

**EVALUACIÓN DEL MERCADO DE CAPITALES COMO FUENTE DE
FINANCIACIÓN DE LAS PYME'S EN COLOMBIA FRENTE AL SISTEMA
FINANCIERO TRADICIONAL.**

**MARIA XIMENA ANGARITA ARCINIEGAS
PAOLA ANDREA SERRANO PLATA**

**UNIVERSIDAD INDUSTRIAL DE SANTANDER
FACULTAD DE INGENIERÍAS FÍSICO-MECANICAS
ESCUELA DE ESTUDIOS INDUSTRIALES Y EMPRESARIALES
BUCARAMANGA**

2016

**EVALUACIÓN DEL MERCADO DE CAPITALES COMO FUENTE DE
FINANCIACIÓN DE LAS PYME'S EN COLOMBIA FRENTE AL SISTEMA
FINANCIERO TRADICIONAL.**

**MARIA XIMENA ANGARITA ARCINIEGAS
PAOLA ANDREA SERRANO PLATA**

Trabajo de grado para optar al título de ingeniero industrial

**Director:
OLGA PATRICIA CHACON ARIAS
Doctora en Ciencias Administrativas**

**UNIVERSIDAD INDUSTRIAL DE SANTANDER
FACULTAD DE INGENIERÍAS FÍSICO-MECANICAS
ESCUELA DE ESTUDIOS INDUSTRIALES Y EMPRESARIALES
BUCARAMANGA**

2016

DEDICATORIA

A Dios, el autor de todo, no fui yo, fue Él.

A mi mamá, su apoyo incondicional es el motor que me impulsa a continuar con
más fuerza cada paso.

A mis abuelos, con su solo ejemplo de perseverancia, constancia y amor dicen
todo lo que muchas veces con palabras no se alcanza a describir.

A mi papá quien a pesar de la distancia, siempre ha estado allí.

A Abigail, su llegada fue el mejor impulso para mí.

A mis amigos sin ellos, nada hubiera sido igual.

A todos y cada uno, ¡Gracias!

María Ximena Angarita Arciniegas

DEDICATORIA

Primero a Dios y a la virgen por guiarme, por darme la fortaleza todos los días para no desfallecer y por culminar con éxito mi proyecto de grado.

A mi persona favorita Alicia Duran, por ser la abuela más especial, comprensiva, cariñosa, tierna, por enseñarme todos los días a sonreírle a la vida y a disfrutar cada instante.

A Rafael Serrano y Luz Marina Plata, por su apoyo incondicional en cada momento de mi vida, por ser unos padres ejemplares, cariñosos, amorosos y por siempre creer en mí.

A mis hermanos Efraín, Laura, a mi sobrina María José y mi cuñada Alejandra, por ser mi motivación y fuente de inspiración.

A Diego Lázaro, por ser un apoyo constante en cada etapa de mi vida, por su ayuda incondicional en este proceso, por su comprensión y su amor.

A Camila Díaz, por ser más que una prima y por su compañía incondicional.

A mis familiares y amigos de la universidad Sergio, Aleja, Cami, Slendy, Carito por sus consejos y apoyo.

Paola Andrea Serrano Plata

AGRADECIMIENTOS

A Dios, por permitirnos culminar esta etapa de nuestra vida con éxito.

A la Universidad Industrial de Santander, por brindarnos formación con altos estándares de calidad.

A nuestra Directora de proyecto Olga Patricia Chacón, que nos brindó su confianza y apoyo para la realización de éste.

A los docentes de Escuela de Estudios Industriales y Empresariales, por brindarnos sus conocimientos de la mejor manera.

A nuestros familiares, amigos y compañeros por el acompañamiento en esta etapa.

CONTENIDO

	Pág.
INTRODUCCIÓN	19
1. PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA	22
2. OBJETIVOS	26
2.1. OBJETIVO GENERAL	26
2.2. OBJETIVOS ESPECÍFICOS	26
3. METODOLOGÍA.....	27
3.1. PLANEACIÓN.....	27
3.2. EJECUCIÓN	30
3.3. REPORTE.....	31
4. MARCO TEÓRICO.....	32
4.1. MERCADO DE CAPITALES	32
4.1.1. Mercado de Valores	33
4.1.1.1. Clasificación del Mercado de Valores	35
4.1.1.2. Segundo Mercado.....	36
4.2. SISTEMA BANCARIO	36
4.2.1. Establecimientos de créditos	38
4.2.2. Sociedades auxiliares del crédito.....	38
4.2.3. Inversionistas Institucionales	39
4.2.4. Otras instituciones	39
4.3. AUTORIDADES DE INTERVENCIÓN	39
5. MARCO DE ANTECEDENTES	40
6. REVISIÓN DE LA LITERATURA.....	43
6.1 ANÁLISIS BIBLIOMÉTRICO.....	43
6.1.1. Identificación	43
6.1.2. Selección	44
6.2 ANÁLISIS PRELIMINAR DE LA LITERATURA.	50

7. EVOLUCIÓN Y SITUACIÓN ACTUAL DEL SISTEMA FINANCIERO TRADICIONAL Y DEL MERCADO DE CAPITALES EN COLOMBIA.....	59
7.1. SITUACIÓN ACTUAL DEL SISTEMA FINANCIERO.....	59
7.1.1. Establecimientos de crédito	61
7.1.2. Evolución del financiamiento PYME a través del Sistema Bancario en Colombia.....	66
7.2. PERSPECTIVA HISTÓRICA DEL MERCADO DE CAPITALES EN COLOMBIA.....	79
7.2.1. Resolución 400 de 1995	82
7.2.2. Decreto 3139 de 2006.....	90
7.2.3. Decreto 1121 de 2008.....	92
7.2.4. Decreto 2555 de 2010	94
7.2.5. Decreto 1019 de 2014.....	94
7.2.6. Evolución de Ofertas públicas Autorizadas.....	101
8. COMPARACIÓN ENTRE EL SISTEMA BANCARIO Y EL MERCADO DE CAPITALES	107
8.1. SIMULACIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO TRADICIONAL.....	108
8.1.1. Banco Comercial.....	109
8.1.2 Banco Segundo piso.....	110
8.1.3 Banco Cooperativo	112
8.2. SIMULACIÓN MERCADO DE CAPITALES.....	116
8.2.1. Emisión de bonos con tasa cupón fija.....	121
8.2.2. Emisión de bonos con tres series	123
8.2.3. Emisión de bonos con dos series	126
9. CASOS EXITOSOS	133
9.1. CATENON S.A.....	133
9.1.1. Estrategias	134
9.1.2. Estrategia financiera respecto al MAB	135
9.1.3. Resultados	136
9.2. MEDROCK CORPORATION S.A.C.....	139
9.2.1. Estrategias	140
9.2.2. Estrategias financieras respecto al MAV	140

9.2.3 Resultados	142
9.3 EMPRESA ANTEVENIO	144
9.3.1. Estrategias	144
9.3.2. Estrategia Financiera respecto al MAB	145
9.3.3. Resultados	147
10. ALTERNATIVAS QUE FACILITEN EL ACCESO DE LAS PYME´S AL SEGUNDO MERCADO	151
10.1. PROPUESTAS ADAPTADAS DE OTROS PAISES PARA QUE EL SEGUNDO MERCADO SEA EXITOSO	151
10.2. PROPUESTAS ELABORADAS A PARTIR DE LA REVISIÓN DE LITERATURA.....	157
11. CONCLUSIONES.....	161
12. RECOMENDACIONES	164
BIBLIOGRAFIA.....	166

LISTA DE FIGURAS

	Pág.
Figura 1. Etapas de una revisión sistemática según Tranfield et al.	27
Figura 2. Composición del sistema Financiero en Colombia.	33
Figura 3. Ecuación de búsqueda.....	43
Figura 4. Producción de artículos anualmente sobre el financiamiento de las PYME's.....	46
Figura 5. Número de publicaciones por país.....	47
Figura 6. Institutos con mayor número de publicaciones.	49
Figura 7. Proporción de solicitud de Créditos a través del Sistema Financiero Tradicional.	67
Figura 8. Evolución del rango de tasas de los Créditos aprobados para las PYME's en el sector Industria.....	71
Figura 9. Evolución del rango de tasas de los Créditos aprobados para las PYME's en el Sector Comercio.	74
Figura 10. Evolución del rango de tasas de los Créditos aprobados para las PYME's en el Sector servicios.....	76
Figura 11. Evolución del total de Ofertas Públicas Autorizadas vs Ofertas Públicas Autorizadas en el segundo mercado (1998-2005).	102
Figura 12. Evolución del total de Ofertas Públicas Autorizadas vs Ofertas Públicas Autorizadas en el segundo mercado (2006-2015).	103
Figura 13. Total de ventas desde el 2010 al 2015 de la empresa Catenon.	138
Figura 14. Total de ventas de la empresa Medrock Corporation desde 2010 al 2015.	143
Figura 15. Total de ventas de la empresa Antevenio del 2007 al 2012.....	148

LISTA DE TABLAS

	Pág.
Tabla 1. Principales diferencias entre el Mercado Principal y el Segundo Mercado en Colombia.....	37
Tabla 2. Autores con sus respectivas publicaciones.	48
Tabla 3. Fuentes con mayor número de publicaciones.	50
Tabla 4. Parámetros del préstamo en Banco Bogotá.....	109
Tabla 5. Amortización del Banco Comercial: Banco Bogotá.	110
Tabla 6. Parámetros del préstamo en el Banco Bancóldex.....	111
Tabla 7. Amortización del Banco de segundo piso: Bancóldex.	112
Tabla 8. Parámetros del préstamo del Banco Cooperativo Coopcentral.	113
Tabla 9. Amortización del Banco Cooperativo Coopcentral.	113
Tabla 10. Resumen del costo de intereses de los tres Bancos.	114
Tabla 11. Costos fijos de la emisión de bonos para los tres escenarios.	118
Tabla 12. Flujo de caja neto para la emisión de bonos con tasa fija.	122
Tabla 13. Costo del servicio de la deuda con emisión de bonos con tasa fija.	122
Tabla 14. Total de Costos para la emisión de bonos con tasa fija.....	123
Tabla 15. Flujo de caja neto para la emisión de bonos con tres series: tasa fija, DTF e IBR.....	125
Tabla 16. Costo del servicio de la deuda con emisión de bonos con tres series: tasa fija, DTF e IBR.	125
Tabla 17. Total de Costos para la emisión de bonos con tres series: tasa fija, DTF e IBR.....	125
Tabla 18. Flujo de caja neto para la emisión de bonos con dos series: DTF e IPC.	127
Tabla 19. Costo del servicio de la deuda con emisión de bonos con dos series: DTF e IPC.....	127

Tabla 20. Total de Costos para la emisión de bonos con dos series: DTF e IPC.
.....128

Tabla 21. Resumen de costos de los tres escenarios de mercado de capitales. 128

Tabla 22. Parámetros de la emisión de acciones de la empresa Catenon.....135

Tabla 23. Parámetros de emisiones realizadas del 2012 al 2015 de la empresa Catenon.137

Tabla 24. Parámetros de la primera emisión de bonos de Medrock Corporation.
.....142

LISTA DE ANEXOS

Nota: los siguientes anexos se encuentran en la carpeta del CD, pueden ser consultados en la Biblioteca de la Universidad Industrial de Santander.

ANEXO A. Simulador del Banco comercial Bogotá.

ANEXO B. Simulador de Bonos de la Bolsa de Valores de Colombia (tasa fija).

ANEXO C. Simulador de Bonos de la Bolsa de Valores de Colombia (tres series: tasa fija, DTF e IBR).

ANEXO D. Simulador de Bonos de la Bolsa de Valores de Colombia (dos series: DTF e IPC).

RESUMEN

TÍTULO: EVALUACIÓN DEL MERCADO DE CAPITALES COMO FUENTE DE FINANCIACIÓN DE LAS PYME'S EN COLOMBIA FRENTE AL SISTEMA FINANCIERO TRADICIONAL*.

AUTORES: ANGARITA ARCINIEGAS, María Ximena. SERRANO PLATA, Paola Andrea**.

PALABRAS CLAVES: Segundo mercado, Sistema Tradicional Bancario, Financiación, PYME's.

DESCRIPCIÓN:

El Segundo Mercado es un esquema de financiamiento creado en la Resolución 400 de 1995, que busca ser una alternativa de financiación para aquellas pequeñas y medianas empresas que no están en la capacidad de ingresar al mercado principal, puesto que los requisitos tanto de información como financieros poseen un alto nivel de exigencia. Sin embargo el despegue de este mercado alternativo no ha sido el esperado, el acceso de las PYME's a éste ha sido prácticamente nulo.

Por lo tanto, el propósito principal de este proyecto es evaluar el mercado de capitales (segundo mercado) como fuente de financiación para las PYME's, comparándola con el Sistema Tradicional Bancario que es el más utilizado en Colombia, a través de sus respectivos simuladores, esto con el fin de generar una prueba cuantitativa en donde se demuestre que la primera opción conlleva mejores beneficios que el acceso a créditos Bancarios, adicionalmente se analiza la evolución y situación actual de estas dos alternativas, seguido de la descripción de casos exitosos de PYME's de otros países que han utilizado el segundo mercado como fuente de financiamiento y por último se plantean propuestas para hacer de éste una alternativa más asequible. Como resultado de estudio se obtuvo que el mercado de capitales con emisión de bonos a tasa fija es el que ofrece el menor costo en el préstamo del dinero y que existe la necesidad de capacitar y de divulgar esta alternativa de financiación a los pequeños y medianos empresarios.

* Trabajo de grado.

** Facultad de Ingenierías Físico-Mecánicas. Escuela de estudios industriales y empresariales. Directora: Olga Patricia Chacón, PhD en ciencias administrativas.

ABSTRACT

TITLE: EVALUATION OF THE CAPITAL MARKET AS A SOURCE OF FINANCE FOR SME´s AGAINST THE TRADITIONAL FINANCIAL SYSTEM*.

AUTORS: ANGARITA ARCINIEGAS, Maria Ximena. SERRANO PLATA, Paola Andrea**.

KEYWORDS: Second Market, traditional banking system, financing, SME´s.

DESCRIPTION

The Second Market is a financing scheme created in Resolution 400 of 1995, which seeks to be an alternative financing for those small and medium enterprises that are not in the capacity to enter the main market because the access requirements are very demanding. However, the take-off of this alternative market has not been as expected, the access of SMEs to it has been practically null.

Therefore, the main purpose of this project is to evaluate the capital market (Second Market) as a source of financing the SME´s compared with the traditional banking system that is the most used in Colombia, through its simulators in order to generate a quantitative test where it is shown that the first option has better benefits than access to credit Banking. Also is analyzed the evolution and current situation of these two alternatives, followed by the description of successful cases of SME´s from other countries who have used the second market as a funding source and finally offer proposals to make this a more affordable alternative. As a result it was found that the capital market by issuing fixed rate bonds is the one that offers the lowest cost in borrowing money and that there is need to train and to disseminate this alternative financing to small and medium entrepreneurs.

* Bachelor Thesis.

** Facultad de Ingenierías Físico-Mecánicas. Escuela d estudios industriales y empresariales. Directora: Olga Patricia Chacón, PhD en ciencias administrativas.

INTRODUCCIÓN

El mercado de capitales es fundamental para el crecimiento económico de un país. En este mercado existen los agentes oferentes y demandantes quienes están interesados en la transferencia de dinero a través de un título valor, en primer lugar se encuentran las unidades superavitarias, es decir aquellas que tienen exceso de liquidez, dinero o recursos financieros como es el caso de algunas familias Colombianas y en segundo lugar los demandantes quienes son las unidades deficitarias, que no cuentan con la capacidad de generar excedentes de liquidez o de ahorro, lo que en el caso Colombiano serían las empresas y el Gobierno¹. La ejecución satisfactoria de este mercado conlleva a mayor bienestar económico y social dado que este genera mayor producción de bienes y servicios lo que se traduce en la creación de nuevos empleos.

A pesar de los beneficios que otorga el mercado de capitales, este no ha podido ejecutarse a plenitud en Colombia, puesto que los requisitos tanto de información como financieros poseen un alto nivel de exigencia, traduciéndose en una barrera para las pequeñas y medianas empresas*, quienes en su mayoría no están en la capacidad de cumplirlos. Por lo tanto surgió la necesidad de crear un segundo mercado en el país, el cual exigiera menores requerimientos de información, financieros y que buscara brindar la oportunidad de ingreso a este segmento

¹ BRC INVESTOR SERVICES. Mercado de Capitales. [En línea] [Consultado el 27 de diciembre de 2015]. Disponible en <<http://brc.com.co/notasyanalisis/MERCADODECAPITALES.pdf>>.

* La ley 590 de 2000 define a las pequeñas y medianas empresas mediante los siguientes parámetros: Pequeña empresa: Planta de personal entre once (11) y cincuenta (50) trabajadores, o Activos totales por valor entre quinientos uno (501) y menos de cinco mil (5.000) salarios mínimos mensuales legales vigentes, Mediana empresa: Planta de personal entre cincuenta y uno (51) y doscientos (200) trabajadores, o Activos totales por valor entre 5.001 a 30.000 salarios mínimos mensuales legales vigentes.

empresarial que representa aproximadamente el 99% del total de las empresas Colombianas².

El segundo mercado “es un esquema de financiación creado por el Gobierno, según la Resolución 400 de 1995, hoy incluida en el Decreto 2555 de 2010. Su objetivo es facilitar el acceso al mercado de capitales local a un mayor número de emisores”³. Es importante mencionar que el despegue del mercado alternativo no ha sido el esperado, ya que el ingreso de estas empresas es prácticamente nulo, sin embargo el Gobierno es consciente de la importancia de este mercado y ha continuado trabajando en su mejoramiento. Por ello crea el Decreto 1019 de 2014, el cual tiene entre sus principales modificaciones: eliminar los requisitos de patrimonio mínimo de siete mil millones (\$7.000.000.000) de pesos y dejar opcional la calificadora de riesgos para las PYME´s Colombianas.

A pesar de los esfuerzos realizados por hacer de este mercado una fuente de financiación asequible para PYME´s, este aún sigue siendo desconocido e inalcanzable para la mayoría de los pequeños y medianos empresarios. Debido a esto a través del tiempo han surgido trabajos de investigación respecto al tema como: “*Segundo mercado para PYME´s en Colombia: Oportunidades por Aprovechar y para Crecer*” realizado por Miguel Ángel Franco, y “*Determinación de instrumentos de inversión que permitan a las PYME´s acceder al mercado de capitales*” realizado por María Angélica Álzate. Los cuales aportaron para la

² PEREZ-URIBE, Ignacio y RAMIREZ, MARIA. Por qué fracasan las PYME´s en Colombia. Revista Dinero. [En línea] Septiembre, 2015. [Consultado 27 de diciembre de 2015]. Disponible en <<http://www.dinero.com/economia/articulo/PYME´s-colombia/212958>>.

