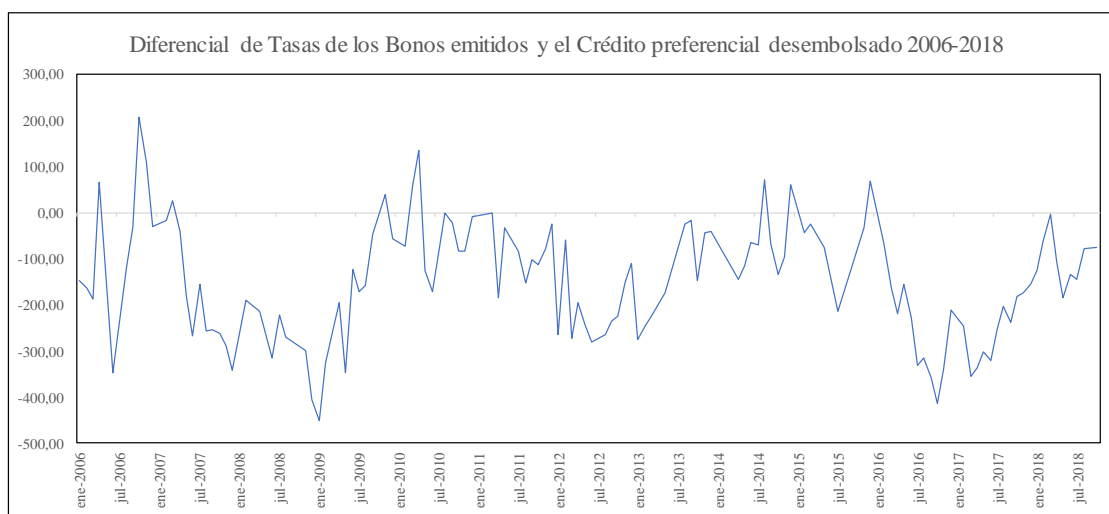
DTEC: Diferencial de Tasas de Endeudamiento Corporativo.

i_t^b : Tasa de interés ponderada por montos de los bonos emitidos en el momento t

i_t^c : Tasa de interés ponderada por montos de los créditos preferenciales desembolsados en el momento t.

t: Mes y año en que se emitió el bono, de enero del 2006 a diciembre del 2018.

Gráfico 14. Diferencial de Tasa Bonos Emitidos y desembolsos Crédito Preferencial 2006-2018.



Fuente: BVC, Banrep y cálculos propios.

56. Las tasas de interés de los bonos, en promedio, han sido más bajas que las de los créditos preferenciales para todos los plazos. De acuerdo con los cálculos realizados, la diferencia promedio entre las tasas de interés de los bonos y del crédito preferencial entre el 2006 y el 2019 fue de -150 puntos básicos, es decir que en promedio las tasas de interés de los bonos son más bajas que las de los créditos bancarios.

57. Para plazos de más de cinco años de endeudamiento, el DTEC tiende a ser menor en comparación a plazos menores. El DTEC fue, en promedio, igual a 165 pb. para plazos mayores a 5 años, 208 pb. para plazos entre 3 y 5 años y 248 pb. para plazos entre 1 y 3 años. Es decir que para deuda de más largo plazo las tasas tienden a parecerse más, no obstante, se mantiene un diferencial superior a los 150 pb.

Tabla 3.

Diferencia promedio tasas bonos corporativos y tasas crédito preferencial 2006-2018 (pb.)			
Todos los plazos	de 1 a 3 años	de 3 a 5 años	Más de 5 años
-150	-248	-208	-165

Fuente: BVC, Banrep y cálculos propios.

58. Se observa una relación negativa entre los ciclos de política monetaria contractiva y el DTEC. En los periodos de postura de política monetaria contractiva, el DTEC tiende a ser menor que en los periodos de política monetaria neutra o expansiva. Esto se debe a que las tasas de interés de los créditos bancarios fueron más sensibles a los movimientos en la Tasa de Política Monetaria (TPM) que las tasas de interés de los bonos corporativos.

59. El riesgo de no poder acceder a la emisión de bonos al que se exponen los emisores es grande.

Si se tiene en cuenta que en promedio el costo financiero de los créditos a más de 5 años fue 165 pb. superior al de los bonos y que el costo aproximado de emisión de un bono de \$100 mm a 5 años en Colombia es de 31,3 pb., se encuentra que, si una firma decide emitir un bono de este monto en vez de tomar un crédito bancario, se ahorraría en promedio 133,7 pb. del monto de la emisión. Como muestra la tabla 2, la disminución en los costos se mantiene si se comparan diferentes plazos y montos.

Tabla 4.

Disminución de costos financieros de emitir un bono frente a un crédito bancario por plazos (pb. del monto de emisión)			
Monto	de 1 a 3 años	de 3 a 5 años	Más de 5 años
\$100 mm.	167	168	134
\$150 mm.	188	178	141
\$200 mm.	199	184	145

Fuente: BVC, Banrep y cálculos propios.

60. El costo de estructuración está principalmente influenciado por el componente de Banca de Inversión que involucra la estructuración financiera y legal de los instrumentos, así como la comercialización de los papeles. Como consecuencia de la iliquidez de los mercados y de la concentración en pocos jugadores del lado de la demanda de instrumentos financieros, el rol del comercializador puede ser un componente significativo de este costo. La baja utilización de los mecanismos simplificados de prospecto estandarizado también parece apuntar en esta dirección.

