

Universidad Colegio Mayor de Nuestra Señora del Rosario



Estructura de capital y sus alternativas en Colombia

Trabajo de grado: Monografía

Santiago Sebastián Moncada Meléndez

Bogotá D.C.

31 de Enero de 2017

Universidad Colegio Mayor de Nuestra Señora del Rosario



Estructura de capital y sus alternativas en Colombia

Trabajo de grado: Monografía

Santiago Sebastián Moncada Meléndez

Profesor Hernán Quintanilla A.

Administración de Negocios Internacionales

Bogotá D.C.

31 de Enero de 2017

DEDICATORIA

Con mi mente, mi alma y mi corazón, dedico este trabajo, mi esfuerzo, mi carrera y todo lo que soy a mi madre, Martha Cecilia Meléndez Boada quien ha sido siempre mi pilar fundamental, la persona que siempre ha estado a mi lado y me ha apoyado en todo lo que he decidido emprender, porque su amor es infinito mi esfuerzo por su felicidad lo será también. Con todo mi amor para ella y solo para ella.

AGRADECIMIENTOS

Agradezco a mis padres el haber creído siempre en mí y en mis metas, a mi madre por apoyarme y buscar siempre mi bienestar, y mi felicidad, a mis padres la oportunidad y bendición para estudiar en el Colegio Mayor de Nuestra Señora del Rosario, mi alma mater de la cual próximamente tendré el orgullo de ser doblemente egresado profesional.

Agradezco a mi alma mater por creer y apoyar siempre a los estudiantes, por darnos los instrumentos para crear un mejor país. Porque ser Rosarista es algo con lo que se nace y se lleva siempre en el corazón. Orgullosamente soy Rosarista.

Agradezco de último, pero no menos importante al profesor Hernán Quintanilla A. que con su perseverancia, rectitud y dedicación me enseñó más que bases financieras, me enseñó a ser un profesional. Gracias profesor por todo su apoyo y acompañamiento para el desarrollo de este trabajo y de mi segunda carrera profesional.

TABLA DE CONTENIDO

| | | |
|--------|--|----|
| 1. | RESUMEN | 8 |
| 2. | PALABRAS CLAVE | 8 |
| 3. | ABSTRACT..... | 9 |
| 4. | KEYWORDS..... | 9 |
| 5. | LINEAMIENTOS GENERALES DEL TRABAJO | 10 |
| 5.1. | Hipótesis y planteamiento del problema..... | 10 |
| 5.2. | Objetivo general..... | 10 |
| 5.3. | Objetivos específicos | 10 |
| 5.4. | Justificación..... | 11 |
| 5.5. | Alcance y vinculación con la línea de investigación y el profesor..... | 11 |
| 6. | INTRODUCCIÓN..... | 12 |
| 6.1. | Introducción y Necesidad identificada..... | 12 |
| 6.2. | Fundamentación teórica..... | 13 |
| 6.3. | Metodología..... | 14 |
| 6.3.1. | Tipo de investigación. | 14 |
| 6.3.2. | Enfoque de investigación..... | 15 |
| 6.3.3. | Método de Investigación. | 15 |
| 6.3.4. | Variables:..... | 15 |
| 6.3.5. | Diseño de investigación: | 16 |
| 7. | MARCO LEGAL..... | 16 |
| 7.1. | Conceptos y fundamentos legales | 17 |
| 7.1.1. | Libertad económica..... | 17 |
| 7.1.2. | Actividad bursátil. | 18 |
| 7.1.3. | Concepto empresa. | 19 |
| 7.1.4. | Concepto de persona jurídica. | 20 |
| 7.1.5. | Concepto de sociedad comercial. | 21 |
| 7.1.6. | Concepto mercado de valores. | 21 |
| 7.2. | Tipos de asociación privadas con fines de lucro. | 22 |
| 7.3. | Composición patrimonial de las sociedades en Colombia..... | 23 |

| | | |
|---------|---|----|
| 7.3.1. | Sociedades por acciones..... | 23 |
| 7.3.2. | Sociedades por cuotas..... | 25 |
| 7.3.3. | Sociedades por partes de interés:..... | 26 |
| 8. | TIPOS DE APORTES..... | 28 |
| 9. | BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA..... | 30 |
| 9.1. | Misión de la bolsa de valores..... | 32 |
| 9.2. | Visión de la bolsa de valores..... | 32 |
| 9.3. | Integración de las bolsas de valores..... | 33 |
| 9.4. | Finalidad de la bolsa de valores..... | 33 |
| 9.5. | Títulos negociables en la bolsa de valores..... | 34 |
| 9.6. | Sociedades con posibilidad legal de acceder al mercado de valores..... | 35 |
| 9.7. | Emisión de acciones..... | 36 |
| 9.8. | Requisitos para emitir acciones..... | 36 |
| 10. | ASPECTOS FINANCIEROS..... | 38 |
| 10.1. | Conceptos financieros..... | 38 |
| 10.1.1. | Concepto mercado de valores..... | 38 |
| 10.1.2. | Concepto mercado emergente..... | 40 |
| 10.2. | Concepto acciones..... | 41 |
| 10.2.1. | Requisitos para ser emisor de acciones en Colombia..... | 42 |
| 10.3. | concepto estructura de capital..... | 43 |
| 11. | MERCADO DE VALORES COLOMBIANO..... | 44 |
| 11.1. | Índice COLCAP..... | 44 |
| 12. | ESTRUCTURA DE CAPITAL..... | 46 |
| 12.1. | Finalidad..... | 46 |
| 12.2. | Corrientes sobre la estructura de capital..... | 47 |
| 12.2.1. | Teoría Tradicional:..... | 47 |
| 12.2.2. | Teoría de la jerarquía de las fuentes:..... | 48 |
| 12.2.3. | Teoría tradicional de David Durand y la estructura optima de capital..... | 48 |
| 12.2.4. | Método de Merto Miller y Franco Mondigiani..... | 49 |
| 12.2.5. | Teoría del TRADE OFF (TOT)..... | 53 |
| 12.2.6. | Teoría del Pecking Order (POT)..... | 56 |
| 12.2.7. | Teoría del Market Timing (MTT)..... | 56 |
| 12.3. | Estructura de capital en mercados emergentes..... | 57 |

| | | |
|-------|---|----|
| 13. | FENÓMENO “SAS” EN COLOMBIA. | 57 |
| 13.1. | Estructura financiera de las sociedades por acciones simplificadas..... | 60 |
| 14. | CONCLUSIONES..... | 62 |
| 15. | RECOMENDACIONES..... | 66 |
| 16. | REFERENCIAS BIBLIOGRAFIA..... | 67 |

LISTA DE GRAFICOS

| | |
|---|----|
| Gráfica 1 SOCIEDADES EMISORAS EN LA BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA..... | 35 |
| Gráfica 2 REQUISITOS EMISIÓN DE ACCIONES | 37 |
| Gráfica 3 ESTRUCTURA DE CAPITAL | 44 |
| Gráfica 4 PROPOSICIONES DE M&M. | 50 |

GLOSARIO

- **Capital Autorizado:** Este tipo de capital corresponde al límite máximo de capital que podrá tener la persona jurídica dentro de su patrimonio social y que ha sido determinado por los fundadores de la empresa como límite de responsabilidad económica asumida por estos para el desarrollo de la actividad, este capital podrá ser superior al capital suscrito y al pagado. Este capital se constituye como el límite fundamental para la estructura de capital que determinará el empresario para su desarrollo empresarial.

- **Capital suscrito:** Este corresponde a la parte del capital autorizado que los accionistas o fundadores se han comprometido a aportar para la creación y funcionamiento y que determinará la composición accionaria al interior de la empresa.

- **Capital pagado:** Este capital corresponde al capital efectivamente pagado por los accionistas al momento de la creación de la persona jurídica de acuerdo con lo que ha sido establecido en el capital suscrito y que máximo al término de un año de acuerdo con lo anteriormente mencionado para las sociedades anónimas debe ser igual y corresponder con el capital suscrito.

- **Empresa:** se entenderá como tal a toda organización legalmente constituida y cuya finalidad sea el desarrollo de una actividad económica lícita dentro del territorio colombiano y que de acuerdo con los términos del código de comercio art 25 se encuentre destinada a “la producción, transformación, circulación, administración o custodia de bienes, o para la prestación de servicios.” (Decreto 410 de 1917. Presidencia de la Republica de Colombia, 1971)

- **Mercado de capitales:** para el presente trabajo se tomará el concepto desarrollado por la legislación argentina al respecto y que enmarca la comprensión total del mismo, la cual establece que: “ Es el ámbito donde se ofrecen públicamente valores negociables u otros instrumentos previamente autorizados para que, a través de la negociación por agentes habilitados, el público realice actos jurídicos, todo ello bajo la supervisión de la Comisión Nacional de Valores” (El Senado y Cámara de Diputados de la Nacion Argentina, 2012) sin embargo es necesario precisar, que para el caso Colombiano se entenderá que es bajo la supervisión de la Súper Intendencia Financiera de Colombia.

1. RESUMEN

La presente monografía tiene como objeto describir a partir de la literatura revisada, la conformación de estructuras de capital empresarial privado en Colombia durante los años 2012 a 2016, para lo cual describirá cómo se estableció la financiación de activos e inversiones en Colombia y a partir de allí la composición de la estructura de capital en el periodo mencionado.

Para la consecución del mencionado objetivo, se realizó una descripción e investigación conceptual tomando como referencia el marco legal y normativo, entre lo que se destacan las distintas posibilidades de conformación societaria siendo esto un aspecto fundamental que limita las posibilidades y conformación de estructura de capital privado en Colombia, así mismo se encuentra durante el desarrollo del estudio como aspecto relevante la limitación normativa en cuanto a la normatividad bursátil en Colombia que es determinante para la conformación de estructura de capital.

Siguiendo con el desarrollo del trabajo se observan las distintas teorías dilucidadas por los grandes teóricos financieros dentro de las que se destacan la teoría tradicional, la teoría de la jerarquía de las fuentes, la teoría de la estructura optima, teoría del Pecking Order y teoría del Market Timing.

Partiendo de ello se concluye el presente trabajo con una reflexión alrededor de la temática sobre el modo societario de sociedades por acciones simplificadas dada la gran relevancia que han tomado desde su creación en el mercado colombiano por sus facilidades de conformación y regulación.

2. PALABRAS CLAVE

Mercado de Capitales, Capital, Endeudamiento, Mercado Emergente, Sociedades, Acciones, Wacc.

3. ABSTRACT

This monograph aims to describe, from the revised literature, the formation of private business capital structures in Colombia during the years 2012 to 2016, for which it will describe how the financing of assets and investments in Colombia was established and from there The composition of the capital structure in the aforementioned period.

In order to achieve this objective, a description and conceptual research was made taking as reference the legal and normative framework, among which the different possibilities of corporate formation stand out, being this a fundamental aspect that limits the possibilities and conformation of the structure of private capital In Colombia, during the development of the study, the normative limitation regarding stock market regulations in Colombia, which is determinant for the conformation of capital structure, is also found during the development of the study.

Continuing with the development of the work, we can observe the different theories of the great financial theorists, such as the traditional theory, the theory of the hierarchy of sources, theory of optimal structure, theory of the Pecking Order and theory of Market Timing.

Based on this, the present work is concluded with a reflection around the thematic about the societal mode of simplified shares companies taking in mind the great relevance that they have taken since its creation in the Colombian market due to its facilities of formation and regulation.

4. KEYWORDS.

Capital Market, Capital, Indebtedness, Emerging Market, Societies, Stocks, Wacc.

5. LINEAMIENTOS GENERALES DEL TRABAJO

5.1. Hipótesis y planteamiento del problema

La Hipótesis y problema central que resuelve la presente monografía académica es:

“Las empresas en Colombia no suelen acudir al mercado público de valores como mecanismo para la conformación de la estructura de capital y financiación de sus activos e inversiones.”

5.2. Objetivo general

El objetivo de este trabajo es el estudio de la estructura de capital empresarial como elemento fundamental para el desarrollo empresarial, así como su correspondiente expresión y alternativas presentes en el mercado colombiano para establecer una estructura de capital.

5.3. Objetivos específicos

- Determinar y describir académicamente, a partir de características de mercado emergente que presenta Colombia, los mecanismos a los cuales acuden las empresas para su financiación.
- Comprender el contenido y desarrollo de la estructura de capital en su desarrollo teórico y académico.
- Identificar los elementos característicos de la estructura de capital dentro del mercado colombiano.

5.4. Justificación

El presente proyecto permitirá entender la formación de una estructura de capital en mercados emergentes para empresas de capital privado y compuestas por acciones que enfrentan grandes retos de crecimiento e inversión, pero que sin embargo no cuentan con un mercado bursátil favorable para apalancar sus objetivos.

5.5. Alcance y vinculación con la línea de investigación y el profesor.

El presente trabajo ha sido realizado bajo los lineamientos establecidos por la línea de investigación de Finanzas y Marketing de la Escuela de Administración de la Universidad del Rosario cuyo director es el doctor Fernando Juárez Acosta y de la cual forma parte el profesor Hernán Quintanilla Acevedo, director del presente trabajo.

La línea de investigación de Finanzas y Marketing de acuerdo con su documento maestro fue creada en enero de 2013 por el profesor Fernando Juárez, que según el mencionado documento tiene como objetivo “con el objetivo de revisar las prácticas y modelos habituales en esta área, utilizando diferentes metodológicas y aproximaciones para explicar dimensiones como riesgo y salud financiera, prácticas en los estados financieros, relaciones entre indicadores financieros, perdurabilidad y la práctica gerencial, todo ello dentro de interpretaciones cuantitativas y cualitativas muy diversas” (Linea de investigacion de finanzas & Juarez Acosta, 2013, págs. 1-33).