³ CLAVIJO, Sergio; MALAGON, David y ZULUAGA, Ana. Enfoque de mercado de capitales: El segundo mercado de valores y su regulación. [En línea] [Consultado el 27 de diciembre de 2015] Disponible en: <https://www.deceval.com.co/portal/page/portal/Home/Gestion_Corporativa/informe_de_investigacion/2014/Enfoque%2082.pdf>.

realización de este trabajo de investigación y la importancia de cada uno estarán expuestos en el capítulo de Marco de Antecedentes.

El objetivo de este trabajo de investigación es comparar el mercado de capitales frente al sistema tradicional bancario como medios de financiación a PYME's, lo cual se realizará a través de simuladores que calculen el costo real de los financiamientos. Además de esto, se llevará a cabo una revisión literaria de experiencias exitosas del mercado alternativo en otros países con el fin de plantear alternativas de solución que hagan de este mercado una fuente de financiación conocida y asequible para las pequeñas y medianas empresas.

1. PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA

Actualmente las pequeñas y medianas empresas en Colombia, al igual que en la mayoría de otros países son la base de la economía. En Colombia aportan cerca del 38% del PIB total, generan más de dos terceras partes del empleo nacional y representan aproximadamente el 99% del total de las empresas en Colombia (1,6 millones de unidades empresariales)⁴. A pesar de la importancia que generan las PYME's para la economía del país, estas se ven enfrentadas a diferentes situaciones que impiden su crecimiento y por tanto su competitividad global, entre las que se destacan: capital de trabajo reducido, elevados costos financieros, y la incapacidad de financiar proyectos a largo plazo, entre otros, generando fuertes limitaciones de inversión y capitalización. Además de esto, según estudios realizados anteriormente solamente el 50% de las PYME's sobreviven el primer año, y solo el 20% el tercero.⁵

Por otra parte, La Gran Encuesta Pyme realizada por la ANIF⁶ (Asociación Nacional de Instituciones Financieras) menciona los porcentajes correspondientes a las solicitudes de crédito al sistema financiero tradicional de los tres macro-sectores: industrial, comercial y servicios en el primer semestre de 2015. El sector industrial solicitó 48%, el sector comercial 52% y el sector servicios 37%. Lo anterior demuestra una baja utilización de este medio como fuente de financiación, la cual se utiliza principalmente para capital de trabajo y el pago de proveedores, y no para el crecimiento de la empresa. Además, mencionan que los elevados costos

⁴ REVISTA DINERO ¿Por qué fracasan las PYME's? [En línea] [Consultado el 8 de marzo de 2016] Disponible en: <<http://www.dinero.com/economia/articulo/PYME's-colombia/212958>>.

⁵ ACOPI VALLE DEL CAUCA. ¿Por qué fracasan las PYME's en Colombia? [En línea] [Consultado el 8 de marzo de 2016] Disponible en: <<http://acopivalle.com.co/por-que-fracasan-las-PYME's-en-colombia/>>.

⁶ ANIF. La Gran Encuesta Pyme I-2015. [En línea] [Consultado el 8 de marzo de 2016] Disponible en: <<http://anif.co/sites/default/files/uploads/GEP%20NACIONAL%20I-2015.pdf>>.

financieros son la segunda de las principales causas por la cual las pequeñas y medianas empresas de los tres sectores no solicitan crédito bancario.

Dado lo anterior, surge la necesidad de encontrar alternativas confiables y económicas para la financiación de las PYME´s en Colombia, que les haga generar valor y les permita afrontar ataques comerciales de grandes empresas nacionales o transnacionales que cada día abarcan mayor participación de mercado.⁷ En el mercado de capitales se encuentra una oportunidad, para financiar proyectos, contrayendo obligaciones financieras directamente con los inversionistas y obteniendo ventajas en términos de plazos, tasas de interés y tipos de amortización⁸. En donde además de estos beneficios, se diversifican riesgos, se aumenta el prestigio y la reputación de la empresa, se mejora la gestión y se le da liquidez a las acciones.

Para facilitar el acceso y permanencia de las PYME´s en el mercado de capitales se crea el segundo mercado en Colombia a través de la Resolución 400 de 1995. En miras de hacer más eficiente éste y el primer mercado, el Gobierno de Colombia expide las siguientes Leyes, Resoluciones y Decretos siendo estos los más relevantes:^{9,10}

⁷ VILLARRUEL, Nancy, et al. Algunos aportes para el desarrollo del financiamiento por medio del mercado de capitales argentino en el contexto actual. *Boletín*, 2010, vol. 56, no 4, p. 231-248.

⁸ BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA. Ser emisor BVC, una decisión estratégica [En línea] [Consultado el 8 de marzo de 2016] Disponible en: <https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Empresas/Empresas/Ser_Emisor_BVC>.

⁹ COLOMBIA. MINISTERIO DE HACIENDA Y CRÉDITO PÚBLICO. Resolución 1200. (diciembre, 22, 1995). Por la cual se actualizan y unifican las normas expedidas por el Superintendente de Valores. BOGOTÁ D.C: El Ministerio, 1995.

¹⁰ COLOMBIA. MINISTERIO DE HACIENDA Y CRÉDITO PÚBLICO. Decreto 1019 (28, mayo, 2014). Por el cual se modifica el Título 3 del Libro 2 de la Parte 5 del Decreto 2555 de 2010 en lo relacionado con el Segundo Mercado. Bogotá D.C: El Ministerio, 2014. 11 p.

- Resolución 1200 de 1995
- Resolución 400 de 1995
- Ley 964 de 2005
- Ley 1314 de 2009
- Decreto 2555 de 2010
- Decreto 1019 de 2014

Cabe destacar que el Decreto más reciente es el 1019 de 2014 emanado por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público el cual elimino los requisitos de patrimonio mínimo de siete mil millones (\$7.000.000.000) de pesos y dejo opcional la calificadora de riesgos para las PYME´s Colombianas, otorgando así la posibilidad de ingreso a este mercado a más de 2000 empresas.

A pesar de los esfuerzos del Gobierno y de la Bolsa de Valores de Colombia con su programa Colombia Capital (el cual es un programa de formación de futuros emisores de la Bolsa de Valores de Colombia que promueve la profundización del mercado de valores, presta servicios de entrenamiento, asesoría y acompañamiento a las empresas miembro del programa y contribuye a la divulgación de información del mercado de valores Colombia¹¹) aún existen grandes barreras para que las pequeñas y medianas empresas puedan acceder a este mercado como forma de financiación.

Por lo tanto, el propósito de este proyecto es evaluar la alternativa del mercado de capitales como fuente de financiación para las PYME´s, comparándola con el sistema tradicional bancario que es el más usado en Colombia, con el fin de generar

¹¹ COLOMBIA CAPITAL ¿Qué es el programa Colombia capital? [En línea] [Consultado 8 de marzo de 2016] Disponible en: <<http://colombiacapital.com.co/preguntas-frecuentes/>>

una prueba cuantitativa en donde se demuestre que la primera opción de financiamiento conlleva mejores beneficios que el acceso a créditos bancarios y además de esto, plantear propuestas que hagan del mercado de capitales un medio de financiación más asequible y llamativo para pequeños y medianos empresarios.

Por lo tanto, todo lo anterior incentiva a plantear la siguiente pregunta objetivo de este trabajo de investigación: ¿Por qué el mercado de capitales debería ser una alternativa de financiación por parte de los pequeños y medianos empresarios?

2. OBJETIVOS

2.1. OBJETIVO GENERAL

Evaluar el mercado de capitales como fuente de financiación de las PYME's en Colombia.

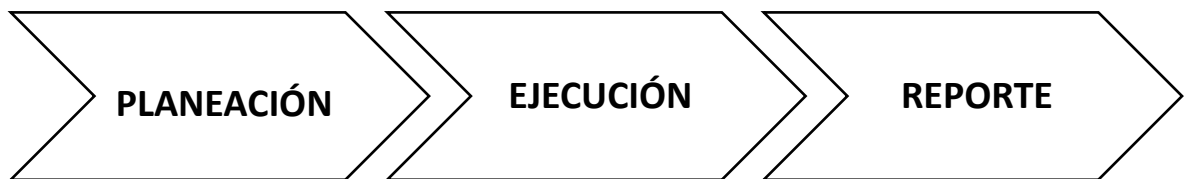
2.2. OBJETIVOS ESPECÍFICOS

- Analizar la evolución y la situación actual del sistema financiero tradicional y el mercado de capitales en Colombia como forma de financiación de las PYME's.
- Comparar el financiamiento de las PYME's a través del sistema financiero tradicional y el mercado de capitales.
- Describir experiencias exitosas de pequeñas y medianas empresas de otros países que han utilizado el segundo mercado como fuente de financiación.
- Plantear propuestas que faciliten el acceso de las PYME's al segundo mercado.

3. METODOLOGÍA

Para el desarrollo de esta metodología se adaptan las tres etapas de Tranfield et al¹² a una revisión de literatura, con el fin de dar cumplimiento a los objetivos y obtener una metodología estructurada para esta investigación, las etapas se presentan en la figura 1:

Figura 1. Etapas de una revisión sistemática según Tranfield et al.



Fuente: Adaptado de las etapas de Tranfield et al (2003).

3.1. PLANEACIÓN

En general, este trabajo fue de carácter descriptivo y exploratorio. Descriptivo dado que se especifica las características, propiedades y la medición de los costos tanto del sistema financiero tradicional como el del mercado de capitales en Colombia y exploratorio porque el tema de investigación es poco estudiado, y por tanto es necesario buscar y entender los antecedentes y el panorama general del tema estudiado.

¹² TRANFIELD, David R.; DENYER, David; SMART, Palminder. Towards a methodology for developing evidence-informed management knowledge by means of systematic review. En: British journal of management. 2003. P. 207-222.

A continuación se detallan las fases a utilizar en esta investigación, con sus respectivas actividades.

Fase 1: Contextualización de la situación actual y evolutiva del sistema bancario y el mercado de capitales como fuente de financiación de las PYME´s. Las actividades para desarrollar esta fase son:

- Lectura de proyectos de grado realizados previamente respecto al problema de investigación.
- Revisión de material bibliográfico perteneciente al tema de investigación disponible en la web.

Fase 2: Definición del problema, e identificación del método de solución. Sus actividades son:

- Revisión de literatura en la web y en bases de datos sobre las barreras a las que se enfrentan las PYME´s en Colombia para utilizar el mercado de capitales como fuente de financiación.
- Asesoramiento por parte de personas idóneas y expertas en el tema. Reunión con la Directora del proyecto, Dra. Olga Patricia Chacón.

Fase 3: Profundización de la situación actual y evolutiva del sistema bancario y el mercado de capitales como fuente de financiación de las PYME´s. Las actividades para desarrollar esta fase son:

- Revisión de material bibliográfico y búsqueda en base de datos pertenecientes al tema de investigación.
- Revisión de los Decretos correspondientes al mercado de capitales como fuente de financiamiento de las PYME's de Colombia (segundo mercado).
- Barreras normativas para que las PYME's ingresen al segundo mercado.

Fase 4: Medición y Comparación de los sistemas de financiamiento: mercado de capitales y sistema financiero tradicional. Su actividad es:

- La medición de costos tanto del sistema financiero tradicional bancario como la de mercado de capitales se realizara a través de simuladores proporcionados por los Bancos Comerciales y la Bolsa de Valores de Colombia respectivamente, teniendo en cuenta que se utilizaran las tasas de interés vigentes del mercado en el momento que se vaya a realizar estas simulaciones.

Fase 5: Revisión de casos exitosos del segundo mercado como fuente de financiación para PYME's en otros países y planteamiento de alternativas de solución para el ingreso a este mercado. Sus actividades son:

- Revisión de literatura en la web y en bases de datos sobre casos éxitos de PYME's que se han financiado a través de un mercado alternativo de capitales en otros países.

- A partir del análisis de los resultados obtenidos de la comparación en la fase 3 de los casos exitosos en otros países, del conocimiento adquirido a lo largo del proyecto y de las asignaturas mercado de capitales y finanzas y presupuestos, se plantean alternativas que lleven a las PYME's a implementar el mercado de capitales como fuente de financiamiento.

3.2. EJECUCIÓN

En esta etapa se define la forma en la que se realizara la revisión de literatura requerida para la ejecución de la fase 1, 2, 3 y 5 del proyecto, y la obtención de datos, cifras y tasas necesarias para la medición de costos de la fase 4.

La contextualización y profundización de las dos fuentes de financiación, los casos exitosos y el planteamiento de alternativas de solución para el ingreso al Segundo Mercado, se investigara en las siguientes bases de datos: Web of Science, ELSEVIER, SpringerLink y Scopus, también se realizará la revisión de Decretos, leyes y todo lo relacionado al ámbito jurídico, legal y normativo emanado por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público que compete al Segundo Mercado.

Para la etapa 4, se utilizaran simuladores Bancarios en el sistema financiero tradicional mientras que en el mercado de capitales se utilizara el simulador para la emisión de bonos de la Bolsa de Valores de Colombia.

3.3 REPORTE

A partir de los resultados obtenidos en la comparación de las dos fuentes de financiación para pequeñas y medianas empresas en Colombia, se realizará un análisis de los beneficios que conlleva financiarse vía mercado de capitales frente al sistema financiero tradicional, adicionalmente, se buscará conocer que medios de financiación están utilizando las PYME's en Colombia, y si se están utilizando estas dos alternativas.

Así mismo, se analizará los factores claves que utilizan otros países para que la financiación por mercado de capitales sea exitosa para PYME's y de esta manera proponer alternativas que conlleven a la viabilidad de este mercado en Colombia.

Al finalizar el análisis de datos se espera el cumplimiento de los objetivos planteados.

4. MARCO TEÓRICO

4.1. MERCADO DE CAPITALES

Según Elespe Douglas el mercado de capitales es el lugar físico o virtual donde se realizan transacciones con títulos valores negociables. Los valores negociables son representativos de bienes o derechos y como tales representan activos financieros¹³. El sistema financiero colombiano está conformado principalmente por 4 mercados los cuales son: Mercado monetario, Mercado de capitales, Mercado de divisas y Otros mercados como se puede observar en la figura 2. Este trabajo tiene particular interés en el mercado de capitales, el cual busca que las personas que necesitan recursos se pongan en contacto con las personas que están dispuestas a entregarlos con la expectativa de obtener un rendimiento¹⁴.

Según la Guía ABC del Inversionista¹⁵, el mercado de capitales cuenta con dos mecanismos distintos para poner en contacto a superavitarios con deficitarios:

- **El mercado bancario o intermediado:** Se caracteriza porque una entidad intermediaria capta recursos del público con exceso de liquidez para luego usarlo para otorgar préstamos a aquellos quienes lo necesitan. Ejemplo: Los bancos.

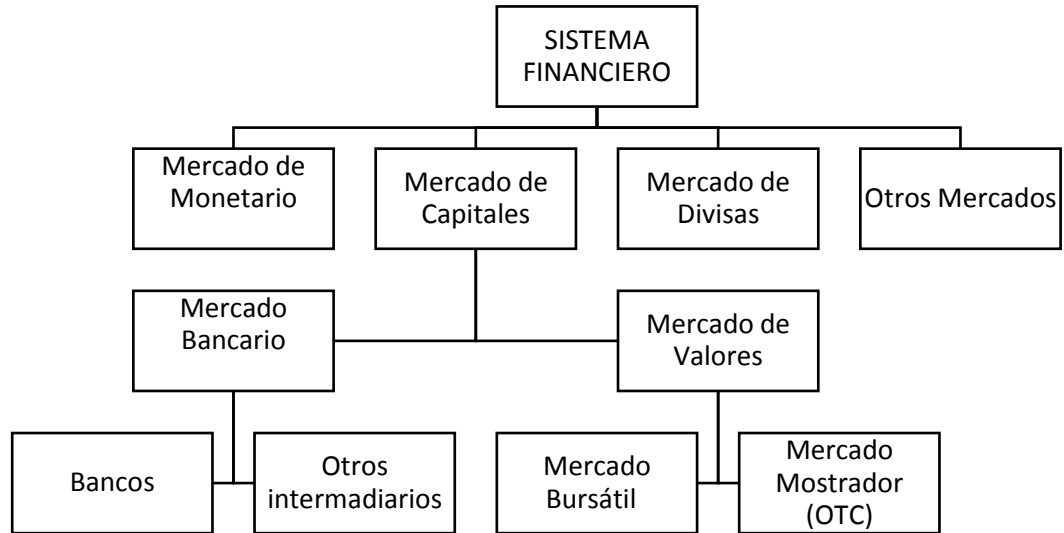
¹³ ELESPE, Douglas. La nueva ley para el mercado de Capitales. [en línea] [Consultado el 8 de marzo de 2016] Disponible en: <www.catedra-piaggi.com.ar/La_nueva_ley_para_el_mercado_de_capitales.doc>

¹⁴ AUTOREGULADOR DEL MERCADO DE VALORES. Educación Financiera para todos. [En línea] [Consultado 13 de enero de 2016] Disponible en: <<http://www.alianza.com.co/web/alianza-fiduciaria/manual-del-inversionista>>.

¹⁵ Ibid., p 10.

- **El mercado de valores o no intermediado:** Se caracteriza porque los agentes que necesitan de recursos (principalmente empresas y el Gobierno) captan los recursos directamente del público superavitario.

Figura 2. Composición del sistema Financiero en Colombia.



Fuente: Guía ABC del Inversionista [en línea]. [Consultado 8 de marzo 2016]. Disponible en <<http://www.grupobancolombia.com/wps/wcm/connect/f6a41dec-5ac8-4b70-8641-ba70d3729511/ABC+del+inversionista.pdf?MOD=AJPERES&CVID=lpS8VFq>>

4.1.1. Mercado de Valores: Moises Quevedo¹⁶ menciona que es el escenario para la transferencia de recursos monetarios, mediante la negociación de instrumentos denominados títulos valores que puedan ser de renta fija* o renta variable**. Para movilizar los recursos desde los superavitarios a los deficitarios existen

¹⁶ CÉSPEDES, Moisés Quevedo. El mercado balcón o segundo mercado como alternativa de participación de las PYMES en el mercado de capitales de Colombia. *Revista EAN*, 2015, no 35, p. 45-54

* Las condiciones y rentabilidad son conocidas por el inversionista desde el momento de la negociación.: ejm CDT

** La rentabilidad se desconoce al momento de la inversión y están sujetos a las condiciones existentes en el mercado ejm: acciones

principalmente agentes como La Bolsas de Valores, los comisionistas de Bolsa, el Depósito Centralizado de Valores, las sociedades administradoras de fondos de inversión, entre otras. El mercado de valores está compuesto principalmente por emisores de valores*, inversionistas y facilitadores o intermediarios entre emisores e inversionistas.