Tabla 5. Costo de estructuración para una emisión por plazo y monto

Costo anual de estructura por monto y por plazo en pb.				
MM/AÑOS	1	3	5	10
\$ 50	126,7	59,0	45,5	35,3
\$ 250	28,3	13,5	10,5	8,3
\$ 500	16,0	7,8	6,1	4,9

Fuente: Ver anexo 1

61. Los costos de estructuración pueden ser prohibitivos, en particular para emisores pequeños que necesitan recursos de corto plazo. Para papeles comerciales con un año de duración y un monto de emisión de \$50 MM, los costos de estructuración y comercialización en la práctica eliminan la ventaja de costos financieros del Mercado de Capitales frente a la alternativa bancaria. Lo anterior aún sin tener en cuenta la oportunidad de la emisión o los costos asociados a la revelación de información por parte del emisor.

62. En comparación con el costo de estructuración, el costo directo de las infraestructuras es pequeño. En la siguiente tabla se presentan los valores correspondientes a los costos de infraestructura para emisiones de distintos montos y horizontes de emisión.

Tabla 6. Costo de infraestructuras para una emisión por plazo y monto

Costo total anual de infraestructura por monto y plazo en pb.				
MM/AÑOS	1	3	5	10
\$ 50	18,9	10,6	8,9	7,7
\$ 250	14,5	8,3	7,0	6,1
\$ 500	14,0	7,9	6,7	5,8

Fuente: Ver anexo 1

63. En el último año la Superintendencia Financiera de Colombia, redujo de manera significativa el costo de acceso al Registro Nacional de Valores y Emisores. La cuota anual y los derechos de inscripción y de oferta se redujeron en más del 75%, aunque el hecho de que sigan utilizando el nivel de patrimonio como base de cálculo, hace que para muchos de los emisores más grandes, la tarifa aplicable siga estando definido por la cota máxima aplicable. En todo caso, teniendo en cuenta los niveles iniciales del costo de las infraestructuras en el total de costos de acceso al mercado intermediado, estas modificaciones afectan solo marginalmente el costo que enfrentan los emisores para acceder al mercado de capitales.

Gráfico 15. Reducción de Tarifas Registro Nacional de Valores y Emisores.



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia

64. Un mapeo exhaustivo de los costos de emisión y una comparación internacional de los mismos son necesarios para entender el impacto de este componente en los costos totales de acceso al mercado de capitales. La identificación de los actores involucrados en el proceso, así como

de los costos para distintos niveles de emisiones plantea el escenario base de comparación frente a la alternativa que ofrece el mercado intermediado. En este punto es necesario incluir una caracterización de los requerimientos de la autoridad regulatoria y de supervisión para hacer una emisión tanto inicial como de manera recurrente. También es importante analizar los costos de acceso a la infraestructura del mercado.

- 65. Los obstáculos regulatorios y en el proceso de autorización también restringen la oportunidad de acceso de mercado y encarecen este canal frente al intermediado.** Es relevante hacer una caracterización de los tiempos asociados a la autorización de los potenciales emisores en cada una de las alternativas regulatorias disponibles (canal estándar, emisores recurrentes, segundo mercado, etc.). especialmente de los emisores del sector público pues podría ser el caso en que sus requisitos especiales incrementan los costos de la emisión de deuda.

c. Gobierno corporativo: información periódica y relevante

- 66. Los costos de mayor transparencia pueden ser disuasores importantes para firmas que cuentan con una estructura de propiedad y decisión concentrada en familias o pequeños grupos de accionistas.** En el caso de los mercados latinoamericanos, varios estudios han mencionado estos costos como un componente significativo a la hora de explicar el bajo nivel de desarrollo de los mercados de deuda, sin embargo, una adecuada revelación de información es un elemento central en el desarrollo de los mercados de capitales.
- 67. Los principios del buen gobierno corporativo se establecen con el interés de proteger y facilitar el ejercicio de los derechos de los accionistas y para asegurar un trato equitativo para todos los accionistas, incluyendo los accionistas minoritarios y extranjeros.** La información periódica y relevante, por lo tanto, es el derecho que tienen los accionistas de obtener información para sus reuniones de asamblea, para solicitar reuniones extraordinarias o para incluir temas particulares en la agenda de estas reuniones.
- 68. En Colombia la reglamentación del marco de gobierno corporativo parte de la ley del mercado de valores (Ley 964 de 2005)** y se desarrolla en el decreto 2555 y en circulares de la SFC. En el siguiente cuadro se presentan las principales normas que aplican a los emisores en el mercado de valores con respecto a la información periódica y la información relevante. Las normas de información periódica incluyen los temas relacionados con Código País, que incluye la medición de la implementación de las mejores prácticas de gobierno corporativo. Además de la información financiera, entre otras, que se aporta para las reuniones de asamblea, los emisores deben reportar sobre las 148 recomendaciones del Código País. Adicionalmente, deben reportar sobre 55 situaciones que la SFC ha detectado como relevantes para el accionista o inversionista en el momento en que ocurre la situación.

Tabla 7. Normas sobre información periódica y relevante

Información periódica:
1. Información de fin de ejercicio: Decreto 2555 – Art 5.2.4.1.2
2. Información financiera trimestral: Decreto 2555 – Art 5.2.4.1.3
3. Adopción y recomendaciones Código País: Circular externa 028 de 2014
4. Información previa y posterior a la reunión de asamblea general de accionistas: Anexo 1, capítulo I, Título V, Parte III CBJ
Información relevante:
1. Situación jurídica: Decreto 2555 – Artículo 5.2.4.1.5
2. Situación financiera contable: Decreto 2555 – Artículo 5.2.4.1.5
3. Situación comercial y laboral: Decreto 2555 – Artículo 5.2.4.1.5
4. Situación de crisis empresarial: Decreto 2555 – Artículo 5.2.4.1.5
5. Informar sobre la colocación de acciones en mercado primario: Decreto 2555 – Artículo 6.16.1.1.1

d. Información periódica

69. Los emisores de valores deben mantener permanentemente actualizado el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE) presentando ante la SFC la información de fin de ejercicio²³.