Teniendo en cuenta lo anterior, el presente trabajo ha sido guiado y ceñido a los parámetros de la línea de investigación de Finanzas y Marketing, pues su propósito es identificar las practicas

gerenciales utilizadas por los empresarios colombianos para asegurar la perdurabilidad empresarial por medio de la estructuración de capital que permita conseguir dicho objetivo.

6. INTRODUCCIÓN

6.1. Introducción y Necesidad identificada

Después de un periodo de observación inicial se ha podido determinar que de acuerdo con la información presentada por la Bolsa de Valores de Colombia (Bolsa de valores de Colombia BVC, 2016) el índice COLCAP, tiene una representación de 71 empresas que cotizan en dicho índice. Sin embargo, al cotejarse con la información presentada por Confecamaras, en su informe a octubre 23 de 2015, el cual establece el número de empresas creadas durante el periodo de enero a septiembre de 2015, que arrojó los siguientes datos: “De enero a septiembre de 2015 se crearon 211.320 unidades económicas; 49.910 sociedades y 161.410 personas naturales, 12,6 % menos comparado con el mismo periodo del año anterior.” (Confecamaras, 2015)

Como se puede evidenciar, la representación del número de empresas dentro del índice COLCAP, no constituye más del 0.034% de las empresas constituidas en el país. Teniendo en cuenta lo anterior se puede determinar que, dentro de los mecanismos de financiación externa de las empresas en Colombia como mercado emergente, no es usual el acceso al mercado de capitales para dicho fin. A partir de esta información surge la inquietud y necesidad de determinar los mecanismos de financiación y estructuración de capital para las empresas en mercados colombianas y su forma de financiación de activos e inversiones y así poder ampliar el conocimiento y la información que maneja la línea de investigación financiera de la escuela de administración de la Universidad, por lo cual se buscará establecer las características propias de las empresas de capital privado y compuestas por acciones, del mercado colombiano y de la estructura de capital mediante la recopilación de la información.

6.2. Fundamentación teórica

Para poder desarrollar la recopilación de la información pertinente a tema, se deben tener en cuenta los siguientes conceptos que sirven como fundamentación teórica para el desarrollo del trabajo.

Como primer concepto, es necesario determinar que se entenderá como **empresa** a toda organización legalmente constituida y cuya finalidad sea el desarrollo de una actividad económica lícita dentro del territorio colombiano y que de acuerdo con los términos del código de comercio art 25 se encuentre destinada a “la producción, transformación, circulación, administración o custodia de bienes, o para la prestación de servicios.” (Decreto 410 de 1917. Presidencia de la Republica de Colombia, 1971)

Adicional al concepto anterior es necesario establecer el **concepto de sociedad anónima** dado que por disposición legal colombiana son las únicas organizaciones con capacidad para acceder al mercado de valores, por ende estas sociedades son aquellas que tienen su capital dividido en acciones de igual valor y con características negociables, las cuales se encuentran establecidas en el artículo 373 del código de comercio a saber: “ARTÍCULO 373. <FORMACIÓN- RESPONSABILIDAD- ADMINISTRACIÓN- RAZÓN SOCIAL EN SOCIEDAD ANÓNIMA>. La sociedad anónima se formará por la reunión de un fondo social suministrado por accionistas responsables hasta el monto de sus respectivos aportes; será administrada por gestores temporales y revocables y tendrá una denominación seguida de las palabras "Sociedad Anónima" o de las letras "S A."...” (Decreto 410 de 1917. Presidencia de la Republica de Colombia, 1971)

Partiendo del concepto de empresa y sociedad anónima es pertinente definir el **concepto** que a mi consideración marca un punto de inflexión dentro de la presente monografía, por lo cual para el presente trabajo se entenderá como **mercado de capitales**, concepto desarrollado por la legislación argentina al respecto y que enmarca la comprensión total del mismo, la cual establece que: “ Es el ámbito donde se ofrecen públicamente valores negociables u otros instrumentos previamente autorizados para que, a través de la negociación por agentes habilitados, el público realice actos jurídicos, todo ello bajo la supervisión de la Comisión Nacional de Valores” (El Senado y Cámara de Diputados de la Nacion Argentina, 2012) sin embargo es necesario precisar,

que para el caso Colombiano se entenderá que es bajo la supervisión de la Súper Intendencia Financiera de Colombia.

A partir de lo anterior se entiende como **estructura de capital** de acuerdo con el concepto elaborado por el tratadista Juan Mascareñas de la Universidad Complutense de Madrid, el cual establece que corresponde al: “coste del capital medio ponderado se obtiene a través de la combinación de los costes individuales de cada fuente financiera a largo y medio plazo con sus respectivas ponderaciones.” (Mascareñas, 2001). Partiendo del concepto del profesor Mascareñas se entenderá para efectos del presente trabajo a la estructura óptima de capital como la correcta composición de las fuentes de financiamiento a largo plazo utilizadas por una empresa para el desarrollo de su actividad y sus inversiones.

A partir de los mencionados conceptos ha sido desarrollada la presente monografía cuya finalidad es que busque establecer el los componentes principales y alternativas dadas por el mercado colombiano para la conformación de la estructura optima de capital para las empresas presentes en Colombia como Mercado Emergente durante el periodo de 2012 al 2016.

6.3. Metodología.

6.3.1. Tipo de investigación.

La presente monografía es un estudio de revisión, cuyo el propósito es exponer la formación de la estructura optima de capital en empresas cuyo origen es un mercado emergente como Colombia, para lo cual se ha tenido en cuenta el conocimiento subjetivo, intersubjetivo y objetivo; y que han sido obtenidos a partir del desarrollo académico e intelectual de distintos autores, los cuales han desarrollado sus estudios sobre la temática.

6.3.2. Enfoque de investigación.

La investigación se realizó mediante un enfoque descriptivo de la situación desde la observación directa de los datos e información recopilados y enunciados por los autores que han estudiado la temática a profundidad, lo cual permitió entender la formación de la estructura óptima de capital en las asociaciones comerciales colombianas legalmente establecidas.

6.3.3. Método de Investigación.

El método que fue utilizado durante el desarrollo de la presente monografía fue el método bibliográfico con el que se ubicó la literatura pertinente, se seleccionaron los documentos de base apropiados al tema, y se describió el fenómeno partiendo del análisis de los documentos, así como de los diferentes puntos de vista de los autores involucrados y para construir una realidad teórica de la problemática dentro del rango temporal dado entre el año 2012 y el año 2016.

6.3.4. Variables:

- Independiente: Empresa, Mercado de capitales, Financiación empresarial.
- Dependientes: Estructura óptima de capital, tipos de empresa y desarrollo empresarial.

6.3.5. Diseño de investigación:

Se realizó la investigación mediante el análisis y revisión de documentos académicos donde se pudo determinar el marco teórico, el cambio y contraste del desarrollo de la estructura de capital en empresas pertenecientes a mercados emergentes como Colombia durante 2012 al 2016.

7. MARCO LEGAL

A continuación se presenta el que considero es el marco legal necesario para la comprensión objetiva de las características del mercado colombiano, ya que por disposición constitucional, legal y jurisprudencial las empresas se encuentran sujetas al rango de acción permitido por el legislador, lo cual influye directamente en la conformación de la estructura y composición de capital corporativo privado pues como se verá a continuación estas verán limitadas sus opciones a aquellas que se encuentren dentro de sus parámetros de capacidad para así evitar contravenir el mercado al cual pertenecen y asegurar su permanencia dentro del mismo. Como se presenta a continuación estas limitaciones son diversas y varían dependiendo del tipo societario escogido por el empresario para desarrollar su actividad.

7.1. Conceptos y fundamentos legales

7.1.1. Libertad económica.

El desarrollo del presente concepto permitirá entender el marco constitucional dispuesto por el legislador y por ende la política económica de tipo neoliberal que guía el mercado colombiano, que por disposición misma del pueblo establece las libertades necesarias para la conformación de una estructura de capital por parte del empresario colombiano, cuyas limitaciones en principio se origina en el fin social al que su actividad deberá estar destinada.

De acuerdo con la constitución política de Colombia de 1991 en su artículo 333, el constituyente primario estableció la libertad económica y formación empresarial así:

“ARTICULO 333. La actividad económica y la iniciativa privada son libres, dentro de los límites del bien común. Para su ejercicio, nadie podrá exigir permisos previos ni requisitos, sin autorización de la ley.

La libre competencia económica es un derecho de todos que supone responsabilidades.

La empresa, como base del desarrollo, tiene una función social que implica obligaciones. El Estado fortalecerá las organizaciones solidarias y estimulará el desarrollo empresarial.

El Estado, por mandato de la ley, impedirá que se obstruya o se restrinja la libertad económica y evitará o controlará cualquier abuso que personas o empresas hagan de su posición dominante en el mercado nacional.

La ley delimitará el alcance de la libertad económica cuando así lo exijan el interés social, el ambiente y el patrimonio cultural de la Nación.”
(Asamblea Constitucional de Colombia 1991, 1991)

Teniendo en cuenta el apartado constitucional anterior, es clara la existencia de libertad económica dentro del marco jurídico colombiano, así como la intención del constituyente primario

de establecer a la empresa como base fundamental para el desarrollo de la nación, lo cual explica la función social como obligación fundamental.

Esta libertad económica como se ha podido apreciar es la base fundamental para el desarrollo de capitales privados en el mercado colombiano y que permite la libre estructuración de capital para las empresas que tengan como fundamento estos principios constitucionales, y que como veremos en los siguientes numerales permite al empresario colombiano determinar la estructura de capital que más le sea de interés para el desarrollo de su proyecto empresarial.

7.1.2. Actividad bursátil.

A continuación, se presenta el fundamento principal de la actividad bursátil en Colombia, lo cual será de suma importancia para el desarrollo del presente texto ya que su existencia en el ordenamiento colombiano le permiten ubicarse como una alternativa para la estructura de capital que decida tomar el empresario colombiano.

La actividad bursátil fue permitida por la Asamblea Nacional Constituyente de 1991 que establece: “ARTICULO 335. Las actividades financiera, bursátil, aseguradora y cualquier otra relacionada con el manejo, aprovechamiento e inversión de los recursos de captación a las que se refiere el literal d) del numeral 19 del artículo 150 son de interés público y sólo pueden ser ejercidas previa autorización del Estado, conforme a la ley, la cual regulará la forma de intervención del Gobierno en estas materias y promoverá la democratización del crédito.” (Asamblea Constitucional de Colombia 1991, 1991). Con lo cual, si bien permitió su funcionamiento, dado el impacto y carácter preponderante para la economía se estableció que debía encontrarse regulado.

Como se ha podido apreciar, al establecer la actividad bursátil desde la norma de normas, el constituyente primario ha sido consiente de la necesidad de su existencia, así como su naturaleza misma para el desarrollo de la actividad empresarial privada como una expresión del derecho constitucional de asociación.

7.1.3. Concepto empresa.

A continuación, se expondrá el concepto de empresa el cual es fundamental para comprender la necesidad de conformación de una estructura de capital que permita desarrollar el objeto establecido por el empresario.

De acuerdo con el código de comercio de Colombia, en su artículo 25, se entiende como empresa: “ARTÍCULO 25. <EMPRESA - CONCEPTO>. Se entenderá por empresa toda actividad económica organizada para la producción, transformación, circulación, administración o custodia de bienes, o para la prestación de servicios. Dicha actividad se realizará a través de uno o más establecimientos de comercio.” (Decreto 410 de 1917. Presidencia de la Republica de Colombia, 1971), concepto que por su naturaleza es bastante amplio, sin embargo, establece como requisito el desarrollo de una actividad económica organizada para que pueda considerarse como tal. No obstante, lo anterior los tratadistas Efraín Hugo Richard y Orlando Manuel Muíño mencionan en su obra Derecho Societario (p 22, párr. 2 y 3) establecen que la empresa no es un sujeto de derecho a diferencia de la sociedad o persona jurídica, pues es propio del concepto de empresa establecerse como organización económica que puede encontrar su medio de desarrollo en alguno de los tipos societarios. (Richard & Muíño, 2007).

Adicional al comentario anterior los autores Efraín Hugo Richard y Orlando Manuel Muíño establecen el siguiente concepto de empresa como “La empresa es actividad, la hacienda comercial son los bienes reunidos para una actividad económica y la sociedad es el sujeto como medio técnico-jurídico...” (Richard & Muíño, 2007).

Como se ha podido evidenciar tanto en el legislador como en los tratadistas, la actividad económica se constituye como un elemento determinante para la comprensión y desarrollo del concepto de empresa. Es por ello la necesidad de una estructura de capital corporativo pues para su desarrollo es necesario una adecuada financiación de activos e inversiones que permitan desarrollar tal fin y elemento preponderante tal y como se determinará más adelante en el apartado teórico de la estructura de capital.

7.1.4. Concepto de persona jurídica.

El presente concepto permitirá entender al lector la capacidad que le asiste a las empresas para la autodeterminación de su estructura de capital y por ende la libertad que le asiste al empresario para determinar los componentes adecuados que le permitan financiar sus activos e inversiones.