- **Emisores de Valores:** Hay emisores de naturaleza pública como: el Gobierno Nacional, las entidades públicas con regímenes especiales, empresas industriales y comerciales del Estado, etc. Y existen emisores privados tales como: entidades financieras, empresas privadas, etc.
- **Inversionistas:** Son las personas naturales o jurídicas que canalizan su dinero en el mercado de valores con el propósito de obtener una rentabilidad. Existen dos tipos de inversionistas: Inversionista profesional y cliente inversionista.
- **Facilitadores e intermediarios:** Entre los agentes que facilitan los mecanismos y la infraestructura para realizar la negociación de valores están: Bolsas de Valores, Depósitos Centralizados de valores (Entidad encargada de custodiar, administrar y recibir en depósito los valores negociados en el mercado. Los depósitos permiten que los títulos físicos sean inmovilizados en bóvedas de alta seguridad permitiendo su circulación a través de registros económicos. Los depósitos que existen en Colombia son: DECEVAL Y el Depósito Central de Valores.

* **Valor:** Es un instrumento a través del cual las empresas o el Gobierno pueden captar los recursos del público y de esta manera financiar sus actividades. Según la ley 964 de 2005 existen los siguientes valores: Las acciones, los bonos; Los papeles comerciales; Los certificados de depósito de mercancías; Cualquier título o derecho resultante de un proceso de titularización; entre otros.

4.1.1.1. Clasificación del Mercado de Valores: Según la Bolsa de Valores de Colombia¹⁷. Se clasifica principalmente de acuerdo a los siguientes criterios:

En primer lugar, se divide en Mercado Primario y Mercado Secundario, es decir que se emiten y venden por primera vez los activos financieros, o que la negociación se realice con valores ya emitidos y en circulación.

En segundo lugar, de acuerdo con el sistema a través del cual tiene lugar la negociación de valores, puede ser Mercado Bursátil y Mercado Extrabursátil. El primero se refiere al mercado en el cual se negocian valores por medio de una Bolsa de Valores o de un sistema transaccional, y el segundo se refiere al mercado en el cual se negocian valores por fuera de una Bolsa de Valores o sistemas transaccionales. En este último, las partes, comprador y vendedor, llevan a cabo la negociación directamente a través de contratos bilaterales, sin que exista un agente interpuesto que asuma los riesgos de contraparte.

En tercer lugar, de acuerdo con las personas autorizadas para invertir o comprar y vender valores, el mercado se divide en mercado principal y segundo mercado. En el primero participa el público en general y el segundo está restringido a inversionistas profesionales y está especialmente dirigido a que los emisores sean aquellas empresas que no han podido emitir en el mercado principal.

¹⁷ BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA. Guía del Mercado de Valores. [En línea] [Consultado: 5 de enero de 2016] Disponible en:
<http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Empresas/Guia_Mercado_Valores?com.tibco.ps.pagesvc.action=updateRenderState&rp.currentDocumentID=-7ca0c036_147b6b20b27_5e970a0a600b&rp.revisionNumber=1&rp.attachmentPropertyName=Attachment&com.tibco.ps.pagesvc.targetPage=1f9a1c33_132040fa022_-78750a0a600b&com.tibco.ps.pagesvc.mode=resource&rp.redirectPage=1f9a1c33_132040fa022_-787e0a0a600b>.

4.1.1.2. Segundo Mercado: El segundo mercado es “un esquema de financiación creado por el Gobierno de la República de Colombia en la Resolución 400 de 1995, hoy incluida en el Decreto 2555 de 2010. Su objetivo es facilitar el acceso al mercado de capitales local a mayor número de emisores. Este mecanismo busca ser una fuente alternativa de recursos para aquellas empresas que no han podido emitir en el Mercado Principal, debido a los estrictos requerimientos financieros, de información y los costos que ellos implicaban”¹⁸. Según Constanza Blanco este mercado tuvo como propósito abrir un espacio para ampliar el acceso al mercado bursátil a emisores que en principio no pudieron cumplir con los requisitos de información del mercado principal pero que, dado su mayor riesgo, pudieran ofrecer los títulos solamente a inversionistas calificados¹⁹.

Las principales diferencias entre mercado principal y segundo mercado se presentan en la tabla 1.

4.2. SISTEMA BANCARIO

Gobat²⁰ menciona que la actividad de los bancos se resume principalmente en dos elementos, en la captación de recursos y en la colocación de estos. En la primera los recursos se recogen de los clientes por medio de cuentas de ahorro y en diversos productos de inversión y en la segunda este dinero recogido es puesto a disposición del público, ya sea tanto para créditos de vivienda, de consumo, de cartera e hipotecarios o para pago de pasivos o crecimiento de las empresas, entre otros. Es

¹⁸ ENFOQUE MERCADO DE CAPITALES. El segundo mercado de valores y su regulación. [En línea] [consultado el 8 de marzo de 2016] Disponible en: <https://www.deceval.com.co/portal/page/portal/Home/Gestion_Corporativa/informe_de_investigacion/2014/Enfoque%2082.pdf>

¹⁹ BARÓN, Constanza Blanco. La reforma al segundo mercado: análisis del Decreto 1019 de 2014. *Revista de Derecho Privado*, 2014, no 52, p. 1-32

²⁰ GOBAT, Jeanne. ¿Qué es un Banco? *En: Finanzas y Desarrollo*. [Artículo en línea] (2012); P. 38-39. [Consultado 18 de enero de 2016] Disponible en: <<https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/spa/2012/03/pdf/basics.pdf>>.

decir la función principal de los bancos es captar fondos -depósitos- de gente con dinero, aglomerarlos y prestarlos a quien necesita.

Tabla 1. Principales diferencias entre el Mercado Principal y el Segundo Mercado en Colombia.

CONCEPTO	MERCADO PRINCIPAL	SEGUNDO MERCADO
Tiempo de respuesta de la SF a la solicitud	30 días hábiles	10 días hábiles
Costo de inscripción en el RNVE	0.08*1.000 del patrimonio del respectivo emisor	0.04x1.000 del patrimonio del respectivo emisor.
Derechos de la oferta pública	0.35x1.000 sobre el monto total de emisión	No se cobra por los derechos de oferta pública.
Monto mínimo de 2.000 SMVL para emisión de bonos y papeles comerciales	Sí	No
Representante de tenedores de bonos	Sí	No
Implementación de mecanismos de cobertura y apoyo crediticio en titularización de activos.	Sí	No
Inscripción en el RNVE y autorización de la oferta pública	Luego de la evaluación, análisis y revisión de los documentos exigidos, mediante la resolución se autoriza la inscripción en el RNVE y se autoriza su oferta pública.	Los valores se entenderán inscritos en el RMVE y su oferta pública será autorizada al remitir los documentos exigidos.

Fuente: El segundo mercado y su regulación [en línea]. [Consultado el 9 de marzo de 2016]. Disponible en https://www.deceval.com.co/portal/page/portal/Home/Gestion_Corporativa/informe_de_investigacion/2014/Enfoque%2082.pdf.

Según la Guía el mercado Colombiano de Valores²¹, el mercado bancario está compuesto por los establecimientos de crédito y además, otras entidades que tienen funciones similares, pero que no captan fondos a través de depósitos ni los colocan en la forma de créditos.

Específicamente, la estructura del mercado bancario colombiano está organizada de la siguiente forma:

4.2.1. Establecimientos de créditos: Están comprendidos básicamente de bancos comerciales, corporaciones financieras, compañías de financiamiento, entidades cooperativas de carácter financiero e instituciones oficiales especiales (bancas de segundo piso).

4.2.2. Sociedades auxiliares del crédito: En este grupo existe captación y colocación igualmente, sin embargo en esta categoría se encuentran las entidades que intermedian recursos del público mediante su captación y colocación profesional, como las sociedades fiduciarias, los almacenes generales de depósito y los fondos de pensiones y cesantías.

²¹ COLOMBIA CAPITAL. Mercado de valores. [En línea] [Consultado 8 de marzo de 2016] Disponible en: http://colombiacapital.com.co/wp-content/files_mf/142178561306_Gu%C3%ADaColombianadelMercadodeValores.pdf

4.2.3. Inversionistas Institucionales: Su función es captar recursos del público para invertirlos en valores. En este grupo se encuentran las entidades aseguradoras, las sociedades de capitalización y las carteras colectivas.

4.2.4. Otras instituciones: En esta categoría se encuentran todo tipo de instituciones que brindan soporte a las instituciones financieras y que no se encuentran en los grupos anteriormente mencionados, como las: sociedades de servicios técnicos y administrativos, las sociedades de inversión colectiva y las cajas de compensación.

4.3. AUTORIDADES DE INTERVENCIÓN

Estas son las encargadas de garantizar el buen funcionamiento del mercado en general, aportando transparencia al sistema financiero y, por lo tanto, confianza y seguridad a los ahorradores, inversionistas y deudores²². Es de vital importancia que la entidad financiera con la que se llevara a cabo una relación este vigilada por la Superintendencia Financiera de Colombia.

Adicionalmente a todas las entidades que hacen parte del sistema financiero están sujetas a supervisión por parte de: el Congreso de la Republica, el Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

²²ASOBANCARIA. Información al consumidor financiero. [En línea] [Consultado el 8 de febrero de 2016] Disponible en:
<http://www.asobancaria.com/portal/page/portal/Asobancaria/info_consumidor/sistema_financiero_y_banca/>

5. MARCO DE ANTECEDENTES

En Colombia se han realizado diversos proyectos que han trabajado en la búsqueda de diferentes fuentes de financiación para ayudar al crecimiento y desarrollo de los pequeños y medianos empresarios. En el trabajo realizado por María Alejandra Álzate de la Universidad de Los Andes, en el año 2010, titulado: *DETERMINACIÓN DE INSTRUMENTOS DE INVERSIÓN QUE PERMITAN A LAS PYME'S ACCEDER AL MERCADO DE CAPITALES*²³, se propone que para solucionar el problema de financiación de las pequeñas y medianas empresas, la mejor alternativa es la promoción de fondos de capital de riesgo (FCR), los cuales son fondos dedicados a invertir recursos de inversionistas institucionales en empresas que necesitan capital para crecer, ofreciéndoles financiamiento a corto y largo plazo y permitiéndoles así acceder a proyectos de investigación y desarrollo, los cuales son más difíciles de obtener a través de un crédito bancario. Para la autora, esta alternativa podría ser un primer acercamiento de las PYME's hacia el mercado de valores y para lograrlo deben contar con la disposición de compartir la toma de decisiones con un tercero y demostrar la capacidad de un sólido potencial de crecimiento. Por otro lado a los fondos de capital de riesgo les recomienda tener altos estándares de calidad en cuanto a la información exigida a las empresas interesadas en financiación para que de esa manera se brinde mayor confianza a los diferentes inversionistas.

Para concluir, la autora basada en un estudio de Pablo Orlandi²⁴ menciona las ventajas que tiene financiarse a través del mercado de capitales y no a través de

²³ ALZATE CASTRO, María Alejandra. Determinación de instrumentos de inversión que permitan a las PYME's acceder al mercado de capitales. Tesis (Economía). BOGOTÁ D.C: Universidad de los Andes. Facultad de Economía, 2010. 30 p.

²⁴ ORLANDINI, Pablo. Un análisis de las alternativas de financiación para las Pyme exportadoras. 2006. Palermo: Series del Centro de Estudios para el Desarrollo Exportador-CEDEX. [En línea]. [Consultado el 7 mar de 2016]. Disponible en <<http://www.palermo.edu/economicas/cedex/pdf/CEDEXEnero06PYME'sFin.pdf>>

bancos, entre las cuales se destacan: menor costo de financiamiento, reducción del costo de intermediación y aumenta la capacidad de financiamiento de la empresa.

Franco Castilla, Miguel realizó en el 2013, el proyecto titulado “SEGUNDO MERCADO PARA PYME’S EN COLOMBIA: OPORTUNIDADES POR APROVECHAR Y PARA CRECER”²⁵, éste tuvo como objetivo demostrar la utilidad de un segundo mercado en Colombia, que emita deuda como mecanismo de financiamiento para las PYME’s, basándose en la teoría de Michael Faulkender y Mitchel A. Petersen (2003), quienes afirman que las empresas tienen mayores posibilidades de apalancarse cuando tienen acceso al mercado de capitales y además muestran como la fuente de financiamiento afecta la estructura de capital en las compañías.

Menciona que el financiamiento de las PYME’s está basado principalmente en recursos propios y en créditos bancarios. Para el desarrollo de este proyecto, el estudio tomo como referente el Mercado Alternativo Bursátil (MAB) y utilizo las bases de datos de la Central de Balances del Banco de España, para conocer el perfil de las empresas que lo cotizan y, sobre todo, la manera en que tienen estructurada su funcionalidad con el fin de saber si verdaderamente el apalancamiento por medio de esta fuente de financiación genera mayores beneficios para este grupo empresarial. El resultado fue concluyente, aquellas empresas sin acceso a un segundo mercado cuentan con un nivel de apalancamiento inferior al de aquellas que si lo tienen. Así mismo señalaron las principales características que definen los autores de la Teoría: el promedio de activos y de ventas es mucho mayor en las empresas que emiten deuda frente

²⁵ FRANCO CASTILLA, Miguel Ángel. Segundo Mercado para PYME’s en Colombia: Oportunidades por Aprovechar y para Crecer. Tesis (Magister en Administración). Bogotá D.C: Colegio de Estudios Superiores de Administración- CESA, 2013, 52 p.

aquellas que no lo hacen, la estructura del pasivo es de mayor plazo en aquellas que emiten títulos y no en aquellas que utilizan mecanismos de financiación tradicionales, y por último, las empresas que presentan mayor apalancamiento son aquellas que presentan mayores márgenes de utilidad.

6. REVISIÓN DE LA LITERATURA

6.1 ANÁLISIS BIBLIOMÉTRICO

El seguimiento realizado en la literatura de fuentes de financiación para PYME's mediante el análisis bibliométrico permite identificar la dinámica de producción de artículos científicos que se han realizado sobre el financiamiento de las pequeñas y medianas empresas en todo el mundo.

Para el desarrollo de la revisión de literatura se utilizaron las etapas de identificación, selección, y análisis de los artículos pertinentes para la ejecución de este plan de investigación.

6.1.1. Identificación: En la figura 3 se presenta la ecuación de búsqueda, y los criterios de inclusión y exclusión que se tuvieron en cuenta para la revisión de literatura de este proyecto, que busca conocer y analizar desde diferentes perspectivas la problemática planteada sobre el financiamiento de las PYME's por medio de mercado de valores o por el sistema financiero tradicional en diferentes partes del mundo. Mediante la implementación de la ecuación en la base de datos Scopus se hace la búsqueda de los documentos científicos.

Figura 3. Ecuación de búsqueda.

("SMEs" or "small and medium-sized enterpris*" OR "small and medium business" OR "small and medium compan*") AND ("stock market" OR "capital market" OR "stock exchange" OR "financial market" OR "banks" OR "access to credit") AND (financ*).

- Inclusión

1). Los documentos que se encuentran registrados en Scopus en el periodo de tiempo comprendido entre 2009 y 2015.

2). Se incluyen solamente los tipos de documentos que son artículos.

3). Se incluyen solamente las áreas de economía y finanzas, negocio gestión y contabilidad.

- Exclusión

1). Los artículos que no tienen relación directa con el tema de financiamiento de las PYME's.

2). Los documentos que no son ni en ingles ni en español.

3). Los documentos que son libros, cartas, noticias, reporte de caso, conferencias. Etc.

6.1.2. Selección: La selección inicia desde el momento que se genera la ecuación de búsqueda en la base de datos, con el criterio de inclusión 1 se encuentra como resultado 446 documentos. Estos documentos científicos están divididos entre revisiones de artículos, conferencias, capítulos de libros, libros etc. Seguido a esto se aplicaron los criterios de inclusión y de exclusión 2 y 3 mediante un proceso de

refinamiento en la base de datos hasta obtener como resultados 225 artículos. Debido a que no es una investigación sistemática si no estrictamente de literatura, se escogen los artículos más relevantes por criterio.

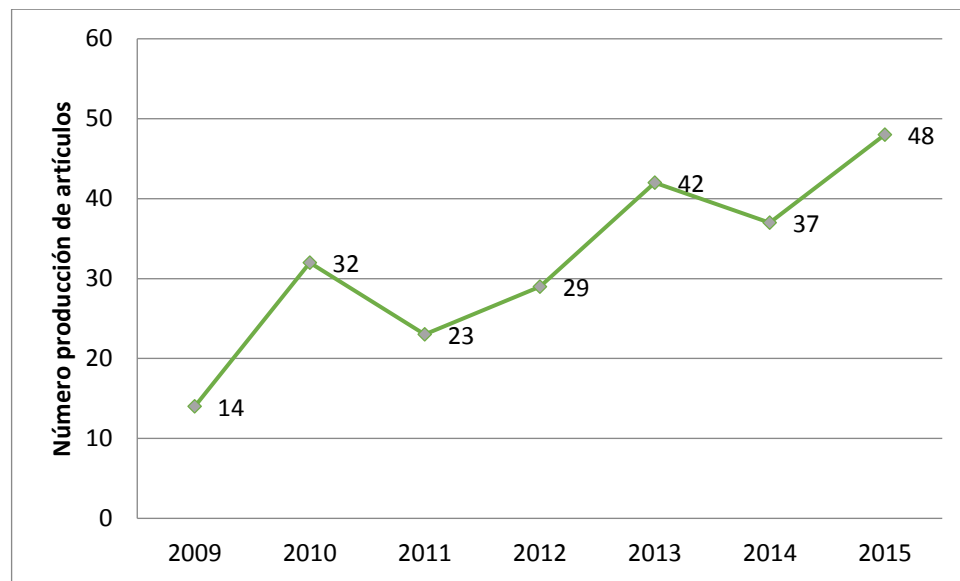
Por medio de la herramienta disponible en la base de datos Scopus, se organizó la información encontrada de la siguiente manera*:

- Producción de artículos

De acuerdo con la figura 4, se puede observar que el financiamiento de las PYME's ya sea por vía mercado de capitales o por el sistema financiero tradicional es una temática de estudio con tendencia creciente en el número de artículos producidos, sin embargo del año 2010 a 2011 y del 2013 a 2014 presenta una disminución no muy significativa en la producción de artículos sobre este tema. En el año 2010 se presenta una alta cantidad de publicaciones respecto al 2009, lo que puede indicar un posible descubrimiento sobre esta temática.