Cierta información debe registrarse antes de la asamblea general de accionistas y otra después de la asamblea, cada una con un plazo de 15 días hábiles alrededor de la fecha de la asamblea.

70. Antes de la asamblea, la información que se registra incluye el proyecto de distribución de utilidades o, si es del caso, las pérdidas del ejercicio. Después de la Asamblea, se registra la copia del acta de la Asamblea General con sus anexos, que incluyen los siguientes documentos:

- a. Informe del representante legal (que contiene el reporte de implementación de Código País)
- b. Informe de la junta directiva sobre la situación económica y financiera de la sociedad²⁴
- c. Estados financieros y sus respectivas notas (certificados y dictaminados)
- d. Certificación del representante legal de que los estados financieros y otros informes relevantes para el público no contienen vicios, imprecisiones o errores que impidan conocer la verdadera situación patrimonial o las operaciones del correspondiente emisor de valores²⁵.
- e. Informe del representante legal del emisor sobre los resultados de la evaluación a los sistemas de control interno sobre los procedimientos de control y revelación de la información financiera.
- f. Certificado de existencia y representación expedido máximo tres meses antes.

²³ Artículos 5.2.4.1.1 y Artículo 5.2.4.1.2 del decreto 2555.

²⁴ Reglado en su contenido por el numeral 3 del artículo 446 del Código de Comercio.

²⁵ Según el artículo 46 de la Ley 964 de 2005.

- 71.** Adicionalmente, las entidades inscritas en el RNVE deben remitir cada tres meses los estados financieros intermedios²⁶. **De otro lado, los emisores de valores pueden/deben adoptar las recomendaciones de Código País (código de mejores prácticas corporativas de Colombia) y reportar sobre su implementación²⁷.** El Código está integrado por 148 recomendaciones que abarcan temas relacionados con los derechos y el trato equitativo de los accionistas, la asamblea general de accionistas, la junta directiva, la arquitectura de control, la transparencia y la información financiera y no financiera.
- 72.** **La adopción de las recomendaciones es voluntaria y los emisores deben reportar al mercado el nivel de implementación de las recomendaciones que se acogen y las razones por las que no se implementa una recomendación.** El reporte debe presentar las actuaciones al respecto entre enero y diciembre del año inmediatamente anterior, antes del 31 de enero del siguiente año. El emisor puede marcar una recomendación como “no aplica” solo en el caso en que existan razones legales, indicando de forma precisa la norma o las disposiciones que el impiden la implementación de la recomendación.
- 73.** **La circular llama la atención sobre la necesidad de que las explicaciones deben estar redactadas en un lenguaje claro y preciso, de forma tal que no den lugar a la formación de un juicio erróneo.** Así, la información debe ajustarse a los principios de transparencia, integralidad y veracidad, de tal forma que no se incluya información sesgada, insuficiente o no verificable, que pueda inducir a error o confusión o no permita al mercado en general y a los inversionistas hacerse un juicio fundado y objetivo sobre la entidad. El Reporte de Implementación, que se publica en la página web del emisor y de la SFC, constituye información relevante²⁸ y, por lo tanto, el representante legal de la entidad emisora es el responsable del Reporte.
- 74.** **Los estatutos de los emisores deben incluir una cláusula según la cual la entidad, sus administradores y empleados o funcionarios se encuentran obligados a cumplir las recomendaciones que voluntariamente ha adoptado la sociedad.**

Información relevante

- 75.** **La información relevante se define como aquella que un experto prudente y diligente tiene en cuenta al comprar, vender o conservar los valores del emisor o al ejercer los derechos políticos inherentes²⁹.** Los emisores de valores están obligados a divulgar al mercado, en forma veraz, clara, suficiente y oportuna, a través de la SFC, la información relevante siguiente, que la norma agrupa en cinco categorías: i) información sobre la situación financiera y contable; ii) información sobre la situación jurídica; iii) información sobre la situación comercial y laboral del

²⁶ Artículo 5.2.4.1.3 del decreto 2555.

²⁷ Circular Externa 028 de 2014, SFC.

²⁸ Artículo 5.2.4.1.5 del decreto 2555.

²⁹ Artículo 5.2.4.1.5, decreto 2555

emisor; iv) situaciones de crisis empresarial; y, v) emisión de valores. Los agentes de manejo de procesos de titularización también deben divulgar al mercado información relevante. La norma cita 55 situaciones que tienen que ser reportadas bajo el concepto de información relevante (ver Anexo 3). Para algunas de estas situaciones se especifica el tipo de información que se espera que el emisor reporte.

76. La información detallada de la situación relevante se tiene que divulgar inmediatamente se haya producido la situación o una vez el emisor haya tenido conocimiento de ésta.

77. Respecto de la información sobre colocación de acciones en mercado primario, la norma obliga al emisor a reportar a la SFC todos los meses, mientras se encuentre vigente la oferta, el listado de los suscriptores de la colocación, señalando nombre completo o razón social y si el suscriptor era accionista de la sociedad antes de la suscripción.

78. Una vez expirada la oferta, dentro de los diez días siguientes, la sociedad emisora debe enviar a la SFC la siguiente información de:

- a. Antiguos accionistas que suscribieron acciones (número de acciones suscritas y valor);
- b. Terceros que suscribieron acciones (número de acciones suscritas y valor);
- c. Número total de accionistas y valor del capital suscrito de la sociedad al finalizar la oferta; y
- d. Mecanismos y agentes de colocación, discriminando en forma consolidada los montos colocados por la sociedad emisora y directamente y por cada uno de los intermediarios utilizados.