De acuerdo con los tratadistas Efraín Hugo Richard y Orlando Manuel Muiño, persona jurídica o sujeto de derecho es “todo ente susceptible de adquirir derechos y contraer obligaciones, a través de su propia organización...” (Richard & Muiño, 2007) concepto que se puede ver reflejado en la legislación nacional, en especial en el código de comercio en el segundo párrafo del artículo 98 que establece “La sociedad, una vez constituida legalmente, forma una persona jurídica distinta de los socios individualmente considerados.” (Decreto 410 de 1917. Presidencia de la Republica de Colombia, 1971) Como se puede ver, la creación de una sociedad da al nacimiento de una persona jurídica independiente a sus formadores que cuentan con todos los atributos de la personalidad con excepción del estado civil a saber: nacionalidad, nombre, capacidad, patrimonio y domicilio; tal y como lo menciona el doctor Sergio Rodríguez Azuero al explicar la teoría de la realidad sobre estos entes a saber:

“Teorías de la realidad: Afirman que las personas jurídicas son entidades reales diferentes de las personas naturales que las crean o participan en su desarrollo en su condición de socios o asociados y que, como tales, tienen derecho, por así decirlo, a gozar de los atributos de la personalidad combatibles con su naturaleza y peculiaridad.” (Rodríguez-Azuero, 2013)

Afirmaciones que son corroboradas por el doctor Francisco Reyes Villamizar al mencionar “definición del momento a partir del cual se considera personificada jurídicamente la sociedad dará lugar al beneficio correlativo de la separación patrimonial y al consecuente límite cuantitativo en el riesgo asumido por los asociados, hasta el monto de lo aportado.” (Reyes-Villamizar, 2012) Con lo cual corroboramos la creación de la persona jurídica pero con limitación de su responsabilidad.

7.1.5. Concepto de sociedad comercial.

Como veremos a continuación la comprensión de una empresa como sociedad comercial legalmente constituida nos permitirá entender sus características, reglamentaciones y elementos que serán determinantes para la determinación de una estructura de capital corporativo tales como, el tipo societario determinado por el empresario que determinará su posibilidad de acceso al mercado bursátil; o la determinación de la empresa como una sociedad por acciones o por cuotas partes que la enmarcara en reglas de estructuración de capital inicial como se verá más adelante en la presente monografía.

Teniendo en cuenta lo anterior, de acuerdo con el código de comercio en su artículo 100 se establece el siguiente concepto de sociedad:

“Se tendrán como comerciales, para todos los efectos legales las sociedades que se formen para la ejecución de actos o empresas mercantiles. Si la empresa social comprende actos mercantiles y actos que no tengan esa calidad, la sociedad será comercial. Las sociedades que no contemplen en su objeto social actos mercantiles, serán civiles.

Sin embargo, cualquiera que sea su objeto, las sociedades comerciales y civiles estarán sujetas, para todos los efectos, a la legislación mercantil.” (Decreto 410 de 1917. Presidencia de la Republica de Colombia, 1971)

7.1.6. Concepto mercado de valores.

El presente concepto es fundamental para situarse como una alternativa para la conformación de una estructura de capital empresarial privado en Colombia, pues la posibilidad de constituirse como emisor en el mercado público de valores, le permite al empresario contar con

este como una alternativa eficiente, rápida y de bajo costo financiero para la determinación de una estructura de capital corporativa con la única finalidad de expansión de su negocio y financiación de sus activos e inversiones, por lo cual su existencia dentro del mercado colombiano es fundamental para el desarrollo y comprensión de la temática de la presente monografía.

De acuerdo con la bolsa de valores de Colombia BVC este concepto comprende:

“El mercado de capitales es el conjunto de mecanismos a disposición de una economía para cumplir la función básica de asignación y distribución, en el tiempo y en el espacio, de los recursos de capital (aquellos de mediano y largo plazo destinados a financiar la inversión, por oposición a los recursos de corto plazo que constituyen el objeto del mercado monetario), los riesgos, el control y la información asociados con los procesos de transferencia del ahorro a la inversión.” (Bolsa de valores de Colombia BVC, 2016).

Como se puede evidenciar, el mercado de valores es un mecanismo diseñado para financiar la inversión.

7.2. Tipos de asociación privadas con fines de lucro.

Es de suma importancia para el lector comprender la realidad empresarial colombiana en orden de entender y visualizar las alternativas que presenta el mercado colombiano para la conformación de la estructura de capital empresarial, por lo cual como lo veremos a continuación se presentan distintos tipos de asociaciones privadas permitidas en Colombia que determinarán las alternativas presentes en el mercado. De acuerdo con lo anterior el tratadista Jarvey Rincón Ríos señala como tipos de asociaciones en Colombia a: “Las que han cumplido con los requisitos para ser personas jurídicas (Colectivas, sociedad Anónima, Limitada, Sociedad en Comandita y Sociedad en Comandita por Acciones).” (Rincón-Ríos, 2012). Enumeración a la que se debe sumar la sociedad por acciones simplificadas establecida por la ley 1258 de 2008.

Las primeras sociedades mencionadas tienen su origen y naturaleza en virtud de un contrato societario entre 2 o más partes (varía dependiendo el tipo societario) de acuerdo con el mismo tratadista al mencionar: “donde es claro que hay lugar a que existan dos o más partes, que con ánimo de asociarse llevan a cabo una o varias actividades mercantiles, previa aportación económica, dándole vida así a la persona jurídica.” (Rincón-Ríos, 2012, pág. 136) y así mismo el autor continúa con la sociedad por acciones simplificadas al mencionar: “la sociedad por acciones simplificadas es una sociedad de capitales cuya naturaleza será siempre comercial, independientemente de las actividades previstas en su objeto social” (Rincón-Ríos, 2012, pág. 137) sin embargo es importante aclarar que este tipo societario no tiene limitación mínima de personas que la conforme.

7.3. Composición patrimonial de las sociedades en Colombia.

De acuerdo con el texto del doctor Reyes (Reyes-Villamizar, 2012) así como lo consagrado en el código de comercio y en la ley 222, encontramos las siguientes alternativas de composición patrimonial disponibles en el mercado colombiano y que serán la base fundamental para la conformación de una estructura de capital por parte del empresario.

7.3.1. Sociedades por acciones.

Dentro de este tipo de composición patrimonial, el autor (Reyes-Villamizar, 2012) señala que las acciones constituyen el mecanismo de división patrimonial que es propio de las sociedades anónimas y en comandita por acciones a lo que debe adicionarse las ya mencionadas sociedades por acciones simplificadas.

Dentro del mencionado texto, el autor hace referencia como característica principal de una acción a que esta sean partes de capital de igual valor, que se encuentren representadas en títulos

valores, los cuales en principio son libremente negociable y no hay restricción a su movilidad. Teniendo en cuenta lo anterior se presentan a continuación las clases de acciones comprendidas dentro de estos tipos societarios, a saber:

- De acuerdo con el doctor Reyes Villamizar en su obra del año 2012 Hay dos clases de acciones a saber y que a su vez se encuentran enunciadas en el código de comercio “ARTÍCULO 377. <CLASES DE ACCIONES EN LA SOCIEDAD ANÓNIMA>. Las acciones podrán ser nominativas o al portador, pero deberán ser nominativas mientras no se hayan pagado íntegramente.” (Decreto 410 de 1917. Presidencia de la Republica de Colombia, 1971) y que enuncia de la siguiente manera el doctor Reyes en el resumen de su obra y que se encuentra en la página web DocSlide de la siguiente manera:

a. *Acciones Nominativas*: Son aquellas que tienen como requisito para su existencia de acuerdo con el doctor Reyes en resumen de su obra Fabio Barrera consisten en: “la inscripción de su titular en el libro de registro de acciones que lleva la sociedad. La transferencia de estas acciones requiere el endoso e inscripción del titular en el registro mencionado” (Barrera, 2015).

b. *Acciones portador*: Son aquellas acciones que de acuerdo con el autor Fabio Barrera en su resumen de la obra Derecho Societario del Doctor Francisco Reyes Villamizar son aquellas “cuya vigencia se encuentra legalmente suspendida. Son aquellas emitidas a favor de persona indeterminada. A partir del Acuerdo de Cartagena sólo es posible emitir acciones nominativas” (Barrera, 2015).

Adicional a lo anterior, el autor Fabio Barrera en su resumen de la obra Derecho Societario del Doctor Francisco Reyes Villamizar establece preceptos con respecto a dicha composición de capital, tales como: “la existencia de algunas excepciones al principio de libre negociabilidad de las acciones privilegiadas, las acciones de industria no liberadas, las acciones comunes con derecho de preferencia y las acciones gravadas con prenda” (Barrera, 2015). Adicional a lo anterior continua el autor señalando con referencia al pacto de derecho de preferencia su consideración como una situación meramente ocasional en el contrato societario al decir: “Otro mecanismo es el derecho de preferencia en la colocación de acciones, cada vez que la sociedad libere acciones

reservadas, tales acciones deberán ofrecérseles de manera prioritaria a los accionistas” (Barrera, 2015) lo cual como ya se ha mencionado si constituye un factor sustancial y que es propio del origen en el contrato social como se puede ver en el artículo 388 del código de comercio, el cual establece:

“ARTÍCULO 388. <DERECHO DE PREFERENCIA EN EMISIÓN DE ACCIONES>. Los accionistas tendrán derecho a suscribir preferencialmente en toda nueva emisión de acciones, una cantidad proporcional a las que posean en la fecha en que se apruebe el reglamento. En éste se indicará el plazo para suscribir, que no será inferior a quince días contados desde la fecha de la oferta.

Aprobado el reglamento por la Superintendencia, dentro de los quince días siguientes, el representante legal de la sociedad ofrecerá las acciones por los medios de comunicación previstos en los estatutos para la convocatoria de la asamblea ordinaria.

Por estipulación estatutaria o por voluntad de la asamblea, podrá decidirse que las acciones se coloquen sin sujeción al derecho de preferencia, pero de esta facultad no se hará uso sin que ante la Superintendencia se haya acreditado el cumplimiento del reglamento.” (Decreto 410 de 1917. Presidencia de la Republica de Colombia, 1971)

7.3.2. Sociedades por cuotas.

Son aquellas que se encuentran constituidas patrimonialmente por cuotas partes que no están representadas en títulos valores, por el contrario, se encuentran constituidas en derechos de participación con respecto al capital social, por lo cual su negociación se encuentra condicionada a ser realizada de acuerdo con el autor Fabio Barrera en su resumen de la obra Derecho Societario del Doctor Francisco Reyes Villamizar así: “por medio de cesión para cuyo efecto deberá realizarse una reforme estatutaria. En la cesión de cuotas opera el derecho de preferencia como un elemento de la naturaleza del contrato dado que la estructura societaria por cuotas responde a una

organización cerrada a la que sólo pueden ingresar quienes sean invitados por los socios” (Barrera, 2015).

7.3.3. Sociedades por partes de interés:

Son aquellas en las cuales que de acuerdo con el autor el autor Fabio Barrera en su resumen de la obra Derecho Societario del Doctor Francisco Reyes Villamizar: “las partes de interés corresponden a derechos de participación social propios de las sociedades de personas en la cual cada socio cuenta tan solo con una parte de interés, las cuales no son libremente negociables y solo pueden ser cedidas mediante una reforma del contrato social” (Barrera, 2015).

7.3.3.1. Tipos de capital social

Una vez el empresario ha determinado y escogido el tipo societario correspondiente para el desarrollo de su objeto social de acuerdo con las alternativas presentadas anteriormente, es necesario determinar cómo se conformará el capital social que tendrá dicho tipo societario y que por ende puede ser considerado como la primera aproximación del legislador hacia la conformación de una estructura de capital empresarial.

El legislador ha permeado directamente la esfera de control creada por el empresario y ha determinado como elementos preponderantes en las sociedades por es la existencia de una estructura de capital desde la formación de la sociedad, lo cual se puede apreciar en el artículo 110 del código de comercio que se refiere al contenido del acto constitutivo el cual establece en su numeral 5° lo siguiente:

“5) El capital social, la parte del mismo que se suscribe y la que se paga por cada asociado en el acto de la constitución. En las sociedades por acciones deberá expresarse, además, el capital suscrito y el pagado, la clase y valor nominal de las acciones representativas del capital, la forma y términos en que deberán

cancelarse las cuotas debidas, cuyo plazo no podrá exceder de un año (Decreto 410 de 1917. Presidencia de la Republica de Colombia, 1971)”

Del anterior texto podemos resaltar que para las sociedades anónimas el legislador ha dado como plazo máximo para el pago del capital acordado por los fundadores de la persona jurídica el término máximo de un año, texto del cual se puede determinar la existencia de 3 tipos de capital inicialmente para las sociedades por acciones a saber:

- **Capital Autorizado:** Este tipo de capital corresponde al límite máximo de capital que podrá tener la persona jurídica dentro de su patrimonio social y que ha sido determinado por los fundadores de la empresa como límite de responsabilidad económica asumida por estos para el desarrollo de la actividad, este capital podrá ser superior al capital suscrito y al pagado. Este capital se constituye como el límite fundamental para la estructura de capital que determinará el empresario para su desarrollo empresarial.

- **Capital suscrito:** Este corresponde a la parte del capital autorizado que los accionistas o fundadores se han comprometido a aportar para la creación y funcionamiento y que determinará la composición accionaria al interior de la empresa.

- **Capital pagado:** Este capital corresponde al capital efectivamente pagado por los accionistas al momento de la creación de la persona jurídica de acuerdo con lo que ha sido establecido en el capital suscrito y que máximo al término de un año de acuerdo con lo anteriormente mencionado para las sociedades anónimas debe ser igual y corresponder con el capital suscrito.

No obstante, lo anterior, es necesario aclarar que para las empresas conformadas por acciones simplificadas que veremos más adelante se le aplican por disposición legal las mismas reglas de capital determinadas para las sociedades anónimas con el único cambio en el plazo de pago del capital, cuyo límite es de 2 años contados a partir de la creación de la persona jurídica tal y como lo señala el artículo 9º de la ley 1258 de 2008 que establece:

“ARTÍCULO 9o. SUSCRIPCIÓN Y PAGO DEL CAPITAL. La suscripción y pago del capital podrá hacerse en condiciones, proporciones y plazos distintos de los previstos en las normas contempladas en el Código de Comercio para las sociedades

anónimas. Sin embargo, en ningún caso, el plazo para el pago de las acciones excederá de dos (2) años.