* Para la selección de artículos se tuvo en cuenta el contenido de otras bases de datos además de Scopus como lo son: Web of science, ELSEVIER y SpringerLink.

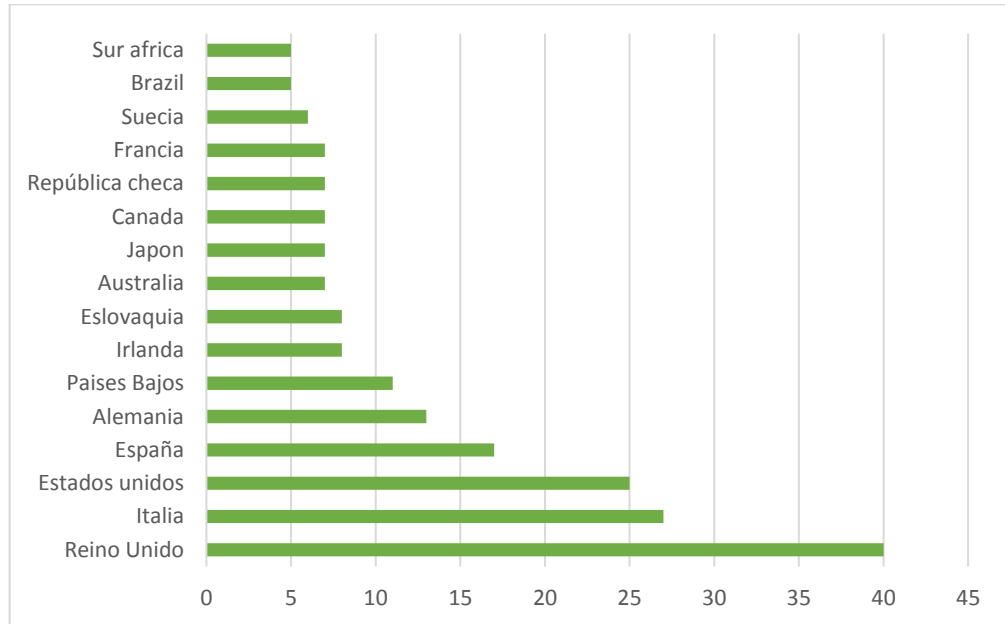
Figura 4. Producción de artículos anualmente sobre el financiamiento de las PYME's.



Fuente: Base de datos Scopus (2015).

En los 225 artículos se encuentra que el país que presenta mayor número de publicaciones es el Reino Unido (18%), seguido Italia (12%), Estados Unidos (11%), España (7,5%), Alemania (5,7%), países bajos (4,8%), entre otros. En la figura 5 se encuentran en forma descendente los Países más representativos con 5 o más publicaciones en el tema. Como se puede observar, Colombia no aparece en esta lista, lo cual se puede interpretar como una oportunidad de investigación existente en el área de fuentes de financiación para PYME's.

Figura 5. Número de publicaciones por país.



Fuente: Base de datos scopus (2015).

En la tabla 2 se presentan los principales autores, que tienen de a 2, 3 y 4 publicaciones. Es decir que los autores que lideran la investigación en esta temática representan el 50,2% del total de los artículos, el resto, es decir, el 49,8% son autores diferentes en cada artículo.

Tabla 2. Autores con sus respectivas publicaciones.

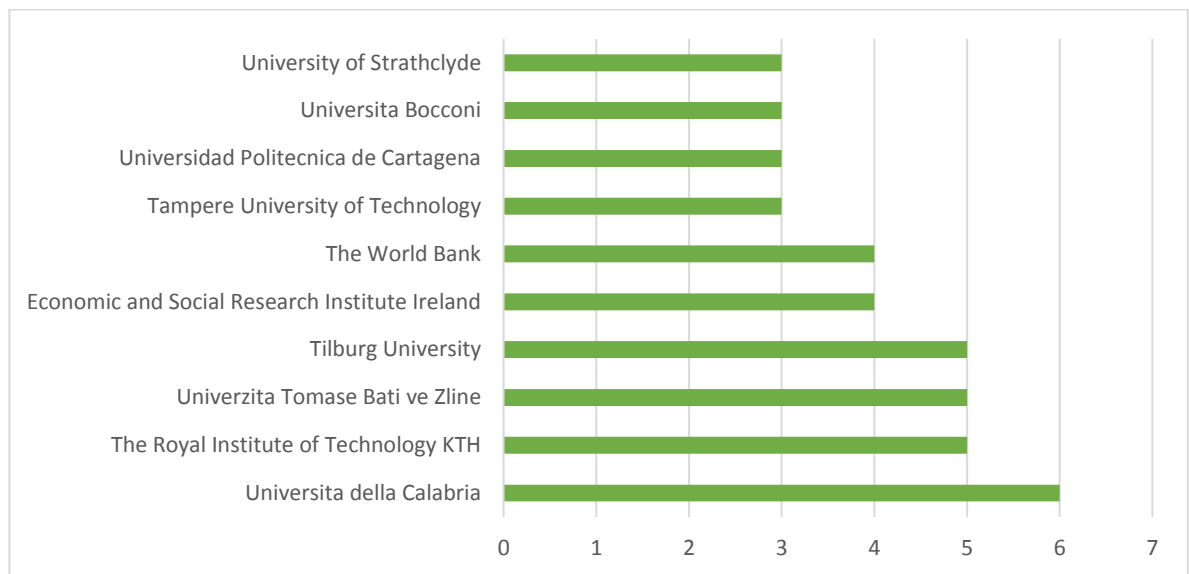
Autores	PÚB.	Autores	PÚB.	Autores	PÚB.
Agostino, M.	4	Hirata, H.	2	Fidrmuc, J.	2
Belas, J.	4	Holton, S.	2	Noth, F.	2
McCann, F.	4	Liu, J.	2	O´Toole, C.M	2
Sipko, J.	4	Howorth, C	2	Ogawa, k.	2
Silver, L.	4	Maenpaa, I	2	Gama, A.P.M	2
Trievieri, F.	4	Lawless, M.	2	Palacin-Sanc. M.J.	2
Beck, T.	3	Baldock, R.	2	Rossi, M.	2
Hernandez- Canovas, G.	3	Demjan, V.	2	Schaeck, k.	2
Berggren, B	3	La Rocca, M	2	Laeless, M.	2
North, D.	3	Koeter-kant, J.	2	Ongena, s.	2
Demirguc-kunt, A.	3	Hasumi, R.	2	Thampradit, N.	2
Al-said, M	2	Cardone- Riportella, C.	2	Habanik, J.	2
Lundahl, N	2	Bartos, p P	2	Whittam, G.	2
Bilan, Y	2	Bartos, P.	2	Xiao, L	2
El-Said, H.	2	Martinez.P	2	Zaki, c.	2
Freel, M	2	Mason, C.	2	Fatoki, O	2

Fuente: Base de datos scopus (2015).

La figura 6, representa las principales instituciones del mundo con tres o más publicaciones sobre dicho tema. Se puede observar que la universidad con más publicaciones está ubicada en Italia y se llama Università della Calabria, The Royal Institute of Technology KTH ubicada en Suecia con 5 publicaciones, Universidad

Tomase Bati ve Zline en Republica Checa con 5 publicaciones, Tilburg University en Países Bajos con 5 publicaciones.

Figura 6. Institutos con mayor número de publicaciones.



Fuente : Base de datos scopus (2015).

Y por ultimo la tabla 3 presenta la lista de las principales fuentes científicas con su respectiva cantidad de artículos publicados. Se destaca Small Business Economics dado que es la fuente que mas realiza publicaciones sobre el financiamiento de las PYME's, lo que se traduce en una fuente de vital importancia para futuras investigaciones.

Tabla 3. Fuentes con mayor número de publicaciones.

Fuente	Publicaciones
Small Business Economics	14
Journal of Banking and Finance	8
Applied Economics	7
Venture Capital	7
International Small Business Journal	6
Mediterranean Journal of Social Sciences	5
Journal of Financial Services Research	5
Corporate Ownership and control	4
Asian Social Science	4

Fuente: Base de datos scopus (2015).

6.2 ANÁLISIS PRELIMINAR DE LA LITERATURA.

A continuación se presenta el análisis de algunos de los artículos realizados en el periodo comprendido entre los años 2009 y 2015 que han sido elaborados en diferentes partes del mundo y que ayudan a resolver el propósito de esta investigación, es decir artículos relacionados con las fuentes de financiación de las pequeñas y medianas empresas, específicamente el mercado de capitales y el sistema financiero tradicional.

María Alejandra Ferrer, Álvaro Tresierra Tanaka²⁶ (2009). En el artículo se pretende estudiar los enfoques teóricos modernos (Teoría del Equilibrio Estático (Trade-off Theory) y la Teoría de la Jerarquía Financiera (Pecking Order Theory)) que existen sobre la Estructura de Capital, además de estudiar la relación de la composición del capital entre deuda y recursos propios. Estas teorías usan como referencia grandes empresas y mercados de capitales desarrollados, este trabajo

²⁶ FERRER, María Alejandra; TANAKA, Álvaro Tresierra. Las PYME sy las teorías modernas sobre Estructura de Capital. *Compendium: revista de investigación científica*, 2009, no 22, p. 65-84.

busca adaptarlo a pequeñas y medianas empresas para conocer el comportamiento real de financiación de éstas.

El objetivo de las teorías anteriormente mencionadas busca encontrar la estructura financiera óptima de una empresa. La Teoría del Equilibrio Estático evita el uso extremo del apalancamiento y racionaliza los índices de endeudamiento. Se espera un índice de endeudamiento elevado para empresas con activos tangibles, que tienen altos beneficios y por lo tanto más impuestos por compensar; las empresas poco rentables, con activos arriesgados e intangibles, basan su financiación en recursos propios (Brealey, Myers y Allen, 2006). Y la Teoría de la Jerarquía Financiera predice que prefieren la financiación interna antes que la externa, y a la deuda antes que la emisión de acciones, esta teoría parece proporcionar una mejor explicación de las fuentes de financiamiento utilizadas por las PYME's, siendo las fuentes autogeneradas las que constituyen la primera fuente de financiación de este grupo empresarial.

Anthony Stanger²⁷(2010). En este artículo el autor estudia la evolución de las políticas e iniciativas que el sector privado ha implementado en Australia con el fin de facilitar la financiación de las pequeñas y medianas empresas.

En primer lugar estudió el Sistema de Investigación Financiera en donde revisó todos los cambios, leyes y recomendaciones que se han hecho sobre el financiamiento de las PYME's, entre los cuales se destacaron: la disminución de requisitos para pequeñas emisiones dirigidas a no más de 20 personas y el permiso

²⁷ STANGER, Anthony M. *Developments in SME Financing in Australia: Wallis Report Findings and Corporations Law and Stock Exchange Initiatives*. New Zealand Centre for SME Research, Massey University, 2001.

otorgado por el Banco de la Reserva de Australia a todos los bancos de realizar inversiones a largo plazo en empresas que no sean financieras.

En segundo lugar nombró las modificaciones hechas a la Ley de Sociedades entre las cuales se destacan: la reducción de la cantidad mínima a emitir, la cual paso de \$500.000 a \$250.000 y la reducción del número mínimo de 500 accionistas para poder emitir en el Australian Stock Exchange's (ASX).

En tercer lugar que los títulos emitidos por las PYME's sean respaldados por el Gobierno o por el sector privado. Un ejemplo de esto, es el Gobierno de EEUU el cual respalda entre el 70% y 90% del total de préstamos realizados a PYME's.

Por medio de las iniciativas nombradas anteriormente es como Australia facilitó el acceso de las PYME's al mercado de valores como fuente de financiación.

Gemechu Ayana Aгаа y Barry Reilly²⁸. 2011, Este trabajo titulado “*Access to credit and informality among micro and small enterprises in Ethiopia*”, identifica los factores que determinan el acceso al crédito para las PYME's en Etiopía, como: la formalidad o la informalidad de la empresa, la ubicación, el tamaño, como influye la pertenencia a una asociación empresarial, la importancia de la formación profesional del propietario y el sector al que pertenecen, entre otros, a través de un conjunto de datos recogidos en entrevistas realizadas a aproximadamente 1.000 micro y pequeños empresarios, en diferentes zonas de Etiopía.

²⁸ AGA, Gemechu Ayana; REILLY, Barry. Access to credit and informality among micro and small enterprises in Ethiopia. *International Review of Applied Economics*, 2011, vol. 25, no 3, p. 313-329.

El estudio presenta las siguientes conclusiones: el género del propietario juega un papel importante para obtener acceso al crédito, se comprueba que las empresas de propiedad femenina en Ethiopia acceden con mayor facilidad a los préstamos que los propietarios masculinos, estos poseen 10% de menor posibilidad, además la habilidad y la educación de los propietarios son factores claves en la solicitud del crédito, porque deben ser concisos y convincentes. Otro atributo importante, aunque de difícil medición, es la motivación personal. Varios estudios indican que las diferencias en la motivación pueden explicar las diferencias en rendimiento en tareas específicas entre personas con capacidad similar (Shane, Locke, y Collins 2003). En cuanto a la ubicación es importante conocer que donde existen relativamente pocos prestatarios potenciales, los bancos pueden tener información previa sobre ellos, como su funcionamiento y el rendimiento que realmente poseen, además de la historia y los antecedentes de sus propietarios (Stiglitz 1990; Banerjee y Newman 1998) y por último la informalidad es potencialmente un determinante importante de restricción al crédito en una empresa.

María José Palacín-Sánchez y Eulalia María Jara-Corrales²⁹ (2012). El objetivo central de este trabajo de investigación se basa en valorizar las 17 empresas que ingresaron al Mercado Alternativo Bursátil (MAB) desde el 2008 hasta principios del 2012, para identificar y analizar las principales características y variables que influyeron a que estas empresas optaran por el MAB como fuente de financiación, factores como: el tamaño, la edad, la procedencia geográfica y el sector al que pertenecen cada una de estas. Así mismo en este trabajo se analiza la importancia de cotizar en este mercado alternativo y los efectos que tuvieron en las magnitudes financieras.

²⁹ PALACÍN-SÁNCHEZ, María José; JARA-CORRALES, Eulalia María. El mercado alternativo bursátil en España: una valoración. *Cuadernos de economía*, 2012, vol. 35, no 98, p. 77-88.

Tras una valoración globalizada se presentan las siguientes conclusiones:

- Respecto al tamaño, las PYME's que optan por ingresar al Mercado Alternativo Bursátil son las de tamaño mediano.
- En cuanto a la edad son las empresas jóvenes entre 4 y 10 años quienes prefieren esta alternativa de mercado, por lo que se encuentran en fase de emprendimiento y crecimiento.
- Las 17 empresas son de origen español, principalmente de Cataluña, Galicia y Madrid.
- Por ultimo dominan los sectores relacionados con las nuevas tecnologías y caracterizados por la innovación constante.

Existen distintas razones por las que una empresa ingresa al MAB, sin embargo las más destacadas fueron: Visibilidad, notoriedad y mejora de la imagen de la marca además de obtener financiación para el crecimiento de la empresa vía capital. En la mayoría de los casos, las empresas optan por una oferta de suscripción para salir al MAB, y lo que respecta al coste total de la operación, oscila entre 8% y 12% del importe efectivo de la misma.

Melisa Larsen, Hernán Vigier, M. Belén Guercio, Anahí Briozzo³⁰(2013) El objetivo los autores con este artículo fue estudiar las diferentes alternativas de

³⁰ LARSEN, Melisa, et al. FINANCING THROUGH NEGOTIABLE OBLIGATIONS. THE PROBLEM OF BEING SMEs. *Visión de Futuro*, 2014, vol. 18, no 2.

financiación que existen para este tipo de empresas en el mercado de capitales Argentino. En particular lo que buscó fue estudiar el instrumento conocido como Obligaciones Negociables (ONs), los cuales son títulos de deuda que pueden ser emitidas por las empresas a través del mercado de capitales.

Según estudios anteriores encontrados en la literatura sobre el tema, se evidencia que el principal obstáculo que tienen las PYME's para el ingreso al mercado de capitales son los costos adicionales a la tasa de interés que deben pagar. Por tanto, el objetivo del artículo fue analizar a través de una simulación de costos, si estos siguen siendo un obstáculo aún después de los cambios realizados en cuanto a términos legales y requerimientos exigidos a las compañías emisoras.

Para la simulación de costos para una emisión de Obligaciones Negociables (ONs) además de los costos relacionados con la tasa de interés, se tuvo en cuenta los costos de transacción y de señalización. Los primeros se relacionan con: inscripción, publicaciones, comisiones, etc. Y los segundos son los encargados de reducir las asimetrías de información existentes entre la compañía y el mercado, entre estos se destacan: las calificadoras de riesgo y garantías.

El artículo concluyó con que los costos de transacción, como los honorarios profesionales, comisiones y publicaciones son los más elevados y una reducción en ellos disminuiría de forma significativa el costo total de la emisión generando así un posible aumento en la cantidad de empresas que quieran emitir. Una alternativa planteada por los autores para disminuir este costo es que las actividades relacionadas con asesoramientos a las PYME's estén incluidas en programas ya existentes implementados por entidades gubernamentales como lo es el Ministerio de Industria Nacional. Por otro lado, los costos de señalización también representan un alto porcentaje en el costo total de la emisión, por tanto los autores recomiendan

según Vigier³¹ que los costos relacionados con calificadoras de riesgo o costos de garantía, sean subsidiados en cierta parte por programas públicos de asistencia financiera.

Joan Manuel Suescun Sanabria, 2014³². El Estado Colombiano ha tratado de mejorar la relación entre las PYME's y el mercado de capitales por medio de programas e incentivos tributarios, ya que este mercado es uno de los más dinámicos de la región de Sur América. Las PYME's en Colombia no logran aumentar su valor principalmente porque las fuentes de financiamiento (entre los que se destacan: crédito bancario tradicional, leasing y factoring), son utilizadas para pago de capital de trabajo y no para desarrollar proyectos de expansión en la infraestructura de la compañía para poder confrontar fácilmente los mercados globalizados.³³

Una forma de inyectarle capital a estos empresarios es por medio de los fondos de capital de riesgo, estos son un conjunto de inversionistas que realizan suministros tanto de recursos como de asesorías a las empresas, además es una forma de financiar empresas que están naciendo y que no tienen un historial que permita confiar en sus resultados o tener la seguridad de que se recibirán retornos por el dinero que se le preste³⁴.