79. Reglas similares aplican a la información que debe ser reportada a la SFC en los casos de colocación de documentos de contenido crediticio, corporativos o de participación, mixtos y representativos de mercancías en el mercado primario. En este caso, el emisor debe reportar:

- a. Cuantía colocada, condiciones de plazo y rendimiento de los títulos emitidos;
- b. Valor total de los documentos en circulación al corte del mes;
- c. Información consolidada sobre los compradores de los documentos, clasificados por grupos³⁰, con indicación del monto adquirido por cada grupo;
- d. Información sobre mecanismos y agentes de colocación, discriminando en forma consolidada los montos colocados por la sociedad emisora directamente y por cada una de las clases de intermediarios utilizados; y
- e. Certificación sobre los recursos captados, suscrita por el representante legal y el revisor fiscal.

80. Para el caso de acciones y bonos obligatoriamente convertibles en acciones en el mercado secundario, el oferente debe informar a la SFC la cantidad de acciones o bonos obligatoriamente convertibles en acciones comprados y el precio de negociación.

³⁰ Personas naturales, establecimientos de crédito, sociedades de servicios financieros, sociedades de capitalización, entidades aseguradoras e intermediarios de seguros y reaseguradoras, fondos de pensiones y cesantía, fondos mutuos de inversión, carteras colectivas y demás personas jurídicas.

d. Reflexiones

- 81. Una reciente publicación de la OCDE³¹ concluye que las autoridades tienen la responsabilidad de establecer un marco regulatorio lo suficientemente flexible con el fin de acoger las diferentes y variadas necesidades de los emisores:** *“Only then do governments provide market participants with the right incentives to exploit new business opportunities that create value and ensure the most efficient use of capital and other corporate resources”³².*
- 82. De hecho, los principios de gobierno corporativo del G20/OECD³³ establecen que, cuando las circunstancias lo requieren, los mandatos del gobierno corporativo se deben revisar y si es del caso ajustar:** *“Teniendo en cuenta los costos y los beneficios de la regulación, los gobiernos tienen la importante responsabilidad de establecer un marco regulatorio eficaz, que proporcione la suficiente flexibilidad a los mercados para que funcionen de forma eficiente y respondan a las nuevas expectativas de los accionistas y otros actores interesados.”³⁴*
- 83. En este sentido, la OCDE dirige la atención a dos conceptos: flexibilidad y proporcionalidad.** En el Factbook de 2019 examinan cómo y hasta qué punto en 39 jurisdicciones, incluyendo Colombia, se aplica la flexibilidad y la proporcionalidad al implementar la regulación concerniente a gobierno corporativo.
- 84. La flexibilidad y la proporcionalidad obligatoriamente tienen que estar soportadas en un sistema de supervisión y regulación sólido ya que las autoridades tienen que administrar un balance entre acomodar situaciones particulares y hacer valer los derechos de los diferentes stakeholders.** Así mismo, las autoridades deben mantener la atención puesta en los mecanismos necesarios para que los accionistas e inversionistas puedan revelar sus inconformidades, y deben tener los medios efectivos para imponer las sanciones cuando sea requerido.
- 85. Lo que encuentran en el estudio, es que países como Estados Unidos y Reino Unido tienen al menos un mecanismo flexible en cada una de las siete áreas³⁵ que se analizaron. En el caso de revelación de información, de los 39 países estudiados, Colombia es uno de los siete países que no tiene mecanismos para acomodar flexibilidad y proporcionalidad en la aplicación de las provisiones de esta área.** Colombia solo presenta flexibilidad en tres áreas: composición de juntas directivas, derechos de accionistas y takeovers.
- 86. De los países latinoamericanos que hacen parte del estudio, Argentina, Brasil, Chile y México tienen mecanismos flexibles en la aplicación de las normas de revelación de información, dejando solamente a Colombia como inflexible en este tema.**

³¹ OECD (2019), OECD Corporate Governance Factbook 2019 - www.oecd.org/corporate/corporate-governance-factbook.htm

³² Página 171 del OCDE Factbook 2019.

³³ OCDE (2016), Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE y del G20, Éditions OCDE, Paris. <http://dx.doi.org/10.1787/9789264259171-es>

³⁴ Ibidem, página 11.

³⁵ Composición de la junta directiva, revelación de información, información de los mayores accionistas, derechos de los accionistas, partes vinculadas, divulgación de la remuneración y takeovers.