En los estatutos de las sociedades por acciones simplificadas podrán establecerse porcentajes o montos mínimos o máximos del capital social que podrán ser controlados” (El congreso de la Republica de Colombia- Ley 1258 de 2008, 2017)

Como se ha apreciado, el legislador ha establecido el marco necesario para que el empresario pueda establecer la estructura de capital que considere más pertinente dentro de estos primeros parámetros.

8. TIPOS DE APORTES.

El legislador ha ido más allá del simple enunciamiento de los tipos de capitales y ha determinado distintas reglas para la conformación de los aportes, lo cual constituirá como la máxima intromisión en la conformación de la estructura de capital empresarial, sin embargo, es importante esclarecer que esta enunciación simplemente permite esclarecer cuales son los tipos de aportes con los cuales los accionistas pueden responder y conformar su capital social es decir la estructura de capital. No obstante, lo anterior el legislador simplemente hace una enunciación de los tipos de aportes sin imponer ninguno de ellos al empresario, por lo cual los presento a continuación a saber:

- **Aportes en capital:** Corresponde a todos aquellos aportes que sean cancelados con dinero efectivo en moneda legal colombiana mediante pago directo, cheque o transferencia bancaria.
- **Aportes en Especie:** De acuerdo con el código de comercio estos corresponden a: “ARTÍCULO 126. <APORTES EN ESPECIE-VALOR COMERCIAL>. Los aportes en especie podrán hacerse por el género y cantidad de las cosas que hayan de

llevarse al fondo social, pero estimadas en un valor comercial determinado.” (Decreto 410 de 1917. Presidencia de la Republica de Colombia, 1971)

- **Aporte de crédito:** Estos corresponden de acuerdo con el código de comercio este establece:

“ARTÍCULO 129. <ABONO EFECTIVO DE APORTES DE CRÉDITO>. El aporte de un crédito solamente será abonado en cuenta del socio cuando haya ingresado efectivamente a la caja social.

El aportante de cualquier crédito responderá de su existencia, de la legitimidad del título y de la solvencia del deudor. Dicho crédito deberá ser exigible dentro del año siguiente a la fecha del aporte.

Si el crédito no fuere totalmente cubierto dentro del plazo estipulado, el aportante deberá pagar a la sociedad su valor o el faltante, según el caso, dentro de los treinta días siguientes al vencimiento, con los intereses corrientes del monto insoluto y los gastos causados en la cobranza. Si no lo hiciere, la sociedad dará aplicación a lo dispuesto en el artículo” (Decreto 410 de 1917. Presidencia de la Republica de Colombia, 1971)

- **Aporte de contratos:** De acuerdo con el código de comercio estos corresponden a: “ARTÍCULO 131. <APORTES DE CESIÓN DE CONTRATOS>. Cuando la aportación consista en la cesión de un contrato, el aportante responderá del cumplimiento de las obligaciones derivadas del mismo, salvo estipulación en contrario.”

- **Aporte de industria:** De acuerdo con el código de comercio estos corresponden a:

“ARTÍCULO 137. <APORTES DE INDUSTRIA O TRABAJO QUE NO SON PARTE DEL CAPITAL SOCIAL>. Podrá ser objeto de aportación la industria o trabajo personal de un asociado, sin que tal aporte forme parte del capital social.

El aportante de industria participará en las utilidades sociales; tendrá voz en la asamblea o en la junta de socios; los derechos

inicialmente estipulados en su favor no podrán modificarse, desconocerse ni abolirse sin su consentimiento expreso, salvo decisión en contrario proferida judicial o arbitralmente; podrá administrar la sociedad y, en caso de su retiro o de liquidación de la misma, solamente participará en la distribución de las utilidades, reservas y valorizaciones patrimoniales producidas durante el tiempo en que estuvo asociado.

Habiéndose producido pérdidas, el socio industrial no recibirá retribución en el respectivo ejercicio.” (Decreto 410 de 1917. Presidencia de la Republica de Colombia, 1971)

Como se puede ver, el legislador ha establecido las opciones y alternativas legalmente aceptadas para la conformación del capital social y de la estructura de capital empresarial para la creación de la persona jurídica, preceptos que se establecen como las principales barreras para la conformación de una estructura de capital en Colombia.

9. BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA

Se trae a relación la siguiente información acerca de la bolsa de valores de Colombia dada su importancia para el desarrollo actual de la temática principal de la presente monografía, pues su existencia dentro del mercado colombiano la sitúan como una de las principales alternativas a la cual pueden acudir los empresarios colombianos para la conformación de su estructura de capital dada su rapidez y bajo costo financiero para el acceso para la financiación de activos e inversiones de aquellos empresarios que utilizan este mecanismo como alternativa complementaria y que equilibra el riesgo en su estructura de capital corporativo.

De acuerdo con la página web oficial de la bolsa de valores de Colombia, esta “es el principal foro de negociación y registro de operaciones sobre valores en Colombia, es una compañía privada listada en el mercado de valores y domiciliada en Bogotá, Colombia. La acción

de la Bolsa hace parte de los índices: COLCAP, COLEQTY, COLSC y COLIR” (Bolsa de valores de Colombia BVC, 2016)

Adicional a lo anterior la página hace relación a la funcionalidad de la bolsa de valores, la cual sin limitar se auto considera como una bolsa multi-producto y multi-mercado, propicia para el desarrollo de negociación en lo que se refiere al mercado de:

“acciones, renta fija y derivados estandarizados. Así como también provee servicios de listado de emisores e información de mercado. También, a través de sus filiales, la BVC opera y provee servicios en los mercados de Divisas (Set Icap FX S.A.); OTC de renta fija y derivados (Set Icap Securities); Commodities Energéticos (Derivex S.A.); servicios habilitadores de tecnología (Sophos Banking Solutions) y servicios de proveeduría de precios (Infovalmer PPV S.A.). Además, tiene presencia en toda la cadena de valor de la industria bursátil a través de participaciones accionarias en el Depósito Centralizado de Valores (Deceval), en la Cámara de Riesgo Central de Contraparte (CRCC) y en la Cámara de Compensación de Divisas (CCDC).” (Bolsa de valores de Colombia BVC, 2016)

Adicional a lo anterior de acuerdo con su página web, la bolsa de valores también maneja aspectos internacionales en los cuales participa como miembro de los principales foros de la industria bursátil a nivel global, tales como la World Federation of Exchanges (WFE) en la cual ejerce actualmente la presidencia. También hace parte de la Federación Iberoamericana de Bolsas (FIAB), del Mercado Integrado Latinoamericano – MILA (Bolsa de valores de Colombia BVC, 2016).

9.1. Misión de la bolsa de valores

De acuerdo con su página web esta tiene como misión: “Contribuir al crecimiento y desarrollo del mercado de capitales, posicionando a la Bolsa y a sus filiales como el principal centro bursátil / financiero en la región que proporciona soluciones integrales. La Bolsa es confiable, transparente, eficiente y admirada por su innovación, conexión con el cliente y capacidad de aprendizaje” (Bolsa de valores de Colombia BVC, 2016)

Teniendo en cuenta lo anterior, es clara la funcionalidad de movimiento de capitales como solución integral para el desarrollo y estabilidad financiera de las empresas en el mercado colombiano, como garante y protector del mercado para garantizar su funcionalidad.

9.2. Visión de la bolsa de valores

De acuerdo con su página web esta tiene como visión: “La BVC será uno de los tres principales foros de negociación de Latinoamérica, conservando su condición de líder en el ámbito nacional. Será reconocida por las empresas como una opción real para financiar su crecimiento y por sus accionistas como una empresa rentable y sostenible.” (Bolsa de valores de Colombia BVC, 2016)

Como se evidencia, BVC no establece un límite temporal para su visión, sin embargo establece altas pretensiones para convertirse en un líder en el mercado latinoamericano sin dejar muy claro la forma en la que promueven el acceso al mercado, pues como se precia, la BVC no establece una estrategia específica que permita al lector identificar los mecanismo mediante los cuales se planea promover el acceso acelerado y constante de emisores a este mercado para así generar un mayor atractivo para los compradores, pues ello es fundamental para que el mercado público de valores se configure como una alternativa preponderante y eficaz para la financiación de activos e inversiones del sector empresarial privado como parte de su estructura de capital corporativo.

9.3. Integración de las bolsas de valores

La página web de la BVC hace referencia a la pasada integración de las bolsas de valores de Bogotá, Medellín y occidente de la siguiente manera: “El mercado de capitales colombiano se ha caracterizado por su baja liquidez (volúmenes negociados reducidos) y por su escasa profundidad (pocos instrumentos financieros disponibles). A su vez, la gran diversidad de escenarios de negociación hacía aún más costosa la negociación de valores y representaba a futuro la dificultad más importante para desarrollar un mercado de valores con más participantes y mayores posibilidades de negocios.” (Bolsa de valores de Colombia BVC, 2016)

Lo anterior es un reflejo de la realidad y características propias del mercado emergente colombiano, el cual se encuentra caracterizado como podemos darnos cuenta por la accesibilidad de las empresas de todos los sectores al mercado financiero. A su vez se puede evidenciar un avance significativo en el mercado bursátil latinoamericano hacia su conformación como alternativa preponderante para la estructura de capital corporativo de aquellas empresas que hacen parte de estos mercados, pues al aumentar su tamaño y volatilidad aumentara su atractivo y correspondiente rendimiento financiero.

9.4. Finalidad de la bolsa de valores.

Como ya se ha mencionado la bolsa de valores de Colombia tiene como finalidad la creación del mercado y su movimiento para el apalancamiento de inversiones y desarrollo de capital empresarial, por lo cual establecen:

“La Bolsa de Valores de Colombia tiene entre sus funciones: -
Servir de lugar de negociación de títulos valores a través de las ruedas (reuniones públicas de negociación en Bolsa) establecidas para ello. -
Inscribir títulos o valores para ser negociados en la Bolsa realizando previamente la revisión de los requisitos legales establecidos para tal fin. -

Mantener en funcionamiento un mercado organizado que ofrezca a sus participantes condiciones de seguridad, honorabilidad, corrección, transparencia (información) y formación de precios de acuerdo con la compra y venta de títulos y la reglamentación establecida para tal fin. - Fomentar las transacciones de títulos valores. - Reglamentar y vigilar las actuaciones de sus miembros y velar por el cumplimiento de las disposiciones legales que permitan el desarrollo favorable del mercado y de las operaciones bursátiles.” (Bolsa de valores de Colombia BVC, 2016)

Como se puede evidenciar con la finalidad descrita por la misma BVC, esta busca constituirse como una alternativa visible a los empresarios del mercado colombiano para la conformación de la estructura de capital corporativo que como se apreciara más adelante en el presente texto, su teoría considera esencial para la conformación de una estructura de capital la presencia de distintas fuentes de financiamiento tal y como lo es el mercado público de valores para aquellas empresas que pueden participar en el mismo.

9.5. Títulos negociables en la bolsa de valores.

De acuerdo con la página web de la bolsa de valores BVC se presenta a continuación aquellos títulos que son negociables:

a. “Títulos de renta variable - Acciones - Bonos Obligatoriamente Convertibles en Acciones (BOCEAS).

b. Títulos de renta fija - Bonos - Papeles comerciales - CDT - Aceptaciones Bancarias - CERT - CEV - Cédulas Hipotecarias BCH - Certificados de Desarrollo Turístico - TIDIS - TES - Títulos de Desarrollo Agropecuario - Títulos emitidos en procesos de titularización

c. Derivados - Contrato DTF90 - Contrato TRM “ (Bolsa de valores de Colombia BVC, 2016)

Teniendo en cuenta lo anterior dichos títulos negociables en la bolsa de valores de Colombia se constituyen como el instrumento y alternativa principal a la cual pueden acceder los empresarios colombianos para la conformación de la estructura de capital.

9.6. Sociedades con posibilidad legal de acceder al mercado de valores.

Este aspecto es de suma importancia pues la existencia de una limitante legal y reglamentaria disminuyen las posibilidades para acceso al mercado público de valores por parte de distintas empresas que como ya se ha mencionado impide en su mayoría el acceso a este mecanismo de financiación de activos e inversiones y por lo tanto excluye su posibilidad de ser parte de la estructura capital corporativo.

Por lo cual, de acuerdo con la página web de la bolsa de valores, se presenta un cuadro comparativo de las distintas sociedades en el que se indican las sociedades que pueden ser emisoras en la misma, incluyendo otros títulos valores que pueden ser emitidos por las sociedades a saber:

Gráfica 1 Sociedades emisoras en la Bolsa de valores de Colombia

| TIPO DE EMISOR | Acciones | Bonos | Boceas | Papeles Comerciales | Originar Titularización |
|------------------------------------|----------|-------|--------|---------------------|-------------------------|
| Sociedad anónima | SI | SI | SI | SI | SI |
| Sociedad en comandita simple | NO | NO | NO | NO | SI |
| Sociedad en comandita por acciones | SI | SI | SI | SI | SI |
| Sociedad limitada | NO | SI | NO | SI | SI |
| Sociedad colectiva | NO | NO | NO | NO | NO |
| Cooperativa | NO | SI | NO | NO | SI |
| Entidad sin Animo de Lucro | NO | SI | NO | NO | SI |
| Persona Natural | NO | NO | NO | NO | SI |
| Entidades públicas | NO | SI | NO | SI | SI |
| Patrimonios Autónomos | NO | SI | NO | SI | SI |

(Bolsa de valores de Colombia BVC, 2016)

Como se puede evidenciar en la tabla adjunta (Gráfico No. 1) , solamente entre los 10 tipos de emisor las sociedades anónimas y sociedades en comandita por acciones pueden emitir acciones. Del listado se excluye a las sociedades por acciones simplificadas por expresa disposición de la ley 1258 de 2008 la cual ha prohibido su acceso al mercado de capitales, si bien sigue siendo un tipo societario compuesto por acciones y con capacidad de emisión de acciones de manera privada, así como de aumento patrimonial pero no en el mercado público de valores. Adicional a lo anterior, es importante destacar que entre las dos empresas con posibilidad de emisión de acciones solamente la sociedad anónima cuenta con el gobierno corporativo como es exigido por la bolsa de valores por disposición legal en el código de comercio como ya se explicó.