³¹ VIGIER, H. A. Demand-side Approach to SME's Capital Structure. Evidence from Argentina. Citado por LARSEN, Melisa. Financing Through Negotiable Obligations. The Problem of Being SMEs. Bahía Blanca (Argentina), Volumen I. Trabajo de investigación. Universidad Provincial del Sudoeste. Facultad de Micro, Pequeña y Mediana Empresa.

³² SUESCUN, Juan. Cómo hacer del mercado de capitales una fuente de financiación para las PYME's en Colombia.

³³ VELÁZQUEZ Vadillo, F., & Butze Aguilar, W. (2009). Neutralidad o influencia indirecta del sistema financiero sobre la estructura de capital de las empresas? (Neutrality, or Indirect Influence of the Financial System's Structure on the Capital Structure of Firms? With English summary.). *Análisis Económico*, 24(55), 279-301.

³⁴ BANCA FÁCIL. ¿Qué es el capital de riesgo? [En línea] [Consultado el 8 de marzo de 2016] Disponible en:

Así mismo para superar las barreras para acceder el mercado de capitales, el trabajo de investigación presentó las siguientes alternativas:

- Debido al desconocimiento que muestran las PYME´s Colombianas la Bolsa de Valores ha creado el programa Colombia capital la cual es una guía detallada para utilizar el tipo de operaciones que se puede realizar en este mercado.
- Participación activa en conferencias o eventos desarrollados por diferentes agremiaciones empresariales.
- Ayudar a promulgar normas que permitan que un porcentaje mínimo de los capitales internacionales inviertan en títulos valores emitidos por empresas Pyme Colombianas.

Antonio Gómez, Domingo García y Teresa Mariño³⁵(2015). El artículo tuvo como objetivo principal conocer el interés que tienen las empresas españolas hacia la posibilidad de ingresar al segundo mercado como alternativa de financiamiento en el momento de planificar su estructura de capital. Además de esto, buscaron verificar cuales son los principales obstáculos y beneficios de salir a este mercado. Para ello, realizaron un análisis comparativo entre 477 empresas familiares y 353 no familiares, con la intención de identificar y diferenciar las principales características de aquellas compañías que consideran como opción de

<<http://www.bancafacil.cl/bancafacil/servlet/Contenido?indice=1.2&idPublicacion=3000000000000059&idCategoria=9>>

³⁵ GÓMEZ Antonio; GARCIA Domingo y MARIÑO Teresa. El comportamiento de las empresas familiares frente al Mercado Alternativo Bursátil (MAB): evidencia empírica. En: Spanish Journal of Finance and Accounting. Vol. 44, No. 2 (Dic, 20015); p. 208 – 237.

financiamiento el Mercado Alternativo Bursátil-MAB (Mercado Secundario en España).

Los resultados que se obtuvieron ponen de manifiesto la aversión al riesgo y el conservadurismo que caracteriza a las empresas familiares frente a las no familiares en sus decisiones de financiación y de control sobre la empresa. Uno de los factores que más les preocupa es la pérdida de confidencialidad que supone la salida al MAB, dado que quedan obligadas a unos mayores estándares de información periódica y transparencia, además de las pérdidas de control que se podrían presentar debido a turbulencias en los mercados financieros.

7. EVOLUCIÓN Y SITUACIÓN ACTUAL DEL SISTEMA FINANCIERO TRADICIONAL Y DEL MERCADO DE CAPITALES EN COLOMBIA

La evolución y situación actual del sistema financiero tradicional se desarrolla a continuación de la siguiente manera, en primer lugar se describe como se encuentra conformado actualmente este sistema, dando un enfoque específicamente en establecimientos de crédito, seguido de la evolución de las solicitudes de créditos de las PYME's al sistema Bancario desde el 2008 hasta el 2015, y por último la evolución del rango de tasas de créditos aprobados en el mismo periodo.

7.1. SITUACIÓN ACTUAL DEL SISTEMA FINANCIERO

Según el Decreto 663 de 1993, el sistema financiero y asegurador de Colombia se encuentra conformado por³⁶:

- a. Establecimientos de crédito: son aquellas instituciones financieras que tienen como función principal captar en moneda legal recursos del público ya sea en forma de depósitos, a la vista o a término y colocarlos nuevamente a través de préstamos, descuentos, anticipos u otras operaciones activas de crédito*. Según el artículo 54 de la Ley 454 de 1998 los establecimientos de crédito comprenden las siguientes instituciones financieras: establecimientos bancarios, corporaciones financieras, corporaciones de ahorro y vivienda, compañías de financiamiento comercial y cooperativas financieras.

³⁶ COLOMBIA. SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA. Decreto 663 (2, abril, 1993) Por medio del cual se actualiza el Estatuto Orgánico del Sistema Financiero y se modifica su titulación y numeración. Bogotá DC, 1993.

* Según el Decreto 519 de 2007 de la Superintendencia Financiera de Colombia, se entiende por operación activa de crédito aquella por la cual una de las partes entrega o se obliga a entregar una cantidad de dinero y la otra a pagarla en un momento distinto de aquel en que se celebra la convención.

- b. Sociedades de servicios financieros: Según el artículo 35 de la Ley 1328 de 2009, son sociedades de servicios financieros las sociedades fiduciarias, los almacenes generales de depósito, las sociedades administradoras de Fondos de Pensiones y de cesantías y las sociedades de intermediación cambiaria y de servicios financieros especiales, las cuales tienen por función la realización de las operaciones previstas en el régimen que regula su actividad.

- c. Sociedades de capitalización: son instituciones financieras cuyo objeto consiste en estimular el ahorro mediante la constitución, en cualquier forma, de capitales determinados, a cambio de desembolsos únicos o periódicos, con posibilidad o sin ella de reembolsos anticipados por medio de sorteos.

- d. Entidades aseguradoras: A esta categoría pertenecen las compañías y cooperativas de seguros y las de reaseguros*.

- e. Intermediarios de seguros y reaseguros: Se consideran intermediarios de seguros a los corredores, agencias y agentes cuya función consiste en la realización de las actividades contempladas en el Estatuto Orgánico del Sistema Financiero.

Por efectos del siguiente capítulo (comparación entre el sistema financiero tradicional y el mercado de capitales), este trabajo de investigación hará énfasis en los establecimientos de crédito dentro de los cuales se encuentran Bancos

* Contrato por el cual un asegurador toma a su cargo, total o parcialmente, un riesgo ya cubierto por otro asegurador, sin alterar lo convenido entre este y el asegurado.

Comerciales, hipotecarios, Bancos de segundo piso (Instituciones oficiales especiales), entre otros.

7.1.1. Establecimientos de crédito:

7.1.1.1. Banco Comercial: Establecimiento que tiene como objetivo principal recibir fondos de otros en depósito general y de usar éstos, junto con su propio capital, para prestarlo y comprar o descontar pagarés, giros o letras de cambio.

Según la Superintendencia Bancaria³⁷, los tipos de crédito ofrecidos por este tipo de Banco, principalmente son los siguientes:

- Crédito de consumo: se entiende como créditos de consumo los créditos otorgados a personas naturales cuyo objeto sea financiar la adquisición de bienes de consumo o el pago de servicios para fines no comerciales o empresariales, independientemente de su monto.
- Microcrédito: Es el conjunto de operaciones activas de crédito otorgadas a microempresas cuyo saldo de endeudamiento con la respectiva entidad no supere veinticinco (25) salarios mínimos legales mensuales vigentes.
- Crédito de vivienda: Son créditos de vivienda, independientemente del monto, aquellos otorgados a personas naturales, destinados a la

³⁷ SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA. Conceptos modalidades de crédito. [En línea] [Consultado el 4 de marzo de 2016] Disponible en: <<https://www.superfinanciera.gov.co/jsp/loader.jsf?lServicio=Publicaciones&lTipo=publicaciones&lFuncion=loadContenidoPublicacion&id=60956&reAncha=1>>

adquisición de vivienda nueva o usada, o a la construcción de vivienda individual.

- Crédito comercial: Se definen como créditos comerciales todos los créditos distintos a los de vivienda, de consumo y microcrédito, son otorgados a personas naturales o jurídicas para el desarrollo de actividades económicas, distintos a los otorgados bajo la modalidad de microcrédito. El crédito comercial comprende los créditos ordinario, preferencial o corporativo y el de tesorería.

Se considera que un cliente es preferencial o corporativo cuando éste posee los elementos necesarios para entrar a pactar una tasa de interés. El crédito preferencial o corporativo se define para plazos superiores a 30 días.

De igual forma se entiende como crédito de tesorería aquel crédito otorgado a clientes preferenciales o corporativos a un plazo inferior o igual a 30 días, dirigidos a atender necesidades de liquidez de corto plazo.

Se entiende como crédito ordinario, aquél crédito comercial que no se puede clasificar como de tesorería o como preferencial o corporativo.

7.1.1.2. Banco Hipotecario: Es un establecimiento que tiene como función prestar dinero asegurándolo con propiedades raíces, el cual debe cubrirse por medio de pagos periódicos, su propósito es emitir cédulas de inversión*.

7.1.1.3. Banco de segundo piso: Son establecimientos dirigidos por el estado cuyo principal objetivo es el fomento y desarrollo de ciertos sectores de la economía (agricultura, textil, etc). Además buscan identificar y dar solución a problemas de financiamiento regional o municipal y fomentar actividades de exportación, desarrollo de proveedores y creación de nuevas empresas. Se caracterizan porque no tratan directamente con el usuario final de los créditos, sino que realizan la gestión a través de los bancos comerciales quienes son los que tratan en primer lugar con las empresas o usuarios que soliciten el préstamo.

A continuación se nombran los principales Bancos de segundo piso existentes hoy en día en Colombia:

- **Bancóldex:**

“Es el banco de desarrollo empresarial colombiano que diseña y ofrece nuevos instrumentos, financieros y no financieros, para impulsar la competitividad, productividad, crecimiento y desarrollo de las micro, pequeñas, medianas y grandes empresas colombianas, ya sean exportadoras o del mercado nacional”³⁸.

* Las **cédulas de inversión** son activos financieros. Son emitidas por una entidad que busca obtener liquidez antes de la fecha de pago de una deuda que tienen hacia él, con el beneficio para el inversionista que las adquiere del pago de una tasa de interés.

³⁸ BANCOLDEx. ¿Qué es Bancóldex? [En línea] [Consultado el 8 de agosto de 2016] Disponible en: <<https://www.bancoldex.com/acerca-de-nosotros92/Que-es-Bancoldex.aspx>>

Otorgandoles capital a aquellos que tengan necesidad de: atender costos y gastos operativos, invertir en propiedad, planta y equipo, consultoría y formación o desarrollar operaciones de comercio exterior.

Para acceder a un crédito de recursos Bancóldex, el empresario debe realizar los siguientes pasos³⁹:

- ✓ Identificar la alternativa de financiación más adecuada de acuerdo al tamaño, ubicación, actividad de la empresa y el destino que va a dar a los recursos del crédito.
- ✓ Contactar al intermediario financiero de mayor preferencia (Bancos, compañías de financiamiento, leasing, cooperativas, cajas de compensación, entre otros) que cuenten con cupos de crédito en Bancóldex y solicitarles el préstamo.
- ✓ Radicar los documentos requeridos en la entidad financiera para su respectiva evaluación.
- ✓ En caso de que las garantías presentadas por la empresa resulten insuficientes para el criterio del intermediario, éstas se pueden complementar con las que ofrece el Fondo Nacional de Garantías.
- ✓ Si el crédito es aprobado por la entidad financiera, esta solicitará los recursos a Bancóldex.

³⁹ BANCOLDEX. ¿Cómo acceder a un crédito con recursos Bancoldex? [En línea] [Consultado el 8 de agosto de 2016] Disponible en: < <https://www.bancoldex.com/Sobre-PYME's/Como-acceder-a-un-credito-con-recursos-Bancoldex.aspx>>.

- ✓ Bancóldex desembolsará los recursos a la entidad financiera y así consecutivamente la entidad procederá a entregárselos a la empresa.

- **Finagro:**

Es una entidad de segundo piso que promueve el desarrollo del sector rural colombiano a través de instrumentos de financiamiento que estimulan la inversión. Entre sus principales productos se encuentra el Crédito Agropecuario y Rural⁴⁰ que se otorga para ser utilizado en las distintas fases del proceso de producción, transformación y/o comercialización de bienes agropecuarios, acuícolas y de pesca. También se otorga para minería, turismo rural y ecológico, artesanías, piedras preciosas y metales.

- **Findeter:**

Es el banco de desarrollo para la infraestructura sostenible del país que otorga créditos de redescuento a través de intermediarios financieros para financiar proyectos de infraestructura públicos y privados en Colombia. Adicionalmente, emite garantías, administra fondos públicos, y proporciona servicios de estructuración de proyectos. Su misión es principalmente apoyar el desarrollo sostenible del país⁴¹.

⁴⁰ FINAGRO. Productos y servicios. [En línea] [Consultado el 8 de agosto de 2016] Disponible en: <<https://www.finagro.com.co/productos-y-servicios/cr%C3%A9dito-agropecuario-y-rural>>.

⁴¹ FINDETER. ¿Quiénes somos? [En línea] [Consultado el 18 de agosto de 2016] Disponible en: <http://www.findeter.gov.co/publicaciones/quienes_somos_pub>.

Adicionalmente Findeter otorga créditos de redescuento a 11 sectores de la economía nacional entre los cuales se encuentran: Medio Ambiente, TIC's, Educación, Vivienda, Saneamiento Fiscal, Desarrollo Energético, Agua Potable, Salud, Turismo, Deporte, Transporte y otros sectores.

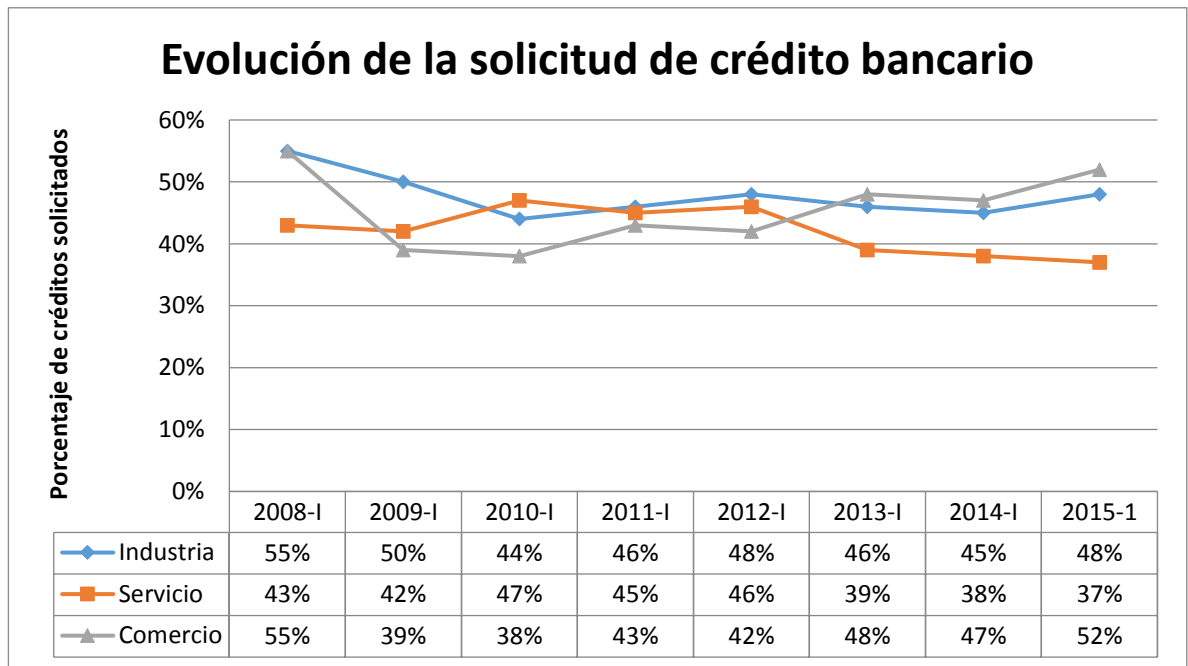
7.1.2. Evolución del financiamiento PYME a través del Sistema Bancario en Colombia: A continuación se presenta el análisis de la evolución de las solicitudes de crédito que han realizado las PYME's al sistema financiero tradicional y el análisis de la evolución de las tasas aprobadas de datos tomados de la Gran Encuesta Pyme (GEP) desde el año 2008 hasta el 2015. (La encuesta se realiza dos veces en el año, sin embargo la mayoría de veces no se observan diferencias significativas entre éstas, debido a esto se realizará el análisis de los resultados del primer semestre de cada año. Se escoge éste y no el segundo semestre dado que en el momento de la revisión no se encontraba disponible los resultados segundo semestre de 2015 en la GEP).

Los informes de resultados de cada semestre son presentados por la Asociación Nacional de Instituciones Financieras -Anif, el Banco Interamericano de Desarrollo - BID, el Banco de la República y Bancóldex⁴², la encuesta es realizada telefónicamente, con la aplicación de un cuestionario estructurado vía CATI (Computer Assisted Telephone Interview). Está dirigida a los directivos o las personas encargadas del área financiera de compañías de los tres macrosectores (sector comercio, industrial y servicios), se selecciona de forma aleatoria, obteniendo cada semestre un rango de muestra entre 1.500 y 2.000 empresas, las empresas deben tener un rango entre 11 y 200 empleados para garantizar que sean pequeñas y medianas empresas.

⁴² ANIF. La gran encuesta Pyme 2009-II. [En línea] [Consultado el 15 de septiembre de 2016] Disponible en: <http://anif.co/sites/default/files/encuestas_pyme/2016/07/encuestaii-09.pdf>.

En la Figura 7 se presenta la evolución de los porcentajes de solicitud de créditos de cada sector:

Figura 7. Proporción de solicitud de Créditos a través del Sistema Financiero Tradicional.



Fuente: Adaptado de la Gran Encuesta Pyme. ANIF (2015).