- 87. La mayoría de los países reportan que la calidad de estar listada es el criterio mayormente usado para usar los criterios de flexibilidad y proporcionalidad.** Ésta, junto con el tamaño del emisor dan soporte para ser flexibles y proporcionales respecto de la revelación de información. Otros criterios menos usados son la estructura legal de la compañía, los estándares de contabilidad, la madurez de la firma y la estructura de control.
- 88. La recomendación de la OCDE en este caso es que, al establecer los requerimientos de revelación de información, para cierto tipo de compañías se puede usar flexibilidad y proporcionalidad, en particular con las compañías de menor tamaño, sin olvidarse de la protección de los accionistas e inversionistas.** Al llevar a cabo esta política se pueden tomar tres caminos: dispensar del reporte a ciertas compañías o reducir el número y frecuencia de reportes o exceptuar a ciertas compañías de reportar algunos temas o documentos.
- 89. En Estados Unidos se facilita la entrada de compañías emergentes al mercado de capitales al ajustar los requerimientos de publicación de información para compañías de menos de USD 1.070 millones.** Esto aplica para el momento de entrada en la oferta pública y por un período posterior definido. La SEC (the U.S. Securities and Exchange Commission) también ha reducido los requerimientos de información para compañías más pequeñas, las que están por debajo de cierto límite respecto del total de la oferta pública o de los ingresos anuales. Así, se permiten reportes de las compañías más pequeñas que incluyen menos revelación de información de la que se requiere de las compañías listadas. La ley federal también permite flexibilidad y proporcionalidad a las compañías extranjeras y a las que venden activos que no están obligados a ser registrados. Estas flexibilidades se complementan con acciones que hacen cumplir la ley y por una SEC que revisa de manera aleatoria la información de estas compañías.
- 90. Se ha argumentado que uno de los factores que hacen menos atractivo el acceso al mercado de capitales colombiano es precisamente la carga que se impone a través de la regulación relacionada con la revelación de información.** En este sentido, y siguiendo las recomendaciones de la OCDE, se puede pensar en hacer ajustes a la regulación teniendo en cuenta que esta podría ser una carga que desincentiva la participación en el mercado. Una justificación argumentada de la necesidad de cada una de las obligaciones de revelación de información podría llevar a que se tengan obligaciones diferenciadas según ciertas particularidades de las empresas: por ejemplo, tamaño, sector, si la empresa va a entrar al mercado por primera vez, entre otros.
- 91. Una política diferenciada implica un mayor esfuerzo por parte de la SFC** en dos niveles: i) en el examen exhaustivo de cada uno de los requerimientos de publicación de la información relevante y periódica por parte de todas o parte de las empresas emisoras; y, ii) en los poderes y criterios para acceder a las empresas que tienen estándares diferentes de publicación. Como bien lo dicen tanto la OCDE como el G20, una regulación diferenciada requiere de una superintendencia fortalecida.

3. Hallazgos y Conclusiones

- 92.** No parece haber un subsidio regulatorio en términos de la implementación de los estándares de Basilea III para el sistema financiero colombiano. Con la expedición de las normas referentes al capital de entidades financieras y al indicador de Riesgo de Liquidez en la segunda mitad de 2018, y si se expide la norma del Coeficiente de Fondo Estable, publicada a comentarios por la Superintendencia Financiera en el primer semestre de 2019, se cierran las principales brechas que tenía la regulación colombiana frente a los estándares internacionales.
- 93.** Sin embargo, los tiempos de implementación difieren de los propuestos por el Comité de Basilea. En particular, hay un rezago en la implementación de los colchones de capital de conservación y sistémico, que solo estarán plenamente vigentes en la normatividad colombiana desde 2024, cinco años después de lo propuesto por el estándar internacional. En el caso del Coeficiente de Fondo Estable Neto, está pendiente la expedición de la norma, mientras en el caso internacional, el mismo empezó a ser aplicado a partir de enero de 2018.
- 94.** En todo caso, las estimaciones de los impactos de las normas mencionadas en el sistema financiero colombiano revelan que la mayoría de las entidades, incluyendo los bancos más grandes, cumple en la actualidad con los requerimientos derivados de las mismas.
- 95.** Al analizar los costos de acceso al mercado de capitales, se evidencia que el costo de infraestructura no es el componente más grande al momento de la emisión de papeles de deuda privada, por lo menos en el caso de la oferta pública inicial. Por el contrario, los costos de estructuración pueden ser prohibitivos, en particular para emisiones pequeñas de corto plazo y pueden en la práctica eliminar la ventaja de costos financieros del Mercado de Capitales frente a la alternativa bancaria.
- 96.** En este escenario, parece pertinente analizar la posibilidad de promover distintos escalones, o segmentos de mercado, que permitan aliviar los costos de estructuración y revelación de información para los emisores más pequeños y de plazos más cortos, sin poner en riesgo la transparencia del mercado principal. La existencia del segundo mercado o mecanismos privados de colocación de instrumentos de deuda, así como la utilización de mecanismos estandarizados para las colocaciones más sencillas podrían reducir los tiempos y los requisitos de revelación de información necesarios para los pequeños emisores.
- 97.** En esa misma línea, el aprovechamiento de escenarios de mercado para títulos valores, como las facturas electrónicas, puede ser una alternativa que permita a un segmento mucho más amplio de firmas beneficiarse del fondeo en los mercados de capitales.
- 98.** A pesar de que se han presentado emisiones de CDT de largo plazo de tamaño significativo en el corto plazo, no se evidencia una tendencia a una recomposición del pasivo de las entidades

financieras desde Bonos hacia CDTs, ni un alargamiento sistemático en el perfil de las captaciones. La reducción en la emisión de bonos está en línea con la ralentización del crecimiento del balance de las entidades que se ha observado en los últimos dos años.

Anexo 1. Estimación de los Costos de Estructuración e Infraestructuras

Los costos de Estructuración e Infraestructura se calculan como la suma de los costos de mantenimiento más los costos iniciales divididos entre el plazo de la emisión:

$$C_a^n = C_i + \frac{C_m}{p}$$

Dónde:

C_a^n : Costos Anuales de n, donde n= Estructura (E), Infraestructura (I)

C_i : Costos iniciales

C_m : Costos de mantenimiento

p : Plazo del título en años

Posteriormente se calcula la proporción de cada uno de estos costos respecto al total de la emisión, expresada en puntos básicos, donde M es el monto de la emisión.

$$C_n = \frac{C_a^n}{M} * 10000$$

a. Costos de Estructuración

Son aquellos que se generan por los servicios de estructuración, calificación crediticia, representante legal de los tenedores de los bonos, revisoría fiscal y publicidad de la emisión. Estos también se dividen en costos iniciales y de mantenimiento. Los costos iniciales solo se generan una vez por cada bono, en cambio los costos de mantenimiento se generan anualmente a partir del segundo año de maduración del bono hasta su vencimiento.