9.7. Emisión de acciones

La emisión de acciones es el mecanismo por el cual las empresas colocan sus acciones en el mercado público de valores para su negociabilidad. Para lo cual se tienen los siguientes requisitos que son de suma importancia dentro del desarrollo de la presente monografía pues se presentan como limitantes y elementos que excluyen a distintas organizaciones empresariales para el acceso al mercado público de valores como elemento fundamental para la conformación de la estructura de capital corporativo.

9.8. Requisitos para emitir acciones

De acuerdo con la página web de la BVC, a continuación, se presentan resumidos los requisitos: (Bolsa de valores de Colombia BVC, 2016)

Gráfica 2 Requisitos emisión de acciones

| Requisitos | | Se subsana con |
|----------------------|---------------------------------|--|
| Accionistas | 100 | Programa de ajuste |
| Patrimonio | \$ 7.000 millones | |
| Flotante | 10% | |
| Utilidades | Alguno de los tres últimos años | Plan de ajuste para generar utilidades operacionales |
| Tiempo de operación | Tres años | Plan de negocios |
| Gobierno corporativo | Informe anual | |
| Página Web | Ver circular | |

(Bolsa de valores de Colombia BVC, 2016)

Como se puede evidenciar en el gráfico No.2 , es requisito la existencia de un gobierno corporativo, y una composición societaria superior a 100 accionistas sumado al requisito de un patrimonio mínimo superior a 7000 millones de pesos y un flotante del 10% de este mismo, por lo cual en términos reales solamente grandes empresas constituidas bajo sociedad anónima pueden acceder al mercado de valores, dejando sin posibilidad de este tipo de financiación a más del 96% de las pequeñas y medianas empresas de Colombia tal y como lo señala el diario La República al mencionar que ese porcentaje corresponde a sociedades por acciones simplificadas . (Forero, 2015) que como se acaba de apreciar no pueden acceder al mercado público de valores dada la restricción impuesta por el legislador en la ley que configuró este tipo societario, la ley 1258 de 2008 que expreso literalmente la prohibición de acceso al mercado público de valores y por lo tanto descartando ello para la conformación de la estructura de capital corporativo.

10. ASPECTOS FINANCIEROS

10.1. Conceptos financieros

10.1.1. Concepto mercado de valores

Para este concepto que como ya se ha mencionado es de suma importancia para entender este mismo como una alternativa para la conformación de una estructura de capital corporativo, por lo cual tomaremos como referencia el texto de los autores Edmundo R. Lizarzaburu Bolados, Kurt Burneob, Hamilton Galindoc, Luis Berggrund en el cual señalan otros conceptos a saber:

“On the other hand, (Madura, 2010) states that a capital market is a place where any stock certificate issued as a result of an initial or secondary public offer, can be commercialized by investors. Stocks issued by a company are certificates representing the partial ownership of the company. Companies generally issue stocks in the primary market to have long-term fund to finance the expansion of its operations. (Slee, 2011) states that capital markets are places where debt and private equity investments are made and private corporate interests are exchanged. He also says that valuation (of companies) is a common language between local or foreign market participants uniting capital markets at a global level. In other words, common language developed in private company valuation enables market participants to communicate and exchange interests. In the capital market equity shares are traded on both the primary and secondary markets. (Madura, 2010)states that in the case of a public company it has two effects for the company: the first, the change of the property structure, since owners’ quantity increases. The second, the change of the company capital structure since it increases the equity

investment in the company.” (Bolados, Burneob, Galindo, & Berggrun, 2015)

En el texto se habla del profesor Madura que establece al Mercado de valores como aquel lugar en el cual cualquier acción que sea permitida puede ser comercializada por los inversionistas (Madura, 2010). Por otro lado, recogen el mismo concepto del profesor Slee, el cual establece al mercado de valores como aquellos lugares donde la deuda y el patrimonio privado realizan inversiones y hacen intercambio de interés corporativos privados. (Slee, 2011)

Por otro lado, encontramos el concepto de la bolsa de valores de Colombia que en su página web que establece:

“El mercado de capitales es el conjunto de mecanismos a disposición de una economía para cumplir la función básica de asignación y distribución, en el tiempo y en el espacio, de los recursos de capital (aquellos de mediano y largo plazo destinados a financiar la inversión, por oposición a los recursos de corto plazo que constituyen el objeto del mercado monetario), los riesgos, el control y la información asociados con los procesos de transferencia del ahorro a la inversión.” (Bolsa de valores de Colombia BVC, 2016)

Teniendo en cuenta los anteriores conceptos, me permito aclarar mi posición al respecto. Para mí, como autor del presente texto el mercado de valores consiste en la confluencia de oferta y demanda por la correspondiente venta y adquisición de títulos de participación patrimonial, que versan sobre una persona jurídica y que se presenta como alternativa preponderante para la conformación de una estructura de capital corporativos para aquellas empresas que tienen la posibilidad legal de acceder al mismo y así lo desean.

10.1.2. Concepto mercado emergente.

Para la construcción de este concepto que es preponderante para poder entender las características atípicas del mercado en el cual se desenvuelven y configuran su estructura de capital corporativo las empresas colombianas se tendrá en cuenta las consideraciones del profesor Roberto Frenkel al relacionar las características típicas de este mercado en su texto Tres notas sobre las economías de mercado emergente y la crisis financiera internacional, en el cual señala como característica fundamental: “Los activos financieros de los países de mercado emergente constituían una “clase” cuyos rendimientos incorporaban primas de riesgo país significativas” (Frenkel, 2016), y continua mencionando “La “clase” de los activos de mercado emergente es más heterogénea” (Frenkel, 2016). El autor adiciona frente a las crisis que pueden sufrir estos tipos de mercados que tienen las siguientes características:

“en las crisis de las economías de mercado emergente, las burbujas que se inflan durante la fase de auge y las innovaciones financieras que sirven de base a la expansión de la actividad tienen otro origen. Burbujas e innovaciones son originadas exógenamente por la confluencia de tres elementos: laxitud en las regulaciones del sistema financiero local, apertura de la cuenta de capital y el establecimiento de reglas de política macroeconómica que proveen el contexto que hace rentable el arbitraje entre activos externos y doméstico” (Frenkel, 2016)

Lo cual es complementado por las características de estos tipos de mercado señalados por el autor Roberto Frenkel al decir:

“Entre los países emergentes de Asia, Europa del Este y Latinoamérica, estos últimos (con excepción de Chile) son señalados por la literatura por tener los sistemas financieros más pequeños, más ineficientes y con menor profundidad; parecen ser, en promedio, los de menor desarrollo del mundo emergente (Loser 2006, García y otros, 2002). La economía peruana, como país emergente, tiene un sistema financiero caracterizado por el predominio de un ineficiente sistema bancario, un mercado de capitales pequeño, en el que raramente se emiten acciones,

más orientado al endeudamiento y, además, accesible a un pequeño número de empresas.” (Frenkel, 2016)

Teniendo en cuenta lo anterior se puede concluir como mercado emergente es aquel que posee un menor volumen, propio de una economía emergente, cuya liquidez y nivel de trazabilidad son bajos con una alta regulación en el mismo mercado, llevan a una percepción de riesgo mayor frente a aquellos mercados de mayor liquidez y volatilidad.

10.2. Concepto acciones

A continuación, se presenta el concepto de acciones como elemento fundamental para la participación el mercado público de valores así como para la contención de la estructura de capital determinado por los empresarios al momento de su conformación y nacimiento de la persona jurídica, por lo cual considero de suma importancia traer en relación el concepto presentado por la Bolsa de Valores de Colombia BVC y que se complementa con lo ya mencionado anteriormente, este corresponde a:

“Es un título de renta variable que le permite a cualquier persona ser propietario de una parte de la empresa que emite el título convirtiéndolo en accionista de ésta y otorgándole derechos políticos y económicos. El inversionista debe considerar la inversión en acciones como de mediano y largo plazo, pudiendo sin embargo venderla en el momento deseado teniendo en cuenta la liquidez del mercado. Una vez que una empresa haya inscrito sus acciones en la Bolsa de Bogotá, las ventas o compras que se realicen, deberán hacerse en Bolsa a través de una Sociedad Comisionista, pudiéndose exceptuar aquellas en las que el valor de la transacción sea inferior a quinientos mil pesos (\$500.000). Son títulos nominativos.” (Bolsa de valores de Colombia BVC, 2016)

10.2.1. Requisitos para ser emisor de acciones en Colombia

De acuerdo con la página web de la bolsa de valores de Colombia, se presentan a continuación los requisitos exigidos por esta corporación para que una empresa se pueda convertir en emisor de acciones en el mercado público de valores y que una vez más, como se puede apreciar dificultan la posibilidad de acceso al mismo y su configuración como una alternativa efectiva para la estructura de capital corporativo, a saber:

“La sociedad deberá dirigir una solicitud de inscripción al Consejo Directivo de la Institución suscrita por el representante legal, acompañada de los siguientes documentos:

Certificado de la Superintendencia de Valores sobre la inscripción de la acción en el Registro Nacional de Valores, expedido con una antelación no superior a dos meses desde la fecha de presentación de la solicitud de inscripción.

Copia autenticada del acta del órgano social competente en la cual aparezca la autorización para la inscripción de la acción en Bolsa.

Carta compromisoria dirigida a la Bolsa de Valores de Colombia S.A., suscrita por el representante legal de la sociedad emisora y de la entidad administradora de la emisión, si es del caso.

Copia de los estatutos vigentes de la sociedad emisora.

Dos (2) facsímiles anulados del título de acciones (en original).

Cuarenta y dos (42) ejemplares del prospecto de emisión y colocación.

Formulario debidamente diligenciado.

Copia de los estados financieros (balance general y estado de pérdidas y ganancias) de los dos últimos años y el más reciente del año en curso. Dentro de la solicitud de inscripción, la sociedad emisora deberá designar un funcionario de alto nivel, a fin de que coordine con la

Dirección de Mercado y Riesgos de la Bolsa las actividades comerciales y operativas que surjan con la misma.

Por concepto de la inscripción, la sociedad emisora pagará una cuota de admisión y anualmente una cuota de sostenimiento, ambas en la cuantía que fije el Consejo Directivo y que varía de acuerdo con el patrimonio de la empresa. Efectuada la inscripción, la sociedad emisora estará obligada a suministrar, tanto a la Superintendencia de Valores como a la propia Bolsa la información establecida en las disposiciones legales vigentes sobre la materia. En caso de incumplimiento de esta obligación, la sociedad se hará acreedora a las sanciones establecidas por el órgano de control mencionado, así como las contempladas de los Reglamentos de la Bolsa de Valores de Colombia” (Bolsa de valores de Colombia BVC, 2016)

Como se puede evidenciar, el mercado de valores se encuentra altamente regulado y su gran cantidad de requisitos limita el libre y espontaneo acceso por parte de las empresas colombianas para buscar la financiación de sus inversiones en este mercado.

10.3.concepto estructura de capital.

De acuerdo con la enciclopedia financiera, el concepto de estructura de capital corresponde:

“una definición de estructura de capital podría ser "la forma en que una empresa financia sus activos a través de una combinación de capital, deuda o híbridos". Es entonces la composición o la "estructura" de sus pasivos y su patrimonio neto.

Gráfica 3 ESTRUCTURA DE CAPITAL



(Enciclopedia financieraa, 2016)

Como se puede ver en este corto concepto, la estructura de capital corresponde a la conformación financiera de una persona con capacidad jurídica y que se encuentra compuesta en términos generales por la combinación de Activos, Pasivos y patrimonio neto.

11. MERCADO DE VALORES COLOMBIANO.

11.1. Índice COLCAP.

De acuerdo con el banco de la Republica este índice comprende a:

“El COLCAP es un indicador que refleja las variaciones de los precios de las 20 acciones más líquidas de la Bolsa de Valores de Colombia (BVC), donde el valor de la Capitalización Bursátil Ajustada de cada compañía determina su nivel de ponderación. El valor inicial del índice es

equivalente a 1.000 puntos y su primer cálculo se realizó el día 15 de Enero de 2008. A partir del 1 de noviembre de 2013, el COLCAP reemplazó al IGBC como el principal indicador del comportamiento del mercado accionario colombiano” (Banco de la Republica de Colombia, 2016)

Como se evidencia, el índice COLCAP, es el índice más importante de Colombia y que enmarca las 20 acciones más líquidas del mercado, número equidistante comparativamente hablando con la bolsa Stándar and Poors 500, que abarca las 500 empresas más líquidas de la industria estadounidense.

Adicional a lo anterior, y con el objetivo de evidenciar la diferencia entre los dos índices mencionados, hemos tomado una medición de los mismos entre el 29 de diciembre de 2016 y el 30 de enero de 2017; De acuerdo con la página web INVERTIA.COM, esta relaciona al índice estadounidense con una valoración de 2,249.260 (Invertia.com, 2017) puntos al 29 de diciembre de 2016 y con un cierre de 2,280.900 puntos de valoración en la fecha límite mencionada, lo cual supone una valoración de 1.40% del índice en dicho periodo. Por otro lado, la página web DÓLAR.WIKINSONPC.COM, relaciona al índice colombiano con una valoración de 1,351.68 puntos (Dolar.wilkinsonpc.com.co, 2017) al cierre del 29 de diciembre de 2016, y con un cierre de 1364.90 puntos de valoración en la fecha ya relacionada, lo cual supone una valoración de 0.97% para el índice dentro del periodo de tiempo observado. Teniendo en cuenta lo anterior, se puede evidenciar una menor volatilidad del índice colombiano (COLCAP), pues durante el periodo de estudio el índice S&P 500 obtuvo una mayor valoración, siendo superior en 0.43% y por ende más atractivo para los inversionistas.