Se puede observar que del primer semestre del 2008 al primer semestre de 2009 la demanda de créditos bancarios del sector industria y el sector servicio no disminuyeron tan significativamente como el sector comercio (del 55 al 39%), se da principalmente como respuesta al grave deterioro que presentó la superficie de ventas del primer semestre del año 2009 y de no mostrar mejoría respecto al año anterior, adicionalmente entre las razones señaladas por los empresarios se encuentra que el principal problema para este semestre fue la escasez de demanda de los productos, mientras que en el mismo semestre del año anterior había sido la

rotación de cartera. Este sector siente con mayor fuerza los efectos negativos, debido a: i) el menor tamaño de las empresas, ii) la alta concentración de mercados, y iii) la menor apertura a mercados externos⁴³.

Igualmente en el sector industria se observa una disminución de 9 puntos porcentuales del año 2008 al 2010, debido a la crisis que se presentaba en ese momento, las PYME´s de este sector adoptaron políticas de reducción de costos y regularon su producción de acuerdo a la evolución de la demanda. En efecto, el porcentaje de empresarios que bajó su nivel de producción en el primer semestre de 2008 respecto del segundo semestre de 2007 pasó de 12% a 33%⁴⁴, los subsectores que presentaron mayor deterioro en estos años fueron los productos textiles, edición e impresión, cuero, calzado y marroquinería, las ventas en el año 2009 presentaron un deterioro notable, por primera vez desde que se realiza la Encuesta fue negativo (-23) en el sector industrial, por otra parte en ese año su principal problema fue la falta de demanda. Este dinamismo se explica por la desaceleración económica que ha presentado todos los sectores económicos del país.

En efecto, el PIB en el 2007 obtuvo una tasa de crecimiento del 7,5%, en el 2008 esta tasa disminuyó al 2,5% y en el primer semestre del 2009 se encontraba -0,5%⁴⁵. Sin embargo el primer semestre de 2010 la situación económica de las PYME´s industriales mejoró, el PIB para este semestre se recuperó a 4,3%, lo que significaba que lo peor de la crisis había pasado. Para el año 2010 el subsector que más sobresalió en solicitar créditos bancarios fue el de productos textiles⁴⁶.

⁴³ Ibid., p. 43.

⁴⁴ ANIF. La gran encuesta Pyme 2008-II. [En línea] [Consultado el 15 de septiembre de 2016] Disponible en: <http://anif.co/sites/default/files/encuestas_pyme/2016/07/encuestaii-08.pdf>

⁴⁵ ANIF. Op. cit., p. 43.

⁴⁶ ANIF. La gran encuesta Pyme 2007-II. [En línea] [Consultado el 15 de septiembre de 2016] Disponible en: <http://anif.co/sites/default/files/encuestas_pyme/2016/07/encuestaii-10.pdf>

En el primer semestre de 2011 se puede observar que el sector industria y el sector servicios, no mostraron variaciones significativas respecto al primer semestre de 2010, mientras que el sector comercio aumentó 5 puntos porcentuales al pasar de 38% al 43%, los empresarios reportaron mejoría de situación financiera, la percepción de la demanda por parte de estos empresarios fue mayoritariamente positiva para este semestre. En cuanto a costos de comercialización señalaron estabilidad respecto de años anteriores, sin embargo el margen de ganancias del sector comercial estuvo por debajo del sector servicios, pero en el mismo nivel del sector industrial. En ese año el principal obstáculo que presentaron las PYME´s fue la competencia de grandes superficies. Adicionalmente el sector servicios reporta haber sufrido un encarecimiento de sus costos de operación⁴⁷.

Del 2012 al 2013, el sector industrial no refleja variaciones significativas mientras que el sector servicios presenta la mayor variación de solicitudes de crédito, disminuyendo 7 puntos porcentuales. Dentro de los subsectores, las actividades de arquitectura e ingeniería e informática reportaron mayor dinamismo que los hoteles y restaurantes quienes fueron los que presentaron el desempeño menos favorable. Además este sector mostró una tendencia negativa en sus márgenes debido al encarecimiento de costos. Adicionalmente el sector comercio disminuyó 6 puntos porcentuales, el 38% de los empresarios expresó que su situación empeoró, únicamente el subsector de bebidas y alimentos reportó balance positivo, la evolución de la demanda también tuvo una tendencia negativa, por lo que en ese

⁴⁷ ANIF. La gran encuesta Pyme 2011-II. [En línea] [Consultado el 15 de septiembre de 2016] Disponible en: <http://anif.co/sites/default/files/encuestas_pyme/2016/07/gran_encuesta_pyme_ii-2011web_0.pdf>

semestre no lograron ampliar su base de clientes, por el contrario se vieron obligados a reducirla⁴⁸.

En los últimos tres años reflejados en la figura 7 no se evidencian cambios significativos, para el primer semestre de 2015 en el sector industrial, el 36% de las PYME's reportaron mejoría de su situación económica, los subsectores que presentaron percepciones menos favorables fueron los productos metálicos, muebles, cuero, calzado y marroquinería. Un 26% de PYME's industriales expresaron que sus ventas cayeron, encontrando una desaceleración económica de este segmento debido a las condiciones del entorno macroeconómico. Sin embargo para este semestre el macrosector más afectado fue el sector comercio, dado que los subsectores de artículos de uso doméstico, de productos textiles y prendas de vestir presentaron balances negativos. Por ultimo para este semestre el sector servicios también presento una desaceleración en su situación económica. El principal obstáculo que reflejaron el sector industria y comercio fue la tasa de cambio mientras que el del sector servicio fue la competencia⁴⁹.

Por otro lado, los créditos otorgados a la PYME's a través de líneas de redescuento reflejan una tendencia a la baja, la proporción de empresarios que utilizaba esta línea para el año 2008 se encontraba entre: 24% y 13% para los tres macrosectores⁵⁰, siendo Bancóldex el Banco más utilizado, mientras que para el año 2015 la proporción se encontraba entre el 10% y el 13%, utilizando

⁴⁸ ANIF. La gran encuesta Pyme 2013-II. [En línea] [Consultado el 15 de septiembre de 2016] Disponible en: <http://anif.co/sites/default/files/encuestas_pyme/2016/07/gran_encuesta_pyme_ii-2013_0.pdf>

⁴⁹ ANIF. La gran encuesta Pyme 2015-II. [En línea] [Consultado el 15 de septiembre de 2016] Disponible en: <http://anif.co/sites/default/files/encuestas_pyme/2016/07/gran_encuesta_pyme_ii-2015_1.pdf>.

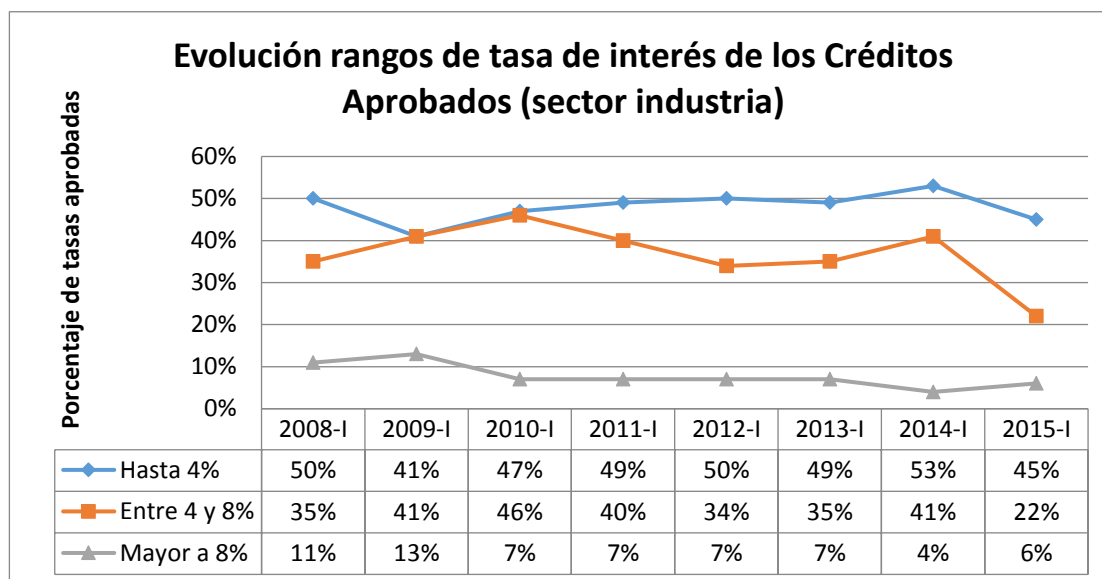
⁵⁰ ANIF. Op. cit., p. 46.

mayoritariamente Bancóldex y Finagro⁵¹, lo que demuestra que ha disminuido notablemente.

En esta investigación también se encontró que el plazo de la mayoría de créditos otorgados a la PYME´s es a mediano y corto plazo (1 y 3 años), demostrando así las dificultades que tiene este segmento empresarial para acceder a financiamientos de largo plazo a través de esta alternativa. Adicionalmente la tasa a la que se aprobaron la mayoría de créditos (2008-2015) estaba en DTF+4%.

En la figura 8 se presenta la evolución de las tasas de interés de los créditos Bancarios del sector industria desde el 2008 (estos porcentajes están indexados con la variable DTF):

Figura 8. Evolución del rango de tasas de los Créditos aprobados para las PYME´s en el sector Industria.



Fuente: Adaptado de la Gran Encuesta Pyme. ANIF (2015).

⁵¹ ANIF. Op. cit., p. 45.

Se observa un incremento del primer semestre del 2008 al primer semestre de 2010 en la proporción de los empresarios industriales que ubicaron la tasa de los préstamos recibidos en el rango entre DTF+4% a DTF+8%, una caída del rango más bajo (DTF+4%) y un aumento de dos puntos porcentuales en el rango más alto (DTF+8%) en el año 2008. El informe de la Gran Encuesta Pyme menciona que ésta tendencia se observa desde el año 2006 debido al alza generalizada que presentaban las tasas de interés en ese momento (a principios del 2008 la tasa de interés de intervención emitida por el Banco de la República se encontraba inalterada en 9.50%⁵²).

Sin embargo, debido a la armonización entre el sector financiero y productivo, y a la solidez del sector bancario entre 2007 y 2009, la proporción de empresarios que utiliza la tasa de interés más baja (DTF+4%), empiezan a aumentar considerablemente desde el año 2009⁵³, mientras que la proporción del porcentaje de tasas del rango entre DTF+4% a DTF+8% empieza a disminuir desde el 2010, y la tasa más alta (DTF+8%) desde el año 2009 (del 2010 al 2013 no presenta cambios significativos la proporción de empresarios que utilizan la tasa más alta), dada la buena percepción del riesgo del sistema financiero. Adicionalmente para el primer semestre de 2009 la tasa de interés de intervención* continuaba disminuyendo considerablemente, el 19 de junio de 2009 se encontraba en 4.5%.

Del 2012 al 2013 el rango de tasa más común continua siendo DTF+4%, a pesar de disminuir ésta un punto, no se observan cambios significativos y al mismo tiempo la

⁵² BANCO DE LA REPÚBLICA. Banco de la República mantiene inalterada la tasa de interés de intervención. [En línea] [Consultado el 16 de agosto de 2016] Disponible <<http://www.banrep.gov.co/es/node/6795>>.

⁵³ ANIF. Op. cit., p. 41.

* Se denomina tasa de intervención de política monetaria del Banco de la República a la tasa mínima de las subastas de expansión monetaria a un día.

tasa entre DTF+4% a DTF+8% aumentó en uno, las empresas más beneficiadas del porcentaje más bajo son las empresas medianas⁵⁴.

En el año 2014 se observa que el adecuado flujo de crédito a las pequeñas y medianas empresas ha venido acompañado por un abaratamiento de la deuda, dado que aumenta el rango de empresarios en el primer semestre de 2013 que obtienen la tasa más baja (DTF+4%) en 4 puntos, las empresas pequeñas fueron las más beneficiadas aumentando 7 puntos porcentuales en ese rango y las medianas dos puntos, además la opción entre DTF+4% a DTF+8% aumentó en 6 puntos, mientras que la proporción de los que se ubican en la tasa más alta DTF+8% disminuye en 3 puntos porcentuales⁵⁵.

Todo lo contrario ocurre en el año 2015, dado que presenta el mayor encarecimiento del costo del financiamiento presentada en esta evolución, principalmente para las empresas medianas, y la tasa entre DTF+4% a DTF+8% disminuye notoriamente en 19 puntos porcentuales, aumentando en 2 puntos la tasa más alta DTF+8%⁵⁶. Sin embargo la tasa de interés de intervención en el primer semestre de 2015 se encontraba en 4,5%.

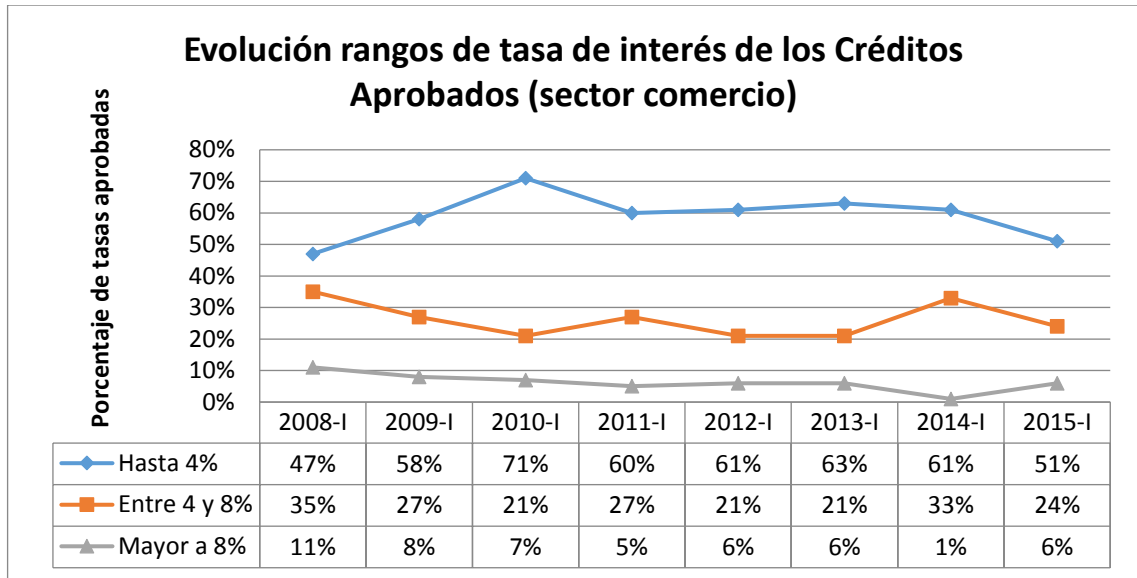
A continuación la figura 9 presenta la misma evolución pero en el sector comercio.

⁵⁴ANIF. Op. cit., p. 43.

⁵⁵ ANIF. La gran encuesta Pyme 2014-II. [En línea] [Consultado el 15 de septiembre de 2016] Disponible en: <http://anif.co/sites/default/files/encuestas_pyme/2016/07/gran_encuesta_pyme_2014-ii_1.pdf>.

⁵⁶ ANIF. Op. cit., p.45.

Figura 9. Evolución del rango de tasas de los Créditos aprobados para las PYME's en el Sector Comercio.



Fuente: Adaptado de la Gran Encuesta Pyme. ANIF (2015).

En esta evolución se puede observar que la tasa más común para las PYME's comerciales es la tasa más baja (DTF+4%). Del 2008 al 2010 mantiene una tendencia alcista la proporción de empresarios que se ubicaron dentro la DTF+4%, mientras que el rango que estuvieron dentro de la DTF+4% a DTF+8% y en DTF+8% disminuyó, en 14 y 4 puntos porcentuales respectivamente.

A pesar que el 95% de las PYME's comerciales se sintió satisfecha con el monto del crédito obtenido en el primer semestre de 2011, el rango de empresarios que se ubicaron en la tasa DTF+4% disminuyó en 9 puntos porcentuales, contrario a lo ocurrido en el sector industrial, y el rango de DTF+4% a DTF+8% aumentó en 6

puntos porcentuales⁵⁷. Sin embargo la tasa de interés intervención a principios del 2011, continuaba disminuyendo encontrándose en 4,25%.

Del 2011 al 2013, no se observan cambios significativos en las tres tendencias de tasas. En el primer semestre del 2013, el 63% de las PYME´s comerciales obtuvo una tasa menor al DTF+4%, específicamente en las empresas pequeñas, el porcentaje de créditos otorgados a una tasa menor a DTF+4 pasó de un 62% en 2012-I a un 67% en 2013-I, sin embargo el de créditos a una tasa DTF+8 se incrementó en 2 puntos porcentuales⁵⁸.

En el año 2014 se observa una tendencia mixta en las PYME´s comerciales. Es decir, por un lado el 61% de las empresas obtuvo una tasa menor a la DTF+4%, disminuyendo dos puntos del semestre anterior, pero por otro lado también disminuyeron las tasas más altas (DTF+8%), cayendo en 5 puntos porcentuales. La razón principal es que para las empresas pequeñas el porcentaje de créditos disminuyó de 67% en 2013 a 63% en 2014, incrementándose el rango de DTF+4% a DTF+8% en 12 puntos, adicionalmente disminuyó la tasa más alta en 5 puntos⁵⁹. La tasa de interés de intervención al 20 de junio del 2014 se encontraba en 4%.

Por último en el año 2015 subió 5 puntos porcentuales la tasa DTF+8%, reduciendo la proporción de créditos otorgados hasta DTF+4% en 10 puntos, sucediendo el mismo comportamiento que el sector industrial⁶⁰.