Costos de iniciales	
Concepto	Tarifa
Banca de inversión	\$400 millones COP ³⁶
Calificadora	Emisión: 0,025% del valor de la emisión Emisor: \$45.000.000
Publicidad	\$50 millones COP
Costos de Mantenimiento	
Calificadora	Emisión: 0,0125% del valor de la emisión Emisor: \$45.000.000
Representante Legal de Tenedores	5 SMLMV mensuales

³⁶ De las entrevistas realizadas con actores de mercado y potenciales emisores se han obtenido valores entre \$300 y \$500 millones de pesos, contingentes al poder de negociación del emisor.

b. Costos de Infraestructuras

Los costos de infraestructura son aquellos que cobran las instituciones encargadas de la regulación y la colocación de los títulos de deuda pública. Estos a su vez se dividen en costos iniciales y de mantenimiento. Los costos iniciales solo se generan una vez por cada bono, en cambio los costos de mantenimiento se generan anualmente a partir del segundo año de maduración del bono hasta su vencimiento.

Costos de inscripción	
Concepto	Tarifa
BVC	0,059% del monto de la emisión
RNVE	0,002% del patrimonio del emisor Tarifa mínima: 2 SMLMV Tarifa máxima: 300 SMLMV
Derechos de Oferta	0,035% del monto de la emisión Tarifa mínima: 2 SMMLV Tarifa máxima: 300 SMMLV
Deceval	Tabla por montos de emisión (Anexo 2)
Adjudicación	0,01% del monto total de la emisión. Tarifa mínima: \$18.900.000 SMMLV Tarifa máxima: \$50.000.000 SMMLV
Costos de Mantenimiento	
BVC	Tarifas entidades sector no financiero (0,0293% monto en circulación)
RNVE	Tarifa: 0,008% del patrimonio del emisor Tarifa mínima (2 SMMLV) Tarifa máxima (300 SMMLV)
DECEVAL	Tabla por montos de emisión (Anexo 2)

Anexo 2. Tiempos de Implementación recomendaciones Basilea III

	Recomendación	Fecha máxima de implementación	
		BASILEA III	COLOMBIA
Liquidez	Coefficiente de cobertura de liquidez (LCR)	1 enero 2019	29 marzo 2019
	Coefficiente de financiación estable neta (CFEN)	1 enero 2018	Proyecto de Circular No se ha fijado
Requerimientos de Capital	Common Equity Tier 1 (4,5% de APNR)	1 enero 2015	6 febrero 2020
	Tier 1 Capital (6% de APNR)	1 enero 2015	6 febrero 2024
	Cálculo de APNR	1 enero 2022	6 febrero 2020
Colchones	Colchón de Conservación de Capital (2,5%)	1 enero 2019	6 febrero 2024
	Colchón entidades con importancia sistémica local	1 enero 2022	6 febrero 2024
	Colchón contracíclico	1 enero 2019	1 julio 2007
Apalancamiento	Relación de apalancamiento definida sobre una medida de capital (mínimo 3%)	1 enero 2022	6 febrero 2020
Riesgo Libro Bancario	Riesgo de tasa de interés del libro bancario (IRRBB)	1 enero 2018 (Pilar 2)	No se ha fijado

Anexo 3. Principales Requisitos de Revelación de Información

Situación financiera y contable		
1	Operaciones o actos que originen variaciones iguales o superiores al 5% al valor total de los activos, pasivos, ingresos operacionales, utilidad operacional o utilidad antes de impuestos.	11 Cambios en la clasificación contable de las inversiones.
2	Aumentos superiores 10% del pasivo corriente.	12 Cambios en las políticas contables.
3	Aumentos o disminuciones de capital.	13 Constitución de gravámenes hipotecarios, prendarios o cualquier otra garantía real, o limitación de dominio, sobre bienes que representen el 5% o más del respectivo grupo del activo.
4	Variación en el número de acciones en circulación.	14 Otorgamiento o sustitución de avales, fianzas o cualquier otra garantía personal, cuyo valor sea igual o superior al 1% de los activos totales.
5	Aprobación de distribución de dividendos por parte de la asamblea general de accionistas.	15 Condonación parcial o total de deudas cuyo valor sea igual o superior al 5% del grupo respectivo del activo o pasivo, según sea el caso.
6	Enajenación o adquisición a cualquier título de bienes, cuyo valor sea igual o superior 5% del respectivo grupo del activo.	16 Daciones en pago cuya cuantía sea igual o superior al 5% del grupo respectivo del activo o pasivo, según sea el caso.
7	Cambios superiores al 5% del valor de los créditos obtenidos u otorgados originados por cambios en las condiciones financieras.	17 Donaciones que representen un valor igual o superior al 5% del grupo respectivo del activo o pasivo, según sea el caso.
8	Cambios a las cifras reportadas en los estados financieros tramitados previamente al RNVE	18 Permutas de bienes que representen un valor igual o superior al 5% del respectivo grupo del activo.
9	Inversiones en el capital de sociedades, que conlleven a una relación de subordinación.	19 Aportes en especie a sociedades de bienes que representen un valor igual o superior al 5% del respectivo grupo del activo.
10	Inversiones en el capital de sociedades, temporales o permanentes, diferentes de aquellas que conlleven a relación de subordinación, que representen 5% o más del grupo del activo "Inversiones".	
Emisión de valores		
1	La emisión de valores en Colombia y en el extranjero, y los hechos relacionados con las emisiones de valores en circulación, incluyendo, entre otros: la autorización del órgano competente; cambios en el valor nominal de las acciones; división de acciones; prepagos o redenciones anticipadas; cambios en los derechos de los tenedores de los valores; modificaciones a las calificaciones de riesgo del respectivo valor; modificaciones en los plazos u otras condiciones de los títulos; cancelación de la inscripción de los valores en bolsa o en el RNVE y demás eventos relevantes relacionados con la emisión respectiva.	3 Convocatoria a asambleas de tenedores de títulos. Cuando el emisor no haya participado en la asamblea, las decisiones deberán ser informadas como información relevante por el representante legal de los tenedores.
2	Cualquier atraso en el cumplimiento de las obligaciones resultantes de la emisión de títulos de deuda inscritos en el RNVE indicando el valor en mora, si corresponde a capital o a intereses, el vencimiento del plazo para el pago oportuno, la causa del retraso, las medidas adoptadas para atender dichos compromisos y la fecha en que se realizará el pago correspondiente.	4 Decisiones tomadas por la asamblea de tenedores de títulos