12. ESTRUCTURA DE CAPITAL

De acuerdo con el texto Estructura del Capital: relevamiento de la literatura y desarrollo reciente en el área, ésta comprende “La elección entre la utilización de capital de un tercero o de capital propio” (Nobre, y otros, 2016). Concepto que complementa lo escrito por el profesor René Hilbert Cornejo Díaz al decir: “una de las decisiones fundamentales en la gestión empresarial es la elección de las fuentes de financiamiento. La definición de sus condiciones y, en particular, las proporciones de deuda y capital constituyen el problema de la estructura de capital” (Cornejo, 2016) Textos que serán tomados como base y fundamento teórico para desarrollo de la presente monografía.

12.1.Finalidad

De acuerdo con los autores Fabio Chaves Nobre, Valeria Rueda Elías Spers, Adail José Sousa, José Francisco Calil, Elisabete Stradiotto Siqueira, Liana Holanda Nepomuceno Nobre, la finalidad de la conformación de una estructura de capital funcional para una organización es la creación de valor para los grupos de interés de la misma, en especial para los accionistas por lo cual explican que “De este modo, los agentes de los mercados financieros están cada vez más vinculados en las operaciones empresariales por medio de adquisiciones apalancadas (LBO)...” (Nobre, y otros, 2016) Lo cual explica la alta conexión en teoría de la estructura de capital y el mercado de valores que implicaría una alta participación empresarial en el mismo. Esta creación de valor para los accionistas se puede evidenciar según los autores en:

- “El surgimiento de un mercado activo por el control accionario de las empresas...
- El crecimiento de la importancia de la remuneración basada en acciones de los principales ejecutivos de las empresas

- El crecimiento de las participaciones accionarias que componen parte de los activos personales...” (Nobre, y otros, 2016)

Lo cual se traduce en una nueva necesidad del sector empresarial a nivel mundial, la administración del valor agregado y generado por la trazabilidad de sus activos e inversiones. Situación que respaldan los autores al citar a Adam Smith en cuanto a su postulación de “Que las empresas más productivas e innovadoras generarían los mayores retornos para sus accionistas y atraerían a los mejores trabajadores, que serían más productivos y elevarían aún más el retorno, es decir un círculo virtuoso” (Nobre, y otros, 2016)

12.2. Corrientes sobre la estructura de capital

En el texto recientemente mencionado, se hace alusión a las teorías preponderantes en el ámbito académico y financiero sobre la estructura de capital a saber:

12.2.1. Teoría Tradicional:

La cual según los autores “propone una estructura óptima del capital que esté mitigada por los costos y que, de esa forma, impacte en el valor de la empresa” (Nobre, y otros, 2016)

12.2.2. Teoría de la jerarquía de las fuentes:

“según la cual el agente económico establece un orden para la selección de los recursos, cuya elección se establece entre recursos propios internos, endeudamiento y emisión de acciones” (Nobre, y otros, 2016) teoría que como ya se ha puesto de presente, no es operante y carece de funcionalidad en el mercado colombiano en lo que se refiere a la emisión de acciones como elemento constitutivo de la conformación de la estructura de capital corporativo, pues esta solamente es operante para las 71 empresas cotizantes en la bolsa de valores de Colombia, por lo cual no podrá ser tenido en cuenta dicho componente de la estructura de capital planteado por esta teoría para pequeñas y sociedades cuyo tipo societario sea diferente al de sociedad anónima.

Tal y como lo señalan los autores, esta concepción académica de la estructura de capital, se traslada al plano empresarial y toma importancia dentro del diario acontecer de las personas jurídicas de composición societaria, pues es fuente de valoración empresarial con miras a procesos de adquisición, enajenación, fusión, transformación y escisión societaria. (Nobre, y otros, 2016, pág. 33). Por lo tanto, estas teorías se basan en la discusión entre la existencia o no de una estructura óptima de capital.

12.2.3. Teoría tradicional de David Durand y la estructura óptima de capital

De acuerdo con los autores mencionados “Defiende la existencia de una estructura óptima de capital que lleva a la maximización del valor de la empresa, es decir, busca establecer la relación entre el grado de endeudamiento de la empresa con su valor de mercado” (Nobre, y otros, 2016) Por lo que se puede ver que esta teoría trata de un equilibrio entre el endeudamiento y los activos de la organización, que no comprometa la estabilidad financiera de la misma. Complementando con la teoría, relatan lo mencionado por los tratadistas Brito, Corrar y Batistella al mencionar: “El costo de capital de terceros se mantiene estable hasta un determinado nivel de endeudamiento, a partir del cual se eleva debido al aumento del riesgo de quiebra” (Brito, 2007) y continúan citando a Assaf Neto (2005) según los cuales afirma “que para que una empresa llegue al punto de alcanzar

su estructura de capital óptima, debe endeudarse hasta el punto en que su *Weighted Average Cost of Capital (WACC)* alcance su mínimo nivel” (Nobre, y otros, 2016) Lo cual tiene fundamento en razón a que la búsqueda de un aumento en el endeudamiento puede darse cuando el costo de capital externo o de terceros y su uso es inferior al costo de capital propio, por lo cual concluyen los autores que la teoría expone la posibilidad de calcular el Costo Promedio Ponderado de Capital- CPPC (WACC por sus siglas en inglés) una vez se ha realizado la determinación de la estructura de capital con su respectivo riesgo, sin embargo resaltan como deficiencia de la teoría la ausencia de un instrumento analítico para el cálculo de la relación entre riesgo y retorno de la inversión a pesar de la existencia de la concepción de a mayor riesgo debería existir mayor retorno, sumado a lo anterior los autores señalan la imposibilidad existente para la medición del riesgo al capital social, lo cual es casi nulo en la ausencia de endeudamiento . (Nobre, y otros, 2016)

12.2.4. Método de Merto Miller y Franco Modigliani

En contraposición a la primera teoría, surgen los planteamientos de los tratadistas Merto Miller y Franco Modigliani, en cuya esencia proponen como teoría que a cualquier nivel de endeudamiento, incluso nulo, el costo del capital social debería ser el mismo.

Teniendo en cuenta lo anterior los autores base señalan la concepción de Brito, Corrar y Batistella quienes establecen “el valor de una empresa no se da en función de la forma en que esta se financie, sino de los flujos de caja que genera y de su riesgo” (Brito, 2007, pág. 10)

En esta misma línea se mantiene el académico Roberto Flenkel al decir: “En su trabajo seminal, Modigliani y Miller (1958) demuestran que, bajo condiciones de mercado perfecto, la decisión de financiamiento es irrelevante.” (Frenkel, 2016) Sin embargo, el mismo autor aclara que este supuesto debe darse en un ideal de inexistencia de carga tributaria a las utilidades de la organización, pues es de difícil acaecimiento en el mercado colombiano.

Situación que a su vez es corroborada por los académicos José García Berumen González, Pablo García Soto y Rogerio Domenge Muñoz al mencionar:

“con el trabajo de Merton H. Miller y Franco Modigliani, se han ido desarrollando varias teorías sobre la estructura de capital. Ellos propusieron que la decisión entre el financiamiento mediante deuda y capital no tenía efectos significativos en el valor de la empresa siempre y cuando se cumpliera con ciertos supuestos” (Berumen G. G., Soto G., & Domenege M., 2012)

De acuerdo con los autores ya mencionados, estos señalan a continuación las proposiciones de Miller y Mondigliani en adaptación de Famá; Barros y Silveira (2001), Ross; Westerfield y Jaffe (2007) y Zani (2005) apud Cruz et al (2008) a saber:

Gráfica 4 PROPOSICIONES DE M&M.

| PROPOSICIONES DE M&M | | |
|---|---|---|
| PROPOSICIÓN I | PROPOSICIÓN II | PROPOSICIÓN III |
| La proporción de capital de terceros en relación con el capital propio utilizado por una empresa es completamente irrelevante para la determinación de su valor de mercado. Así el valor de la empresa apalancada es igual a de la empresa no apalancada. | Cualquier aumento en el apalancamiento financiero por medio de un mayor endeudamiento se traduce en un riesgo mayor para los accionistas de la empresa y en consecuencia, en un aumento del costo del capital propio. | El costo marginal del capital para una empresa es igual al costo medio del capital. Este es igual a la tasa de capitalización para una empresa no apalancada de la clase a la cual pertenece. |

(Nobre, y otros, 2016)

Proposiciones que se ven adicionadas con los siguientes supuestos expuestos por el autor Roberto Frenkel el cual establece:

- “ En el mercado de capitales se negocia sin costos.
- Los individuos pueden prestar y tomar prestado a la tasa libre de riesgo.

- No existen costos de bancarrota o de interrupción del negocio.
- Las empresas sólo emiten dos tipos de títulos: deuda libre de riesgo y acciones comunes.
- Todas las empresas son de la misma “clase” de riesgo (riesgo operativo).
- No se aplica impuesto a las utilidades.
- Todos los flujos de caja son constantes y perpetuos.
- Todos los agentes cuentan con la misma información (no hay oportunidades de arbitraje por señalización).
- Los gerentes buscan maximizar el valor de las acciones (no hay costos de agencia).
- Los flujos de caja operativos no son afectados por cambios en la estructura de capital.” (Frenkel, 2016, pág. 8)

Adicional a los supuestos enunciados por el doctor Frenkel, el mismo autor complementa sus postulados con la siguiente fórmula con el propósito de determinar el costo de capital y el costo de oportunidad de una manera precisa y certera que le permitirá al empresario determinar el impacto de cada una de las fuentes que escoja para la composición de la estructura de capital, a saber:

$$\text{“Sea: } \kappa_0 = (DV) + \kappa_s(CV)$$

$$\text{Entonces: } V = U\kappa_0 = D + C = \text{Constante}$$

$$\text{Por tanto: } \kappa_s = \kappa_0 + (\kappa_0 - \kappa_d) \times (DC)$$

Dónde:

$$\kappa_0 = \text{Costo de capital de la empresa}$$

$$\kappa_d = \text{Costo de la deuda}$$

$$\kappa_s = \text{Costo de oportunidad del accionista}$$

$$U = \text{Utilidad esperada antes de impuestos}$$

$$V = \text{Valor de la empresa} = D + C$$

$$D = \text{Deuda } C = \text{Capital} \text{ (Frenkel, 2016)}$$

Teniendo en cuenta lo anterior se puede evidenciar que, a mayor endeudamiento, este se traducirá en mayor riesgo para el inversionista y por ende en el correspondiente aumento en el costo de oportunidad.

En este punto es importante señalar la aclaración realizada por los autores al mencionar: “Las empresas cuyos financiamientos se componen de capital propio y capital de terceros se llaman empresas apalancadas. En este tipo de empresas los flujos que se generan se distribuyen tanto a los accionistas como a los acreedores” (Nobre, y otros, 2016)

Continuando con lo anterior el autor Roberto Frenkel adiciona a la pasada formula la variable de impuestos corporativos, por lo que quedará de la siguiente manera:

“Modelo base con impuestos corporativos e impuestos personales

Modigliani y Miller (1963) demuestran que al incorporar el impuesto corporativo, resulta ventajoso tomar deuda, debido a que los intereses a pagar son deducibles de las utilidades de la empresa y, por lo tanto, reducen el pago de impuestos. Bajo estas consideraciones tenemos que:

$$\kappa_0 = \kappa_d \times (1 - T)(DV) + \kappa_s(CV)$$

$$\text{y } \kappa_s = \kappa_0 + (\kappa_0 - \kappa_d) \times (1 - T) \times (DC)$$

Dónde:

$$\kappa_0 = \text{Costo de capital de la empresa}$$

$$\kappa_d = \text{Costo de la deuda}$$

$$\kappa_s = \text{Costo de oportunidad del accionista}$$

$$D = \text{Deuda}$$

$$C = \text{Capital}$$

$$T = \text{Tasa marginal de impuesto corporativo}$$

Es claro que incrementar el endeudamiento supone transferir a los accionistas las deducciones en el impuesto a la renta por intereses y, por lo

tanto, pronostica que las empresas maximizarán el nivel de endeudamiento. El valor transferido a los accionistas “G” es igual a:

$$(G=T \times D)” \text{ (Frenkel, 2016)}$$

Teniendo en cuenta lo anterior, alrededor de esta teoría, han surgido otras completarías de acuerdo con el autor Roberto Frenkel, a saber:

“□ Relacionadas principalmente a los costos de quiebra e impuestos: teoría del *Trade Off*, tanto en su versión estática como en la dinámica.

□ Relacionadas principalmente a los costos de agencia y asimetrías de información: teoría del *Pecking Order* y teoría del *Market Timing*.”
(Frenkel, 2016)

Teorías que serán expuestas a continuación para una mayor ampliación y comprensión de las alternativas presentes para la conformación de una estructura de capital corporativo.