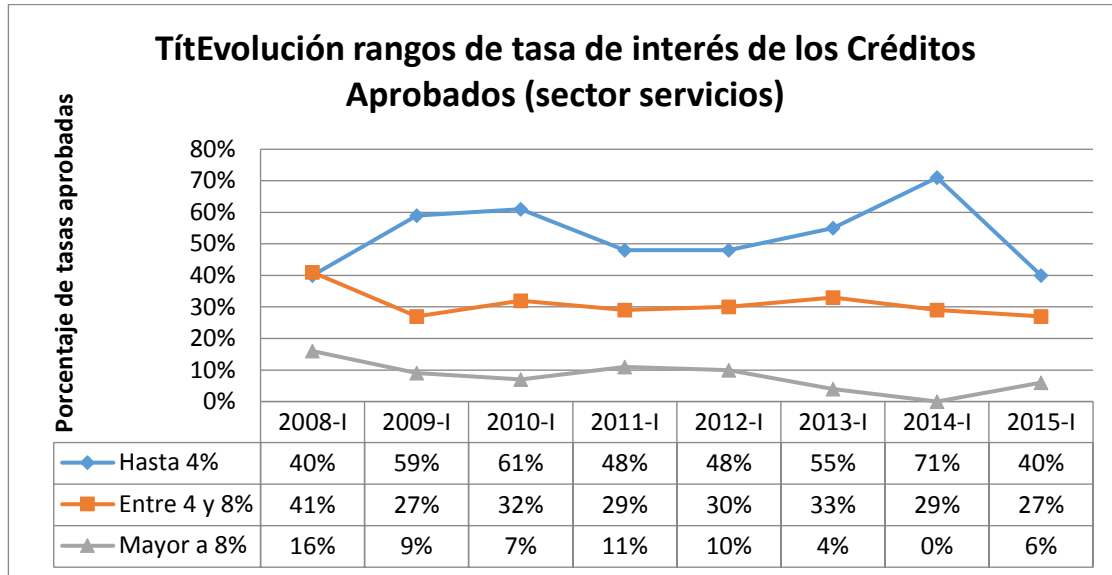
⁵⁷ ANIF. La gran encuesta Pyme 2016-II. [En línea] [Consultado el 15 de septiembre de 2016] Disponible en: http://anif.co/sites/default/files/encuestas_pyme/2016/07/encuestaii-10.pdf

⁵⁸ ANIF. Op. cit., p. 44.

⁵⁹ ANIF. Op. cit., p. 47.

⁶⁰ ANIF. Op. cit., p. 45.

Figura 10. Evolución del rango de tasas de los Créditos aprobados para las PYME´s en el Sector servicios.



Fuente: Adaptado de la Gran Encuesta Pyme. ANIF (2015).

En el sector servicios continúa la tendencia del sector industrial y comercial, es decir la tasa más común es la DTF+4%. Este sector mantiene el mismo comportamiento del sector comercio del primer semestre de 2008 al primer semestre de 2009, sin embargo, en este sector la satisfacción de los empresarios respecto a la tasa de interés en el primer semestre de 2009, disminuyo notoriamente debido a que las tasas de interés de los créditos aprobados bajo notablemente, los créditos rechazados para los subsectores de asesoramiento empresarial y de hoteles y restaurantes superaron el 12%⁶¹.

⁶¹ ANIF. Op. cit., p. 41.

En el año 2010 la satisfacción de las PYME's de servicios mejoró considerablemente respecto a la tasa de interés, dado que ésta percepción aumentó en 35 puntos porcentuales del 2009 al 2010, (53% al 88%)⁶².

A pesar de la buena percepción de riesgo que mantenía el sistema bancario en el primer semestre del 2011 y que no existían incrementos recientes del Banco de la República, la proporción de empresarios que se ubicó en la tasa más baja disminuyó en más de 13 puntos porcentuales, siendo el sector que más disminuyó en este periodo, y la tasa más alta aumentó en 4 puntos.

Del año 2011 al 2012 no se observan diferencias significativas en este sector. En el primer semestre del 2013 la dinámica fue muy favorable para el sector servicios ya que aumentó la tasa más baja y disminuyó la tasa más alta. Para las pequeñas empresas la tasa DTF+4% aumentó en 5 puntos porcentuales, mientras que para las medianas aumentó en 15 puntos, la satisfacción de los empresarios PYME respecto al monto de crédito aprobado fue superior al 90%. Adicionalmente, para este semestre el 28 de junio de 2013 la tasa de interés de intervención se ubicaba en 3.25%⁶³.

El año 2014, se dio el crecimiento más notorio para las pequeñas y medianas empresas de los tres sectores, aumentando en 16 puntos la tasa más baja entre 2013-I y 2014-I en el sector servicios, pues el porcentaje de créditos otorgados a las pequeñas empresas la menor tasa (DTF+4) se incrementó en 28 puntos

⁶² ANIF. La gran encuesta Pyme 2010-II. [En línea] [Consultado el 15 de septiembre de 2016] Disponible en: <http://anif.co/sites/default/files/encuestas_pyme/2016/07/encuestaii-10.pdf>

⁶³ BANCO DE LA REPÚBLICA. Banco de la República mantiene la tasa de interés de referencia. [En línea] [Consultado el 7 de agosto de 2016] Disponible en: <<http://www.banrep.gov.co/es/comunicado-28-06-2013>>

porcentuales, mientras que el aumento fue de 5 puntos porcentuales en las medianas empresas⁶⁴.

Por último el sector servicios continúa la tendencia del sector industrial y del sector comercial en el año 2015, disminuyendo en 31% los créditos a la tasa más baja (DTF+4%), sin embargo sigue siendo la tasa más común de los empresarios, en este caso con un 40% de créditos otorgados, para las PYME´s del sector servicios se observó una fuerte reducción de la satisfacción respecto a la tasa al pasar del 75% en 2014-I al 58% en 2015-I⁶⁵.

Por otro lado cabe resaltar que en la mayoría de los casos (en la evolución de 2008 a 2015), los recursos solicitados por las PYME´s al sistema financiero tradicional se utilizaron principalmente para capital de trabajo como primera medida, en segundo lugar para pago de pasivos y adicionalmente destinaron recursos en la búsqueda de mejores condiciones de plazo, tasa o amortización además de realizar remodelaciones o adecuaciones para mejorar su capacidad y compra o arrendamiento de maquinaria en menor medida.

Por último, cabe mencionar que esta alternativa de financiación es la más utilizada por las PYME´s en Colombia, dado que la mayoría no accede a ninguna fuente de financiación diferente al crédito bancario, sin embargo los proveedores son la segunda opción (particularmente en el sector comercio), seguida del leasing, el factoring y el mercado extrabancario.

⁶⁴ ANIF. Op. cit., p. 47.

⁶⁵ ANIF. Op. cit., p. 45.

De la anterior evolución se puede concluir que existen diferentes elementos que inciden en el aumento o la disminución de solicitudes de créditos, como: la situación actual del mercado, la tasa de interés de intervención, las ventas, la demanda, la competencia, la situación del mercado internacional, el sector, entre otras. Adicionalmente se puede concluir por datos extraídos de la GEP que aún existe un porcentaje alto de empresarios que no están utilizando ninguna vía como fuente de financiamiento y que las PYME's que se están financiando a través de Bancos de segundo piso cada año están disminuyendo, lo que significa que existe la necesidad de crear otras alternativas de financiación más asequibles para este tipo de empresarios. Por último, es importante mencionar que las tasas de interés a las que se aprueban los créditos bancarios dependen de condiciones similares a las mencionadas anteriormente y que al depender de tantos factores, estas tasas pueden fluctuar drásticamente; como lo ocurrido en el sector servicios del año 2014 al 2015 que el porcentaje de empresarios con tasas aprobadas con la DTF +4% (la más baja) disminuyó en un 31%.

7.2. PERSPECTIVA HISTÓRICA DEL MERCADO DE CAPITALES EN COLOMBIA.

El mercado de capitales es de vital importancia para el desarrollo económico de un país. Este sirve como fuente de financiación para las empresas que deseen: diversificar sus opciones de inversión, pagar pasivos y obligaciones, obtener capital de trabajo, entre otras. Además que ayuda a ser más eficientes y competitivas a las organizaciones⁶⁶.

⁶⁶ GESTIOPOLIS. El mercado de capitales en Colombia. [En línea] [Consultado el 15 de junio de 2016] Disponible en: <<http://www.gestiopolis.com/el-mercado-de-capitales-en-colombia/>>

El mercado de capitales ha evolucionado debido al desarrollo económico que ha presentado Colombia. A inicios del siglo XX empresas como Bavaria, Fabricato, Coltejer, Compañía Nacional de Chocolates -hoy grupo Nutresa-, requerían mayor capital para la generación y creación de valor de estas organizaciones. Con el fin de cambiar el sistema financiero tradicional aproximadamente en 1923, estas compañías se incentivan en buscar financiación a largo plazo a través del mercado de capitales⁶⁷.

Debido a la guerra que se vivía en esa época, se presentaban duras restricciones comerciales, por lo que la creación de la Bolsa de Valores de Bogotá en 1928 llega en un momento oportuno para el desarrollo industrial en Colombia. La Bolsa de Bogotá se conformó con un capital social de \$20.000 y con la vinculación de un pequeño grupo de comisionistas en ejercicio. Es por la misma fecha, que se crea el Banco de la República de Colombia, algunos Bancos comerciales y la Superintendencia Bancaria –hoy la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC)- consolidando así el sistema financiero de la Nación⁶⁸.

El 19 de enero de 1961 sigue evolucionando el mercado bursátil, creándose la Bolsa de Medellín. Esta plaza se constituyó con un capital pagado de \$522.000, suma aportada por 29 corredores, que conformaban la Asociación de Corredores de Medellín⁶⁹.

⁶⁷ BARRIOS, Francy y BELTRÁN, Carlos. Evolución del mercado de capitales colombiano: un enfoque en el mercado accionario y sus efectos sobre el crecimiento económico a partir de 1990 hasta 2006. Trabajo de grado Economista. Bogotá D.C.: Universidad de la Salle. Facultad de Economía, 2007. 58 p.

⁶⁸ BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA. Historia de la BVC. [En línea] [Consultado el 9 de agosto de 2016] Disponible en: <<http://bolsadevaloresdecolombia.blogspot.com.co/2009/09/historia-de-la-bvc.html>

⁶⁹ Ibid., p. 55.

En 1983, nace la Bolsa de Occidente S.A y a partir de 1987 el precio promedio de las acciones y el volumen transado (aproximadamente 236% anual) aumentó considerablemente, esto surge también gracias a los estímulos tributarios que se crearon para los diferentes actores del mercado accionario.

En la búsqueda de internacionalización, modernización, desarrollo y nuevas estrategias que beneficiaran a los actores bursátiles, se integran con la ayuda del Gobierno las Bolsas de Bogotá, Medellín y Occidente en el 2001, creando la actual Bolsa de Valores de Colombia (BVC) para ser una Bolsa más competitiva a nivel mundial⁷⁰.

Como se mencionó anteriormente en Colombia las PYME's no están utilizando al mercado de capitales como fuente de financiación (por su reducido tamaño no cumplen con los requisitos establecidos por el mercado principal como lo son: el nivel patrimonial, la calificación de riesgo, los estándares de la información, los montos mínimos de la emisión, entre otros⁷¹), debido a esto, se hace necesaria la creación de un segundo mercado que facilite el acceso y la permanencia de éstas, donde los requisitos sean más flexibles que en el mercado principal. Para el cumplimiento del objetivo de la evolución y la situación actual del mercado de capitales como fuente de financiación de las PYME's se desarrollara a través del segundo mercado en Colombia por las razones expuestas anteriormente.

A pesar de que el Gobierno Nacional ha emitido nuevos programas y se ha mantenido actualizando los Decretos para el segundo mercado, el despegue de este

⁷⁰ BARRIOS y BELTRÁN. Op. cit., p. 53.

⁷¹ RONCALLO SARMIENTO, Carlos. Estrategias para estimular el mercado de capitales en Colombia como generador de riqueza. Trabajo de grado Administrador de Empresas. Bogotá D.C: Universidad Javeriana. Facultad de Administración, 2009. 83 p.

ha sido lento y no se han logrado los objetivos por los cuales fue propuesto. Es por esta razón que para analizar la evolución del mercado de capitales como fuente de financiación de las PYME's, el presente capítulo se compone de dos partes: la primera analiza la evolución que han presentado las normas que regulan el segundo mercado seguido de la evolución del total de las ofertas públicas autorizadas (primer y segundo mercado) vs las ofertas públicas autorizadas en el segundo mercado desde 1998 hasta 2015.

A continuación se presenta los inicios y la normatividad actual del segundo mercado

7.2.1. Resolución 400 de 1995: El segundo mercado en Colombia, está regulado principalmente en el título cuarto de la Resolución 400 de 1995⁷² de la Superintendencia de Valores, hoy Superintendencia Financiera de Colombia.

A continuación se describen los artículos más relevantes y significativos que especifican las características del mercado y las barreras que presentan estas normatividades para que las PYME's utilicen el mercado de capitales como fuente de financiación.

Art. 1.4.0.1. -Definición "Créase el Segundo Mercado, entendiéndose como tal las negociaciones de títulos cuya inscripción en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios se efectúe conforme a los requisitos establecidos en el presente título y cuya adquisición sólo puede ser realizada por los inversionistas autorizados"⁷³. Es

⁷² COLOMBIA. SUPERINTENDENCIA DE VALORES Resolución 400. (22, mayo, 1995). Por la cual actualizan y unifican las normas expedidas por la Sala General de la Superintendencia de Valores. Bogotá D.C., 1995.

⁷³ Ibid., p. 57.

importante mencionar que los títulos que pertenezcan a una misma emisión solo podrán hacer parte del mercado principal o del segundo mercado y no en forma simultánea. En adición, los valores que hagan parte del segundo mercado pueden trasladarse al mercado principal, pero no de modo contrario.

En aras de entender la anterior definición, es característica única del segundo mercado la restricción de los inversionistas autorizados ya que la adquisición de los valores solo lo podrán hacer los inversionistas calificados, siendo definidos en esta Resolución como “todas aquellas personas que posean o administren un portafolio de inversiones no inferior a ocho mil quinientos (8.500) salarios mínimos mensuales y las sociedades comisionistas de bolsa, se considerarán inversionistas calificados únicamente cuando inviertan sus recursos propios o efectúen operaciones por cuenta propia”⁷⁴. Adicionalmente será obligación del adquiriente certificar su calidad de inversionista. (En este artículo se puede verificar quienes se exceptúan de inversionistas calificados).

Esta restricción de los inversionistas autorizados se da como una forma de compensar el riesgo al que se ven expuestas las personas que desean invertir en estas empresas, ya sean nuevas, pequeñas o medianas por lo que es necesario que los demandantes tengan la capacidad de identificar, medir y controlar su riesgo.

En lo que respecta a los requisitos necesarios para emitir valores en el segundo mercado (segunda parte de la definición) se encuentra como primera instancia la inscripción en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios, que estarán inscritos siempre y cuando el emisor envíe los siguientes documentos a la SFC, reflejados en el Art. 1.4.0.8:

⁷⁴ Ibid., p. 57.

- ✓ Constancia expedida por el revisor fiscal, o por el representante legal para el caso de aquellas entidades que no tienen revisor fiscal, en la cual se certifique el cumplimiento de todos los requisitos legales para efectuar la emisión;
- ✓ Formulario de Inscripción totalmente diligenciado según el formato establecido por la Superintendencia de Valores para el Segundo Mercado;
- ✓ Certificado de existencia y representación legal de la entidad emisora.
- ✓ Facsímil o modelo del respectivo valor, en el cual deberá incluirse en forma destacada que el mismo sólo puede ser adquirido por los inversionistas autorizados conforme a lo dispuesto en la presente resolución.

Cabe destacar que los documentos requeridos son menos estrictos y exigentes que los emitidos por el mercado principal, como se puede ver en el capítulo primero del título primero de la parte primera de la Resolución. El principal objetivo de disminuir estos requisitos es abaratar los costos de acceso al segundo mercado de las entidades previamente mencionadas.

Mientras que en el mercado principal la Superintendencia Financiera cuenta con 30 días para realizar las observaciones que considere pertinentes, en el segundo mercado cuenta con solo 10 días contados a partir de la fecha de radicación en la entidad de todos los documentos de que trata este artículo.

Por otro lado es deber del emisor mantener actualizado permanentemente el Registro Nacional de Valores e Intermediarios tal cual como lo describe el Art.

1.4.0.9, donde deberán remitir a la Superintendencia Financiera de Colombia –en adelante SFC- y a la Bolsa de Valores en que se encuentran inscritos, la información correspondiente a la primera parte del capítulo tercero del título primero de la Resolución 400⁷⁵, siendo ésta la misma emitida por el mercado principal, solo se diferencia en que el formulario que debe presentarse es el especial para el segundo mercado y la periodicidad de entregar la información es distinta.

De manera muy general, la información que se debe presentar es la siguiente: de fin de ejercicio, es decir la información previa y posterior a la asamblea*, donde claramente se especifiquen quienes son los emisores de valores, cual es el proyecto de la distribución de utilidades o por el contrario el informe de pérdidas del ejercicio, aunado de la información financiera del garante. En el mercado principal los emisores inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios deberán radicar trimestralmente los estados financieros en la Superintendencia de Valores mientras que en el segundo mercado se realizará con una periodicidad anual. Igualmente el artículo 1.1.3.4 indica que las entidades inscritas en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios deberán divulgar todo acto extraordinario*, hecho relevante** o significativo del mismo emisor, sus negocios, los valores registrados y/o la oferta al mercado de dichos valores, en forma clara tanto a la Superintendencia de Valores como a las Bolsas donde tengan inscritos sus valores a cotización y a los sistemas centralizados de negociación donde dichos valores se

⁷⁵ Ibid., p. 57.

* Art. 1.1.3.2.- Informaciones de fin de ejercicio, 1. Información previa a la asamblea, 2. Información posterior a la asamblea, también después de 15 días de aprobar la información de los estados financieros deben presentar la siguiente documentación: 2.1. Formulario de actualización especial para el segundo mercado, 2.2. Copia del acta de la Asamblea General con todos sus anexos incorporados, 2.3. Un certificado de existencia y representación, que no deberá tener una fecha de expedición anterior a tres meses. 3. Agentes de manejo de procesos de titularización.

* Como distribución de dividendos, Reestructuración de pasivos, Cambios de revisor fiscal o auditores externos, Contratos de colaboración: Alianzas estratégicas, joint ventures y otros.

** Ejemplos de algunos hechos relevantes mencionados en el artículo 1.1.3.4: Decisiones relevantes de la junta directiva o del órgano equivalente, Cambios en las políticas contables, Modificación de las cifras contenidas en los estados financieros transmitidos previamente al Registro Nacional de Valores e Intermediarios Cambios significativos en la composición de los activos o patrimonio.

negocien. En diversos estudios se ha encontrado que la baja utilización del mercado de capitales por parte de las PYME's además de los costos y el desconocimiento de las alternativas que ofrece, es la información que debe estar presentando eventual y periódicamente.

Por otro lado, cabe destacar que a diferencia del mercado principal, en el segundo mercado existe flexibilidad en algunas exigencias como: los valores a negociar, las necesidades de representante legal y el valor de los montos a emitir que a continuación se describen:

El Art. 1.4.0.7. –Valores a negociar. “Podrán hacer parte del segundo mercado los valores emitidos por entidades que por su naturaleza puedan realizar emisiones de títulos de contenido crediticio, de participación, o mixtos, para ser colocados y negociados en el mercado público de valores”⁷⁶. Es decir existen diversas fuentes de financiación para este mercado ya sea desde el patrimonio o del pasivo, como las acciones, los bonos, los papeles comerciales y las titularizaciones, entre otros.