Situación jurídica		
1	Convocatorias a reuniones de la asamblea de accionistas u órgano equivalente. Deberá informarse el orden del día si es del caso, la fecha, lugar y la hora en que se realizará la reunión.	9 Cambios en la composición accionaria, iguales o superiores al 5% de las acciones en circulación de la sociedad, ya sea directa o indirectamente, a través de personas naturales o jurídicas con las cuales se conforme un mismo beneficiario real.
2	Decisiones relevantes de la asamblea de accionistas y junta directiva u órganos equivalentes.	10 Adquisición y enajenación de acciones por parte de los administradores.
3	Nombramiento y remoción, así como renunciaciones, de los administradores o del revisor fiscal.	11 Readquisición de acciones y enajenación posterior.
4	Reformas estatutarias.	12 Acuerdos entre accionistas.
5	Cancelación voluntaria de la inscripción de los valores en el Registro Nacional de Valores y Emisores - RNVE o en bolsa de valores.	13 Celebración, modificación o terminación de contratos que establezcan restricciones relevantes para el emisor, como la prohibición de distribuir utilidades, o cuyo incumplimiento constituya causal de aceleración de créditos o un evento de incumplimiento del respectivo contrato.
6	Iniciación de procesos judiciales o administrativos relevantes, una vez la demanda o requerimiento haya sido contestada por el emisor, y las decisiones que se dicten en ellos y que puedan afectar a la entidad de manera significativa, aun cuando no se encuentren en firme.	14 Otorgamiento o cancelación de concesiones o licencias relevantes por parte de entidades estatales, así como su terminación.
7	Imposición de sanciones al emisor, sus administradores o revisor fiscal, por parte de organismos de control del Estado, aun cuando no se encuentren en firme.	15 Ejercicio, por parte de entidades estatales, de facultades concedidas por cláusulas excepcionales o exorbitantes, así como la imposición de sanciones en el marco de la celebración, ejecución o liquidación de contratos estatales, aun cuando las respectivas decisiones administrativas no se encuentren en firme.
8	Cambios en la situación de control del emisor	
Situación comercial y laboral		
1	Cambios en la actividad principal, aunque no se produzca una reforma estatutaria que modifique el objeto social.	5 Introducción de nuevos productos y servicios o su retiro del mercado cuando ello resulte relevante en la estrategia comercial del emisor.
2	Reorganizaciones empresariales tales como fusiones, transformaciones, adquisiciones, escisiones, cesión de activos pasivos y contratos, o segregaciones.	6 Cierre temporal o permanente de plantas de producción o de uno o varios establecimientos de comercio que en su conjunto representen más del 10% de la producción o las ventas de la sociedad, según corresponda.
3	Celebración, modificación o terminación de contratos relevantes. Un contrato es relevante cuando su cuantía sea igual o superior al 5% de los ingresos operacionales, costo de ventas o gastos de administración y ventas, según corresponda, obtenidos en el ejercicio inmediatamente anterior a la celebración, modificación o terminación del contrato.	7 Otorgamiento, cancelación u oposición a derechos de propiedad industrial tales como marcas, patentes, licencias o permisos de explotación u otros desarrollos, cuando ello resulte relevante.
4	Celebración, modificación o terminación de contratos, en los que sea parte el emisor, con su matriz, sus subordinadas o las subordinadas de la matriz, cuando el monto sea igual o superior al 1% de los ingresos operacionales, costo de ventas o gastos de administración y ventas, según corresponda.	8 Celebración o denuncia de convenciones y pactos colectivos de trabajo, iniciación o terminación de huelgas, expedición de laudos arbitrales para dirimir un conflicto colectivo de trabajo, despidos colectivos o, en general, cualquier situación laboral relevante.
Situaciones de crisis empresarial		
1	Incumplimiento por un período igual o superior a 60 días de dos 2 o más obligaciones o el temor razonable de llegar a dicho incumplimiento, siempre y cuando tales obligaciones representen no menos del 5% del pasivo corriente de la entidad.	3 Tomas de posesión
2	Procesos concursales tales como reestructuración empresarial, concordato, liquidación forzosa administrativa, liquidación obligatoria o voluntaria o cualquier evento que pueda conducir a alterar la continuidad de la entidad o llevarla a su disolución y liquidación.	