12.2.5. Teoría del TRADE OFF (TOT)

En esta se señala la predicción del modelo original, que busca una maximización del endeudamiento debido a incentivos tributarios que el empresario busca. (Frenkel, 2016), por lo que el mismo autor complementa la teoría al establecer que la misma “TOT supone que, a partir de esta optimización, las empresas ajustan los componentes de deuda y capital para ajustar su estructura de financiamiento a niveles objetivos. Este enfoque no considera que el equilibrio se modifica permanentemente por los cambios en el valor de las acciones y la propia deuda” (Frenkel, 2016, pág. 26) Como podemos evidenciar esta teoría busca una optimización entre los diversos componentes de la deuda de la organización junto con el capital para su correspondiente ajuste en su estructura, como podemos evidenciar esta alternativa no considera en su formación la existencia de una situación en caja deficitaria o superavitaria fruto del constante desarrollo de la organización por lo cual es considerado como la posición TOT estática y que en la TOT dinámica se soluciona al incluir dichos factores de acuerdo con el autor. (Frenkel, 2016)

De acuerdo con el mencionado autor Frenkel, este supuesto teórico se basa y desarrollo alrededor de los siguientes factores que me permito adjuntar dada su importancia para el desarrollo de la teoría:

“□ **Costos de bancarrota:** la relación entre rentabilidad y endeudamiento es directa; si la rentabilidad se reduce (aumenta), las expectativas de costos de bancarrota se incrementarán (reducirán), lo que origina bajos (altos) ratios de endeudamiento (Fama & French, 2002). Las empresas con gran proporción de activos tangibles tienen menor riesgo y menores primas exigidas de los prestamistas, lo que permite identificar una relación positiva entre endeudamiento y tangibilidad de los activos, debido a las menores pérdidas en una eventual ejecución de los activos (Antoniou y otros, 2008). Por otro lado, las empresas grandes, medidas en términos de ventas, tienen altos ratios de endeudamiento porque tienen poca volatilidad en su flujo de caja, mejor acceso a los mercados financieros y están menos próximas a caer en bancarrota, debido a que en general presentan una mayor diversificación, sea de productos, mercados o ambos (Cook & Tang, 2010).

□ **Impuestos:** empresas con altas tasas de impuestos esperadas (empresas más rentables y con utilidades menos variables) registran más endeudamiento contable, considerando que esto viene acompañado de un mayor escudo fiscal. Dada la rentabilidad, las empresas con mayores escudos fiscales no provenientes de deuda (por ejemplo, deducciones por depreciación e investigación y desarrollo) tienen menor endeudamiento contable (Fama & French, 2002; Antoniou y otros, 2008); es decir, si tienen altos escudos fiscales, cuyo origen es distinto del endeudamiento, el escudo adicional proporcionado por la deuda ya no sería tan importante. Una discusión completa del efecto de las tasas de impuestos sobre el endeudamiento puede revisarse en Miller y Scholes (1978), así como DeAngelo y Masulis (1980).

□ **Costos de agencia:** en los modelos de agencia los intereses de los gerentes y los tenedores de valores no están alineados. Los gerentes tienden a usar el flujo de caja libre (el exceso de utilidades en efectivo sobre las inversiones rentables) en gratificaciones y malas inversiones; los dividendos y, especialmente, la deuda ayudan a controlar estos problemas de agencia forzando a los gerentes a destinar un mayor monto del exceso de caja para estos pagos. Entonces, considerando las oportunidades de inversión, el endeudamiento está positivamente relacionado con la rentabilidad; dada la rentabilidad, las empresas con mayores inversiones tienen menos endeudamiento; y, como los dividendos y la deuda son sustitutos (para propósitos del problema de agencia), la relación entre el endeudamiento objetivo y el ratio de pago de dividendos objetivo es negativo (Fama & French, 2002, Antoniou y otros, 2008).

□ **Costos de ajuste financiero:** la información asimétrica y los costos de ajuste provocan que las empresas fijen ratios de endeudamiento objetivos más bajos que sin la presencia de estas distorsiones, para reducir la probabilidad de emitir títulos riesgosos y de perder inversiones rentables; cuanto menor sea el ratio fijado, dependerá de la rentabilidad, las inversiones esperadas, la volatilidad de las utilidades y el flujo de caja. *Ceteris paribus*, empresas con activos más rentables, menores inversiones esperadas, y utilidades y flujos de caja netos menos volátiles, tendrán endeudamientos objetivos más altos (Fama & French, 2002). De esta manera, los costos financieros también influyen en los movimientos hacia el endeudamiento objetivo, pero estos costos no sobrepasan la influencia de los factores que lo determinan (Fama & French, 2002; Antoniou y otros, 2008)” (Frenkel, 2016)

Estos supuestos son utilizados mediante modelos estructurales partiendo de una ecuación fundamental de valor mediante el uso de técnicas especializadas.

12.2.6. Teoría del Pecking Order (POT)

De acuerdo con el autor ya mencionado, esta teoría consiste en:

“ésta sugiere que los costos de emitir títulos de deuda o capital sobrepasan las fuerzas que determinan el endeudamiento objetivo en la TOT. Los gerentes usan información privada para emitir títulos riesgosos cuando estos están sobrevaluados; los inversionistas, que tienen menos información que los gerentes, descuentan los valores riesgosos en circulación y los nuevos, cuando estos son anunciados; mientras que los gerentes anticipan este descuento en el precio y pueden dejar de realizar inversiones rentables si tienen que financiarlas con una nueva emisión de valores. Para evitar esta distorsión en las decisiones de inversión, los gerentes prefieren financiar proyectos con utilidades retenidas y con deuda de bajo riesgo” (Frenkel, 2016)

12.2.7. Teoría del Market Timing (MTT)

Consiste de acuerdo con el autor, en la forma en la cual la estructura de capital se transforma a partir de la aglomeración de sucesos ocurridos en el mercado de valores, los cuales tienen la envergadura suficiente para afectar el proceso estratégico y de toma de decisiones (Frenkel, 2016); por lo cual señala a los autores Baker & Wurgler según el cual dicen: “son las asimetrías de información y los costos de agencia. En esta teoría no existe una estructura óptima de capital, las decisiones de financiamiento solo se acumulan a lo largo del tiempo en la estructura de capital resultante” (Baker & Wurgler, 2002) (Frenkel, 2016)

12.3. Estructura de capital en mercados emergentes

Con respecto a las empresas en mercados emergentes el autor señala los bajos niveles de endeudamiento para plazos más cortos dada la volatilidad del macro entorno en el cual se sitúan estos mercados. Adicional a lo anterior resalta el alto nivel de corrupción presente en los sectores, lo cual presenta dificultades para encontrar información veraz, certera y precisa por lo cual presentan elevados costes de ajuste sumado a una relación negativa entre el endeudamiento y la rentabilidad; situación que será determinante para la toma de decisiones futuras en cuanto a financiamiento se refiere, lo cual evidencia una marcada tendencia de estas economías en la “concentración del crédito, escasa disponibilidad de financiamiento a largo plazo y un incipiente desarrollo del mercado accionario. Si bien estos mismos autores encuentran que los costos de estrés financiero en Colombia aumentan con los niveles de endeudamiento y tienden, eventualmente, a limitar el uso y acceso al mismo, concluyen que estas evidencias no implican la existencia de un nivel de apalancamiento objetivo” (Frenkel, 2016, pág. 48)

13. FENÓMENO “SAS” EN COLOMBIA.

Desde su creación en 2008 mediante la ley 1258 de 2008, las sociedades por acciones simplificadas han tenido una pronta y rápida proliferación en el entorno colombiano, de manera indiferenciada en cuanto a sectores empresariales se refiere y ha abarcado a pequeñas, medianas y grandes empresas. No obstante, lo anterior este tipo societario de acuerdo con el tiempo.com, abarca especialmente el sector empresarial Pymes y micro pymes de las cuales para el año 2014 “El 21 por ciento de empresas correspondió al sector de comercio al por menor y al por mayor (incluido carros); 16,1% a actividades profesionales, científicas y técnicas; 13,2% a construcción; 11,1% a industria manufacturera; 5,6% a servicios administrativos de apoyo; 5,2% a información y comunicaciones; y 27,8% a otras actividades.” (Economía y negocios EL TIEMPO.COM, 2015) Y que adiciona la misma página que este tipo societario representa hoy en día el 96.1 % del total

de nuevas empresas creadas en el país. Situación que también refleja el diario la república en la gráfica No. 5 presentada a continuación y que refleja el total de empresas creadas dentro del mercado colombiano en el año 2014 y que presento un incremento del 9.3% con respecto a la medición realizada en el año 2013 por el mismo diario, igualmente presentan datos relevantes como el origen de la creación de dichas personas jurídicas que en su gran mayoría fueron constituidas por personas naturales segmento que igualmente presentó un incremento del 8% frente al mismo periodo de medición del año 2013, de acuerdo con los datos presentados por el diario La República como ya se mencionó y que se presenta a continuación, a saber:

Gráfica 5 Panorama de la creación de empresas



(Diario La Republica, 2015)

Como se pudo apreciar en la gráfica No. 5, la creación de las sociedades por acciones simplificadas constituye el 96.75% de las nuevas sociedades en Colombia, con lo cual este tipo societario acapara la gran mayoría del mercado y nos muestra la preferencia del empresario colombiano hacia un tipo societario menos regulado, de más fácil acceso y con mayores limitantes de responsabilidad, es por ello que en segundo lugar en cantidad de creación aparecen las

sociedades limitadas cuya característica principal es limitar la responsabilidad de los asociados frente a las acciones de la persona jurídica; característica que guarda la sociedad por acciones simplificadas como se verá a continuación.

Como ya se mencionó la tendencia y boom para la creación de sociedades por acciones simplificadas recae en sus características especiales que de acuerdo con la ley 1258 de 2008 corresponden a:

- Flexibilidad en su creación pues este tipo de sociedades pueden ser creadas con documento privado, simplificando trámites para la constitución de una sociedad.
- Transformación del elemento esencial de la sociedad, por lo que se ha permitido crear la sociedad de manera unipersonal, pero con respeto a la pluralidad y con especial protección a la participación en el gobierno societario.
- Similitud en cuanto a beneficios con la sociedad anónima, pues la sociedad por acciones simplificadas siempre tendrá un carácter de sociedad comercial con limitación de la responsabilidad hasta el monto del aporte (con excepciones establecida por la ley), autonomía contractual.
- Alta flexibilidad en del objeto social y en el término de duración del contrato social.
- Se encuentra cobijado por las normas de capital, conformación y emisión privada de acciones de la sociedad anónima.

Sin embargo vale la pena recordar que esta flexibilidad presentada por este tipo societario se encuentra limitado por los parámetros impuestos por la ley, tal como fue mencionado en el numeral 8.4 del presente texto y que corresponde conformación de capital social empresarial bajo el marco legal y que estableció que el legislador dejó sujeto a estos tipos societarios a las reglas de conformación del capital social dispuestas para las sociedades anónimas y que se encuentra contenido dentro del código de comercio colombiano, por lo cual este tipo societario igualmente estará conformado por capital autorizado, capital suscrito y capital pagado y cuyas restricciones en los aportes que conformen la estructura de capital corporativo igualmente se mantendrán sujetas a lo establecido para las sociedades anónimas como ya se mencionó, por lo cual a continuación se presenta la alternativa de estructura de capital presentado para las sociedades por acciones simplificadas.

13.1.Estructura financiera de las sociedades por acciones simplificadas.

De acuerdo con la ley 1258 de 2008, este tipo societario presenta una estructura financiera flexible en la cual podrá manejar la conformación de su capital de manera libre y solamente con las restricciones que la ley impone. No obstante, lo anterior por disposición misma de la ley 1258, este tipo societario no podrá acceder al mercado público de valores, por lo cual no contará con dicho mecanismo de financiación. Adicional a lo anterior, si bien puede emitir títulos valores bajo los preceptos legales que le cobijan, estos tampoco podrán ser negociados en el mercado público de valores en el sentido que este último comprende.

Teniendo en cuenta lo anterior es necesario recordar nuevamente al artículo 9º de la ley 1258 de 2008 el cual establece en términos generales las características generales y específicas para la suscripción y pago del capital social en las sociedades por acciones simplificadas que se rigen por las mismas reglas de las sociedades anónimas de acuerdo al primer párrafo del mencionado artículo, pero con reglamentación especial en los párrafos subsiguientes del mismo.

Como ya ha sido señalado en el presente texto es evidente ambigüedad de la norma, pues si bien establece una flexibilidad para una estructura de capital corporativo para las empresas constituidas por acciones simplificadas estas se encuentran sujetas a las reglas de conformación de capital de las sociedades anónimas y que se encuentran contenidas dentro del código de comercio a saber:

- Artículo 110 numeral 5to que hace referencia a la obligatoriedad de existencia de capital autorizado, capital suscrito y capital pagado como ya fue explicado.
- Libro segundo de las sociedades comerciales, título primero del contrato de sociedad, Capítulo tercero sobre los aportes de los asociados en el cual se establecen los distintos tipos de aportes a saber: Aporte en dinero, aporte en especie, aporte de crédito, aporte de contratos, aportes de industria y que ya han sido explicados en la presente monografía.

De acuerdo con lo anterior, las sociedades constituidas por acciones simplificadas se encuentran sujetas a las mismas reglas para la conformación de estructura de capital corporativo que las sociedades anónimas, sin embargo como ya se mencionó, por disposición legal tienen

absolutamente prohibido el acceso al mercado público de valores, eliminando esta posibilidad en la estructura de capital corporativo para los empresarios que han optado por este tipo societario, razón por la cual su principal alternativa para acceder a dicho mecanismo de financiación de activos e inversiones es la transformación de la persona jurídica al tipo societario de sociedades anónimas. Situación que es claramente un impedimento y limitante al mercado colombiano dada la gran cantidad existente y ya señalada de sociedades por acciones simplificadas y que a su vez explica la baja participación empresarial (en calidad de emisores) en el mercado público de valores para la conformación de estructuras de capital corporativo.

14. CONCLUSIONES

Después del desarrollo de la presente monografía, y al analizar los argumentos expuestos por los distintos autores en referencia a las características de mercado emergente presente en el país y a las teorías de estructura de capital, me permito concluir:

- La existencia de tres razones por las cuales las empresas colombianas no acceden al mercado de valores como mecanismo de financiación y conformación de estructura de capital a saber:

- La creación del tipo societario de sociedad por acciones simplificadas de la ley 1258 de 2008 ha marcado un giro en el desarrollo empresarial colombiano que ha causado una gran admiración por el empresario y emprendedor colombiano, los cuales ven en este tipo societario al ideal para su organización empresarial tal y como se demostró con el creciente número de nuevas sociedades de este tipo creadas en el país; y que como consecuencia lleva a la autoexclusión de estas sociedades del mercado público de valores colombiano por la prohibición legal de acceder a dicho mercado que conlleva la ya mencionada ley.

- Si bien el mercado público de valores debe estar protegido en pro del bienestar financiero del país, este también debe actuar bajo los preceptos de oferta y demanda. Sin embargo, se encuentra un excesivo número de requisitos para la emisión primaria de acciones en dicho mercado, tales como su limitación a grandes empresas por el nivel de patrimonio mínimo requerido, requisitos de gobierno corporativo que generan una intromisión indebida en la libre administración de las sociedades comerciales entre otros, que sin duda ponen una barrera para el acceso al mencionado mercado.

- Las características de mercado emergente presentes en el mercado público de valores, la baja liquidez del mismo y la casi nula participación de proponentes, hacen del mercado público de valores colombiano poco atractivo y con un alto contenido de riesgo para el inversionista.

- La conformación de una estructura de capital corporativo inicial en el mercado empresarial colombiano se encuentra limitado en su mayoría, esto es las sociedades por acciones simplificadas y las sociedades anónimas a lo dispuesto por el legislador en el código de comercio, el cual ha dispuesto la existencia de tres tipos de capitales a saber: Capital autorizado, Capital suscrito y capital pagado, estos dos últimos sujetos a la existencia del primero para que así el empresario pueda proceder a la determinación de la estructura de capital inicial y que deberá conformarse por aportes en dinero, aportes en especie, aporte en contratos, aportes en créditos o aportes industriales. Por lo que se puede concluir que en la etapa inicial la conformación de la estructura de capital se deberá llevar a cabo con el patrimonio del empresario y este deberá asumir el 100% del riesgo de la actividad que pretende desarrollar.

- Después de analizar todas las teorías expuestas por los diversos autores sobre la estructura de capital puedo concluir alrededor de ellas lo siguiente:

- En términos generales toda estructura de capital deber contener una combinación entre los activos, pasivos, patrimonio y fuentes de financiación tanto internas como externas que posea la empresa, y la cual le corresponderá determinar su estructura de capital de acuerdo a sus necesidades y capacidades siempre manteniendo como objetivo fundamental la creación de valor y el crecimiento empresarial.

- La existencia de una estructura optima de capital propuesta por el tratadista David Durand y que defiende su postura en la búsqueda de una maximización del valor empresarial con respecto al grado de endeudamiento, no tiene en cuenta elementos del entorno empresarial, y componentes que como lo han mostrado otros autores se configuran en fundamentales para determinar una estructura de capital corporativo y que varían dependiendo las condiciones del entorno de la empresa y de la empresa misma por lo cual la existencia de una sola estructura empresarial no coincide con la realidad empresarial colombiana.

- Después de un análisis comparado de todas las teorías, considero que el empresario colombiano debe poner especial atención a la teoría del TRADE OFF (TOT) en la cual se busca una maximización del endeudamiento y el capital para ajustar su estructura de financiamiento a niveles objetivos, por lo cual esta teoría

considera las condiciones del entorno y varia sus niveles objetivos de acuerdo a las necesidades de la empresa siempre teniendo en cuenta los costos de bancarrota, los costos de impuestos y los costos de ajuste financiero, adicional a lo anterior el empresario podrá anexar los costos relativos a la agencia en caso de entrar al mercado de valores y que hacen alusión a la relación entre rentabilidad y endeudamiento directo.

- Adicional a lo anterior dicha teoría debe ser complementada y tenida en cuenta bajo los postulados de los autores Merto Miller y Franco Mondigliani entre los que puedo destacar como base fundamental de los mismo y que deben ser tenido en cuenta a:

- ✓ El valor social de la empresa debe ser el mismo sin importar el nivel de endeudamiento, toda vez que el mismo siempre será una expresión de los flujos de caja generados por la misma, así como el riesgo que el desarrollo de su actividad implica, tal y como lo expresan estos autores en su proposición No.1. (Nobre, y otros, 2016)

- ✓ El costo del capital empresarial propio esta dado en razón al riesgo que asumen los inversionistas expresado en el costo de oportunidad de los mismos y que a su vez es una expresión del nivel de endeudamiento que asuma la empresa como apalancamiento financiero y que se encuentra en la segunda proposición de dichos autores. (Nobre, y otros, 2016)

- ✓ De acuerdo con lo descrito por el autor Roberto Frenkel en relación a los autores ya mencionados, es conveniente para el empresario contar con apalancamiento financiero por deuda dentro de su estructura de capital, pues los intereses que estos deben pagar por dicha deuda se traducirán en correspondientes reducciones de impuestos (Frenkel, 2016)

- Independiente de la teoría adoptada por el empresario, este siempre debe tener como objetivo fundamental para la conformación de una estructura de capital corporativo que permita la creación de valor en la empresa y para los grupos de interés de la misma, por lo cual sin importar la ponderación de la financiación interna y externa y las fuentes de financiamiento de activos e inversiones, la estructura de capital debe su existencia a la eficiente administración de valor

agregado y la correspondiente creación de valor; los cuales deben ser superiores a rendimiento ofrecido por el mercado financiero para así mantener presente siempre el interés de los inversionistas en el desarrollo empresarial.

Teniendo en cuenta lo anterior y la documentación existente sobre la conformación de estructuras de capital en las empresas colombianas, se presupone que estas recurren a fuentes primarias de financiación tales como y sin limitarse a: Capital privado propio, préstamos familiares, préstamos bancarios en corto plazo, utilidades acumuladas, otras fuentes de financiamiento externas y emisión de títulos valores de circulación privada de acuerdo a la ley y figuras contractuales como leasing, joint venture entre otros.

15. RECOMENDACIONES.

Una vez desarrollado el contenido de la presente monografía me permito presentar las siguientes recomendaciones al futuro emprendedor colombiano que se encuentra en búsqueda de respuestas para la conformación de su estructura de capital corporativo:

✓ El emprendedor debe tener un claro conocimiento y determinación del riesgo que desea asumir durante el desarrollo de su actividad empresarial, teniendo en cuenta dicha decisión, este podrá determinar con asesoría constante de especialistas para determinar la alternativa societaria más conveniente para este fin.

✓ Se le recomienda al emprendedor tener un pleno control del riesgo y endeudamiento manejado por su empresa, por lo cual es conveniente que conforme una estructura de capital corporativo que tenga en cuenta las distintas alternativas de financiación, sus riesgos y su ponderación de manera objetiva para que le permita obtener el apalancamiento adecuado y necesario para el desarrollo de su actividad e inversión.

✓ Se le recomienda al empresario tener siempre presente y como objetivo principal la creación de valor tanto para la empresa como para los grupos de interés de la misma, mediante la eficiente administración de sus fuentes de financiamiento para activos e inversiones. Dicha creación de valor debe ser considerada desde el punto de vista financiero, social y corporativo, que le permitan a la empresa abordar los distintos retos a los que se ve enfrentada en su entorno.

✓ En cuanto a la creación de valor financiero para la empresa mediante la estructura de capital corporativo, debe ser pondera en función al riesgo y retorno esperado por el inversionista, el cual en todo caso debe ser superior al retorno ofrecido por el mercado financiero local con el fin de mantener la atención de accionista en la empresa.

16. REFERENCIAS BIBLIOGRAFIA

- Asamblea Constitucional de Colombia 1991. (1991). *Constitución Política de Colombia 1991*. (G. C. 1991, Ed.) Bogotá D.C.: Archivo general de la nación .
- Banco de la Republica de Colombia. (14 de 11 de 2016). *Banrep*. Obtenido de Banco Central de Colombia: <http://www.banrep.gov.co/es/igbc>
- Barrera, F. (12 de 10 de 2015). *DocSlide*. Recuperado el 31 de 01 de 2017, de Reumen Derecho Societario Francisco Reyes: <http://myslide.es/documents/resumen-francisco-reyes-villamizar.html>
- Berumen G. G., J., Soto G., P., & Domenege M., R. (01 de Julio- Septiembre de 2012). *Contaduría y Administración*. Recuperado el 01 de 31 de 2017, de Universidad Nacional Autonoma de Mexico: <http://www.cya.unam.mx/index.php/cya/article/viewFile/398/396>
- Bolados, E. L., Burneob, K., Galindo, H., & Berggrun, L. (2015). Emerging Markets Integration in Latin America (MILA) Stock market indicators: Chile, Colombia, and Peru. *Journal of Economics, Finance and Administrative Science* 20.
- Bolsa de valores de Colombia BVC. (07 de 09 de 2016). *Bvc.com*. Recuperado el 07 de 09 de 2016, de <https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Empresas/Listado+de+Emisores>
- Brito, G. A. (2007). *Fatores determinantes da estrutura de capital das maiores empresas que atuam no Brasil* . Sao Paulo: Contabilidade & Finanças.
- Confecamaras. (23 de 10 de 2015). *Red de camaras de comercio*. Recuperado el 07 de 09 de 2016, de <http://www.confecamaras.org.co/noticias/391-a-septiembre-de-2015-se-han-creado-211-320-empresas-en-el-pais>
- Cornejo, R. H. (2016). *Estructura de capital en mercados emergentes. Velocidad de ajuste de la estructura de capital en las empresas peruanas cotizadas en bolsa*. Lima, Perú: Universidad Ramon Llull.
- Decreto 410 de 1971. Presidencia de la Republica de Colombia. (27 de 03 de 1971). *Secretaria del senado*. Recuperado el 07 de 09 de 2016, de Decreto 410 de 1971 CODIGO DE COMERCIO: http://www.secretariasenado.gov.co/senado/basedoc/codigo_comercio.html
- Diario La Republica. (10 de 01 de 2015). *La Republica*. Recuperado el 15 de 11 de 2016, de http://www.larepublica.co/de-las-301334-empresas-creadas-en-2014-7623-fueron-por-personas-naturales_207811
- Dolar.wilkinsonpc.com.co. (31 de 01 de 2017). *Dolar.wilkinsonpc*. Obtenido de <http://dolar.wilkinsonpc.com.co/colcap.html>
- Economia y negocios EL TIEMPO.COM. (09 de 01 de 2015). *Editorial El tiempo*. Recuperado el 15 de 11 de 2016, de <http://www.eltiempo.com/economia/empresas/creacion-de-empresas-/15071100>

- El congreso de la Republica de Colombia- Ley 1258 de 2008. (17 de 01 de 2017). *Super sociedades*.
Obtenido de
<http://www.supersociedades.gov.co/Web/Leyes/LEY%201258%20DE%202008%20SAS1.htm>
- El Senado y Cámara de Diputados de la Nacion Argentina. (29 de 11 de 2012). *MERVAL*. Recuperado el 08 de 09 de 2016, de
<http://www.merval.sba.com.ar/Documentos/LEY%2026.831%20MERCADO%20DE%20CAPITALE S.pdf>
- Enciclopedia financieraa. (14 de 11 de 2016). *Enciclopedia financiera*. Obtenido de
<http://www.encyclopediainanciera.com/finanzas-corporativas/estructura-de-capital.htm>
- Forero, G. (10 de 01 de 2015). De las 301.334 empresas creadas en 2014, 76,23% fueron por personas naturales. *La republica*. Obtenido de http://www.larepublica.co/de-las-301334-empresas-creadas-en-2014-7623-fueron-por-personas-naturales_207811
- Frenkel, R. (14 de 11 de 2016). *Iniciativa para la transparencia financier*. Obtenido de
<http://www.itf.org.ar/ingles/pdf/lecturas/lectura37.pdf>
- Invertia.com. (31 de 01 de 2017). *Invertia*. Recuperado el 31 de 01 de 2017, de
<http://www.invertia.com/mercados/bolsa/indices/sp-500/historico-ib017sp500/1/05-08-2016/30-01-2017>
- Linea de investigacion de finanzas, & Juarez Acosta, F. (2013). *Universidad del Rosario*. Recuperado el 11 de 01 de 2017, de Escuela de Administración, Lineas de investigación:
<http://www.urosario.edu.co/Escuela-de-Administracion/Investigacion/Documentos/LINEA-DE-INVESTIGACION-EN-FINANZAS-Y-MARKETING-1.pdf>
- Madura, J. (2010). *Mercados e instituciones financieras/Financial markets and institutions*. Cengage Learning Editores.
- Mascareñas, J. (01 de 04 de 2001). <http://s3.amazonaws.com/>. Recuperado el 08 de 09 de 2016, de
http://s3.amazonaws.com/academia.edu.documents/34894995/Estructura_de_K_optima_MAS_CARENAS.pdf?AWSAccessKeyId=AKIAJ56TQJRTWSMTNPEA&Expires=1473353062&Signature=QSQoNehFvWz9oMoCoi%2BfYmfnbM%3D&response-content-disposition=inline%3B%20filename%3DEstructura_
- Nobre, F. C., Elias Spers, V. R., Calil, J. F., Siquera, E. S., A. S., L. H., & N. N. (15 de 11 de 2016). relevamiento de la literatura y desarrollo reciente en el área. *Invenio: Revista de investigación académica*, ISSN-e 0329-3475, N°. 37, , 31-46.
- Reyes-Villamizar, F. (2012). *Derecho societario* (Vol. 1). Bogotá: Temis.
- Richard, E. H., & Muiño, O. M. (2007). *Derecho Societario*. Buenos Aires: Astrea. Recuperado el 24 de 10 de 2016
- Rincón-Ríos, J. (2012). *Sociedades Comerciales*. Cali, Colombia: USC, Universidad Santiago de Cali.
- Rodriguez-Azuero, S. (2013). *Contratos Bancarios, Su significación en America Latina*. Bogotá D.C.: Legis.

Slee, R. T. (2011). *Private capital markets: Valuation, capitalization, and transfer of private business interests*. . John Wiley & Sons.