Bibliografía

- Aizenman, Joshua; Jinjark, Yothin y Park, Donghyun. (2015). Financial Development and Output Growth in Developing Asia and Latin America: A Comparative Sectoral Analysis, No 20917, NBER Working Papers, National Bureau of Economic Research, Inc
- Allen, Franklin; Gu, Xian y Kowalewski, Oskar (2018), Financial Structure, Economic Growth and Development, No 12859, CEPR Discussion Papers, C.E.P.R. Discussion Papers
- Arcand, J., E. Berkes, and U. Panizza. 2015. Too much finance? *Journal of Economic Growth* 20(2): 105–148.
- Asongu, Simplice (2011). Law, finance, economic growth and welfare: why does legal origin matter?, No 11/007, Working Papers of the African Governance and Development Institute., African Governance and Development Institute.
- Barajas, Adolfo; Ralph Chami and Seyed Reza Yousefi, (2016), The Finance and Growth Nexus Re-Examined: Do All Countries Benefit Equally?, *Journal of Banking and Financial Economics*, 1, (5), 5-38
- Basilea, C. d. (2017). *Basel III: Finalising post-crisis reforms*. Bank for international Settlements.
- Basilea, C. d. (2017). *Resumen de las reformas de Basilea III*. Bank for International Settlements.
- Beck, T. (2008): The Econometrics of Finance and Growth, Policy Research Working Paper, No. 4608.
- Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., Levine, R. (2003b). “Law and finance: Why does legal origin matter?””. *Journal of Comparative Economics* 31, 653–675.
- Bertocco, Giancarlo (2008), Finance and development: Is Schumpeter's analysis still relevant?, *Journal of Banking & Finance*, 32, (6), 1161-1175
- Bittencourt, Manoel (2012). Financial development and economic growth in Latin America: Is Schumpeter right?, *Journal of Policy Modeling*, Volume 34, Issue 3, 2012, Pages 341-355.
- Carré, E. y L'œillet, G. *Comp Econ Stud* (2018). The Literature on the Finance–Growth Nexus in the Aftermath of the Financial Crisis: A Review. *Comparative Economic Studies*. March 2018, Volume 60, Issue 1, pp 161–180.
- Corficolombiana (2018). Costo de la deuda corporativa. *Por qué debería financiar los pasivos de su empresa ya mismo*. Serie Finanzas Corporativas
- Demirgüç-Kunt, A., E. Feyen and R. Levine (2013). “The Evolving Importance of Banks and Securities Markets,” *The World Bank Economic Review* 27: 476-490.
- Demirgüç-Kunt, A., Levine, R. (2001a). “Financial structure and economic growth: Perspectives and lessons”. In: Demirgüç-Kunt, A., Levine, R. (Eds.), *Financial Structure and Economic Growth: A Cross-Country Comparison of Banks, Markets, and Development*. MIT Press, Cambridge, MA, pp. 3–14.
- Demirgüç-Kunt, A., Levine, R. (2001b). “Bank-based and market-based financial systems: Cross-country comparisons”. In: Demirgüç-Kunt, A., Levine, R. (Eds.), *Financial Structure and Economic Growth: A Cross-Country Comparison of Banks, Markets, and Development*. MIT Press, Cambridge, MA, pp. 81–140.

- Demirgüç-Kunt, A., Levine, R. (2001c). *Financial Structures and Economic Growth: A Cross-Country Comparison of Banks, Markets, and Development*. MIT Press, Cambridge, MA.
- Goldsmith, R.W. (1969). *Financial Structure and Development*. Yale University Press, New Haven, CT.
- Hernandez, C., Torres, N., Walteros, L., & Gamboa, C. (2018). *Convergencia a los requerimientos de capital de Basilea III para los establecimientos de crédito*. Unidad de Regulación Financiera.
- International Monetary Fund. (2013). *Colombia: Financial System Stability Assessment*. International Monetary Fund.
- Keuschnigg, Christian y Kogler, Michael. (2017), Schumpeterian Banks: Credit Reallocation and Capital Structure, No 12443, CEPR Discussion Papers, C.E.P.R. Discussion Papers
- Koetter, Michael y Wedow, Michael (2006). Finance and growth in a bank-based economy: is it quantity or quality that matters?, No 2006,02, Discussion Paper Series 2: Banking and Financial Studies, Deutsche Bundesbank
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R. (2000). "Investor protection and corporate governance". *Journal of Financial Economics* 58, 3–27.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R.W. (1998). "Law and finance". *Journal of Political Economy* 106, 1113–1155.
- Leaven, L. (2014). *The development of local capital markets: rationale and challenges*. Fondo Monetario Internacional.
- Levine, Ross (2005). Chapter 12 Finance and Growth: Theory and Evidence, Editor(s): Philippe Aghion, Steven N. Durlauf, *Handbook of Economic Growth*, Elsevier, Volume 1, Part A, 2005, Pages 865-934.
- Luintel, Kul, Khan, Mosahid, Arestis, Philip, Theodoridis, Konstantinos (2008). Financial structure and economic growth. *Journal of Development Economics* 86(1), 181-200.
- Luintel, Kul; Khan, Mosahid; Leon-Gonzalez, Roberto y Li, Guangjie (2016). Financial development, structure and growth: New data, method and results, *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 43, (C), 95-112
- Maiguashca, A. F. (2016). *Una visión de la industria de fondos de inversión colectiva*. Asofiduciarias.
- OCDE. (2016). *Principios de gobierno corporativo de la OCDE y el G20*. Paris: OCDE.
- OCDE. (2019). *Corporate Governance Factbook*. OCDE.
- Saqib, Najia (2015). Review of Literature on Finance-Growth Nexus, *Journal of Applied Finance & Banking*, 5, (4), 11
- Tadesse, S. (2002). "Financial Architecture and Economic Performance: International Evidence," *Journal of Financial Intermediation* 11: 429-454.
- Tolina Fufa, Jaebeom Kim (2018). Stock markets, banks, and economic growth: Evidence from more homogeneous panels, *Research in International Business and Finance*, Volume 44, 2018, Pages 504-517, ISSN 0275-5319.
- Valderrama, Diego y Russ, Katheryn (2012). A theory of bank versus bond finance and intra-industry reallocation, *Journal of Macroeconomics*, 34, (3), 652-673