Los **artículos 1.4.0.15, 1.4.0.16, 1.4.0.17** que corresponden al representante legal de los tenedores de bonos, al monto de emisión de bonos y al monto de emisión de los papeles comerciales respectivamente, describen que las emisiones de bonos en el Segundo Mercado no requerirán de representante legal de los tenedores de bonos, que en los requisitos de la emisión de bonos, no estarán sujetos al numeral 1 del artículo 1.2.4.2 de la presente Resolución y por lo tanto el monto de emisión objeto de inscripción en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios para realización de oferta pública o para inscripción en Bolsa podrá ser inferior a 2.000

⁷⁶ SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA. Op. Cit., p.55.

salarios mínimos mensuales y por último el monto de emisión de papeles comerciales en el segundo mercado también podrá ser inferior a 2.000 salarios mínimos mensuales.

Otro artículo importante de esta Resolución es la referente a las ofertas públicas de valores, que se define como “aquella que se dirija a personas no determinadas o a cien o más personas determinadas, con el fin de suscribir, enajenar o adquirir documentos emitidos en serie o en masa, que otorguen a sus titulares derechos de crédito, de participación y de tradición o representativos de mercancías”⁷⁷. No se considerará pública la oferta de acciones o de bonos obligatoriamente convertibles en acciones que esté dirigida a los accionistas de la sociedad emisora, siempre que sean menos de quinientos (500) los destinatarios de la misma.

Las ofertas públicas del mercado primario que se efectúen sobre valores que hagan parte del segundo mercado deberán estar sujetas a las siguientes obligaciones:

- **Art. 1.4.0.12.-Autorización de oferta pública:** Como primera medida deberán enviar la documentación* correspondiente a la Superintendencia de Valores.
- **Art. 1.4.0.13.- Procedimiento para adelantar la oferta pública en mercado primario:** Después de enviar los documentos, el emisor deberá iniciar un proceso promocional a los potenciales inversionistas autorizados a través de

⁷⁷ SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA. Op. Cit., p.55.

* 1. Comunicación suscrita por el representante legal de la entidad en la cual se indique la intención de efectuar una oferta pública de valores en el Segundo Mercado. 2. Dos ejemplares del prospecto a que hace referencia el artículo 1.4.0.14 de la presente resolución, y 3. Proyecto de aviso de oferta el cual deberá dirigirse a todos los inversionistas autorizados.

sociedades comisionistas de bolsa o en forma directa, en términos máximo de un mes, con el objetivo de dar a conocer al inversionista toda la información necesaria respecto a la organización. Seguido deberá efectuar la publicación del aviso de oferta, en un periódico de circulación nacional en cualquier medio.

- **Art. 1.4.0.14.- Menciones del prospecto de colocación:** Elaborar un prospecto con la respectiva información*.

Y por último el artículo 1.4.0.21 menciona que las emisiones de valores podrán incorporar garantías otorgadas por entidades extranjeras, con los mismos términos y condiciones que el mercado principal.

Como se mencionó anteriormente, el título cuarto de la primera parte de la Resolución 400 de 1995 es el correspondiente al segundo mercado, sin embargo el artículo 1.3.4.4 del primer mercado adiciona un párrafo para el segundo mercado el cual expresa que “Los procesos de titularización cuyos títulos se negocien en el segundo mercado no tendrán que incorporar mecanismos de cobertura, debiendo en todo caso ser calificados por una entidad autorizada al efecto o avalados o garantizados por establecimientos de crédito o entidades aseguradoras sujetas a la inspección y vigilancia de la Superintendencia Bancaria”,

* 1. Nombre comercial del emisor, su domicilio principal y dirección de la oficina principal; 2. Advertencia donde mencione que los valores solo pueden ser adquiridos por inversionistas autorizados; 3. Todas las características del título y de la oferta. 4. Para los títulos de contenido crediticio el lugar, fecha y forma de pago del capital y del rendimiento; el sistema de amortización y las demás condiciones financieras de la emisión; 5. Bolsas de valores en que estarán inscritos los títulos, cuando a ello haya lugar; 6. Tratándose de bonos que estén acompañados de cupones de suscripción de acciones, las condiciones en que puede realizarse dicha suscripción; 7. Tratándose de bonos, el o los diarios en los cuales se publicarán los avisos e informaciones que deban comunicarse a los tenedores por tales medios; 8. Los estados financieros del último cierre de ejercicio.

significando una desventaja para el ingreso de las pequeñas y medianas empresas dado que genera mayores costos de acceso además de riesgos en bajas calificaciones por parte de estas entidades autorizadas.

Otro de los requisitos para que las PYME´s utilicen al mercado de capitales como fuente de financiación, es que para efectos de la inscripción en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios y la Autorización de la oferta pública, los Títulos que cumplan con las siguientes condiciones deberán por lo menos ser objeto de una calificación, art 2.3.1.2:

- I. Que se trate de bonos ordinarios emitidos por entidades diferentes de los establecimientos de crédito o de papeles comerciales excepto los emitidos por el Fondo de Garantías de Instituciones Financieras FOGAFIN.
- II. Que se trate de bonos ordinarios o de garantía general emitidos por establecimientos de crédito.
- III. Que se trate de bonos emitidos por entidades públicas, excepto aquellos que emita el Fondo de Garantías de Instituciones Financieras FOGAFIN.
- IV. Que sean valores emitidos como resultado de un proceso de titularización.

A continuación se presenta los principales cambios que se realizaron a la Resolución 400 de 1995 para facilitar la inscripción de las PYME´s en el segundo mercado.

7.2.2. Decreto 3139 de 2006: Como primera medida se modifica el artículo 1.4.0.9 de la Resolución 400 de 1995 que hace alusión a la actualización del Registro del segundo mercado y se ve reflejado en el artículo 13 de este Decreto. Los emisores de valores deberán tener actualizado el Registro Nacional de Valores y Emisores y enviar a la Superintendencia Financiera de Colombia, a la Bolsa de Valores que se encuentre inscritos y a los sistemas de negociación la información mencionada en la anterior Resolución⁷⁸. Sin embargo a continuación se describen los principales cambios que se realizaron en este artículo los cuales deberán estar sujetas a los plazos, condiciones y formularios que la Superintendencia Financiera de Colombia determine.

Entre las principales diferencias se encuentra que la Superintendencia Financiera de Colombia para el actual artículo del Decreto 3139 de 2006 no especifica con detalle el total de la información necesaria a remitir por parte de los emisores de valores con respecto a la información de fin de ejercicio, como lo hacía en la Resolución 400 de 1995. En el artículo 1.1.2.15 del presente Decreto solo expresa que los emisores de valores deberán presentar ante la SFC la información de fin de ejercicio que establezca dicha entidad para tal efecto y que por lo menos deberá incluir la documentación que debe someterse a consideración de la asamblea general de accionistas o del órgano que haga sus veces. Adicionalmente si las emisiones de las entidades emisoras de valores están garantizadas por entidades que no sean emisores inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores, deberán enviar la información del garante, incluyendo por lo menos los estados financieros de fin de ejercicio de este.

⁷⁸ COLOMBIA. SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA. Decreto 3139. (12, septiembre, 2006). Por el cual se dictan las normas relacionadas con la organización y funcionamiento del Sistema Integral de Información del Mercado de Valores-SIMEV-. Bogotá D.C., 2006.

Cabe resaltar que para dicha modificación, se elimina el párrafo segundo del artículo 1.4.0.9, donde exigían que la remisión de información para el segundo mercado se realizaba con una periodicidad anual, en este nuevo Decreto dicha información se debe presentar con la misma periodicidad que el mercado principal, lo cual genera una desventaja para las pequeñas y medianas empresas, ya que iguala las condiciones de información para los emisores del primer y segundo mercado.

Igualmente cambia el artículo 1.1.3.3 información trimestral (Resolución 400 de 1995) por 1.1.2.16 información de períodos intermedios , la SFC es la entidad que podrá establecer la información necesaria que deberán remitir los emisores como: los estados financieros de periodos intermedios y demás información que para el efecto establezca la misma, los requerimientos, la periodicidad y los términos y condiciones que ella determine a las entidades públicas colombianas, a las entidades extranjeras, los gobiernos, a las entidades que hagan parte del segundo mercado, entre otros (los estados financieros de períodos intermedios deberán elaborarse como mínimo cada tres meses). Es importante mencionar que la SFC deberá tener en cuenta que la información, las condiciones y los plazos para el segundo mercado deberán ser más flexibles que los remitidos por el mercado principal.

Y por último la información relevante que deben presentar los emisores del segundo mercado inscritos en el RNVE requiere de mayor información que la presentada por

la Resolución 400 de 1995, en tal sentido, el emisor deberá divulgar al mercado la información presentada a continuación*:

1. Situación financiera contable;
2. Situación jurídica;
3. Situación comercial y laboral;
4. Situaciones de crisis empresarial;
5. Emisión de valores.

Siendo este otro literal donde mayor información se debe presentar a la SFC, limitando a que las PYME's utilicen el mercado de capitales como fuente de financiación, ya que consideran que los procesos de emisión conllevan a la revelación de su información financiera y contable.

7.2.3. Decreto 1121 de 2008: Por el cual se modifica el artículo 1.4.0.5 de la Resolución 400 de 1995 de la sala general de la Superintendencia de Valores, por el artículo 1.5.2.2 del Decreto 1121 de 2008 relacionada con la definición de inversionista profesional. El presente Decreto clasifica en inversionistas profesionales e inversionistas no profesionales. Se establece que podrá tener la calidad de inversionista profesional “todo cliente que tenga la experiencia y conocimientos necesarios para comprender, evaluar y gestionar adecuadamente

* La descripción de la información que debe contener cada numeral se encuentra disponible en el decreto 3139 de 2006, en la primera parte del título primero de la sección III del capítulo 2, en el artículo 1.1.2.18 Información relevante.

los riesgos inherentes a cualquier decisión de inversión”⁷⁹, en tanto cuente con un patrimonio igual o superior a diez mil (10.000) salarios mínimos mensuales legales vigentes, y cumpla al menos una de las siguientes condiciones:

- Ser titular de un portafolio de inversión de valores igual o superior a cinco mil (5.000) salarios mínimos legales vigentes o;
- Haber realizado directa o indirectamente quince (15) o más operaciones de enajenación o de adquisición, durante un período de sesenta (60) días calendario, en un tiempo que no supere los dos años anteriores al momento en que se vaya a realizar la clasificación del inversionista. El valor agregado de estas operaciones debe ser igual o superior al equivalente a treinta y cinco mil (35.000) salarios mínimos mensuales legales vigentes.

En forma previa a la realización de la operación, será obligación del adquirente certificar su calidad de inversionista autorizado.

En estas condiciones, entre los principales inversionistas que clasificarían para estar autorizados a participar en el segundo mercado estarían las carteras colectivas de inversión y los fondos de pensiones y cesantías, entre otros⁸⁰.

⁷⁹ COLOMBIA. MINISTERIO DE HACIENDA Y CRÉDITO PÚBLICO. Decreto 1121 (11, abril, 2008) Por el cual se reglamenta la actividad de intermediación en el mercado de valores y se dictan otras disposiciones. Bogotá D.C., 2008.

⁸⁰ BARÓN, Constanza Blanco. Seguimiento al marco institucional del mercado de valores en Colombia. *Con-texto*, 2009, vol. 28, p. 77.

Y los inversionistas no profesionales también categorizados como clientes inversionistas serán todos aquellos que no tengan la calidad de “inversionista profesional”.

7.2.4. Decreto 2555 de 2010: El Decreto 2555 de 2010 es la actualización de la Resolución 400 de 1995, siendo ahora el Título 3 del libro 2 de la parte 5 el correspondiente al segundo mercado. Para los temas tratados del segundo mercado, las dificultades y limitantes de las pequeñas medianas empresas vistos en los artículos de la primera Resolución, el presente Decreto incluye y adiciona los cambios realizados en el decreto 3139 de 2006 y 1121 de 2008, lo que significa que en los Decretos estudiados anteriormente ya fueron tratados los cambios que se realizaron en el actual Decreto.

7.2.5. Decreto 1019 de 2014: Dado el incumplimiento del propósito de la norma, el regulador Colombiano acepta que el segundo mercado no ha logrado los objetivos planteados y los potenciales emisores no han usado este mecanismo como fuente de financiación, es por esta razón que en mayo de 2014 se expide el Decreto 1019 de 2014, con el propósito de facilitar el acceso al mercado de valores para un número más amplio y diversificado de emisores. Adicionalmente se busca aumentar la oferta de nuevas alternativas de inversión para los inversionistas profesionales.

Entre los principales avances del nuevo marco regulatorio está que al artículo 2.22.1.1.4 del Decreto 2555 de 2010, o del artículo 2.3.1.2 de la Resolución 400 de 1995, adiciona el párrafo 3 donde menciona que los valores que hagan parte del segundo mercado no requerirán calificación para efectos de su inscripción en el Registro Nacional de valores y Emisores, siendo una ventaja para los pequeños y medianos empresarios ya que reducirá considerablemente los costos en los que

incurren los emisores para el acceso, además de obtener posibles bajas calificaciones.

Por otro lado se crea el artículo 5.2.2.1.11 al capítulo 1 del Título 2 del libro 2 de la parte 5 correspondiente a otras modalidades de inscripción, del Decreto 2555 de 2010, donde se inscribirán automáticamente los valores que se vayan a negociar en el segundo mercado, siempre y cuando de manera previa se envíe con destino a la Superintendencia Financiera de Colombia, los siguientes documentos:

- i. Constancia expedida por el representante legal que certifique que el prospecto de colocación se ha puesto a disposición de los inversionistas autorizados (inversionistas profesionales);
- ii. Formulario de inscripción del segundo mercado;
- iii. Certificado de existencia y representación legal de la entidad emisora;
- iv. modelo del respectivo título;
- v. advertencia que indique que la inscripción en el RNVE no implica una certificación de la SFC sobre la bondad del título o la solvencia del emisor.

La SFC cuenta con diez días para verificar el envío de los documentos completos. Si estos documentos se encuentran completos se entenderán inscritos automáticamente en el Registro Nacional de Valores y Emisores. Además de esto cuando los emisores tengan inscritos otros valores en el RNVE, y quieran inscribir un valor para ser negociado en el segundo mercado no deberán presentar los documentos que reposen en dicho registro.

Igualmente para obtener la autorización de oferta pública los emisores deberán presentar los documentos requeridos a la SFC en el artículo 5.2.3.1.12 del Decreto 1019 de 2014, que son:

- i) comunicación suscrita por el representante legal que manifieste la intención de realizar la oferta pública en el segundo mercado
- ii) El prospecto de información, previsto en la Resolución 400 de 1995 1.4.0.14, sin embargo la modificación para este Decreto se presentara más adelante
- iii) Certificación emitida por el representante legal del emisor en la que conste que ha dado un trato equitativo a todos los inversionistas autorizados en relación con el suministro de la información.
- iv) proyecto de aviso de oferta dirigido a todos los inversionistas autorizados, que son los mismos inversionistas profesionales*.

Para el cumplimiento de este artículo la Superintendencia Financiera de Colombia también cuenta con 10 días para verificar la información.

Seguido a esto, cuando ya se haya realizado el proceso de inscripción automática de los valores en el RNVE y la autorización de la oferta pública, el emisor tendrá un plazo máximo de 3 meses para realizar el proceso promocional a los potenciales inversionistas, para poner a disposición toda la información necesaria que estos

* El proyecto de aviso también como mínimo debe incluir: el reglamento de colocación, los destinatarios de la oferta y la advertencia en caracteres destacados y la autorización para realizar la oferta pública, no implican certificación por parte de la SFC sobre la bondad del valor o la solvencia del emisor.

requieran. El emisor lo puede realizar directamente o a través de las sociedades comisionistas de Bolsas y este proceso de promoción no estará sujeto a supervisión de la Superintendencia Financiera. Cabe resaltar que las emisiones también podrán realizarse mediante la estructuración de programas de emisión y colocación*. La oferta y colocación de valores en el segundo mercado deberá realizarse en los próximos seis meses, si el emisor lo requiere, podrá prorrogar una sola vez hasta por un tiempo igual esta emisión, solicitándolo a la Superintendencia Financiera de Colombia.

Este nuevo Decreto también modifica el artículo 5.2.3.1.9, es decir 1.4.0.9 de la Resolución 400 de 1995, que hace referencia a la actualización del registro. Para mantener actualizado el RNVE se debe remitir a la Superintendencia Financiera, los estados financieros de fin de ejercicio, y la certificación expedida por el representante legal del emisor donde conste que ha actualizado y enviado la información relevante mencionada en el Decreto 3139 de 2006 a los inversionistas autorizados que hayan demostrado interés y que sean tenedores de valores emitidos en el segundo mercado. Los plazos y condiciones de estos documentos serán determinados por la Superintendencia Financiera de Colombia.

Para efectos de lo dispuesto en este artículo, los emisores de valores que hagan parte del segundo mercado estarán exentos de dar cumplimiento a lo establecido en el Título 4 del Libro 2 de la Parte 5 del presente Decreto**, a menos que se encuentren registrados como emisores del mercado principal.

* Se entenderá por programa de emisión y colocación el plan mediante el cual una misma entidad, estructura con cargo a un cupo global, la realización de varias emisiones, de uno o más valores, mediante oferta pública, durante un término establecido.

** Actualización del registro nacional de valores y emisores- RNVE: Obligaciones generales, información de fin de ejercicio, información de periodos intermedios, entre otros.

Como se mencionó anteriormente en el numeral 2 de los documentos requeridos para la autorización de oferta pública, se modifica el artículo 5.2.3.1.14 (art. 1.4.0.14 Resolución 400 de 1995) siendo el prospecto de información, la cual requerirá de menos información. El emisor deberá enviar a la Superintendencia Financiera de Colombia por lo menos la siguiente información:

- i) Nombre comercial del emisor, domicilio principal y dirección de la oficina principal
- ii) Características del valor ofertado.
- iii) La Bolsa de valores o sistema de información al que estén inscritos los valores, cuando se haya optado por esta inscripción.
- iv) La advertencia, en caracteres destacados, que los valores de Segundo Mercado solo pueden ser adquiridos por inversionistas autorizados.
- v) La advertencia, en caracteres destacados, que la inscripción en el RNVE y la autorización para la oferta pública no implican calificación ni responsabilidad de la SFC acerca de los valores ni sobre el precio, la bondad, la negociabilidad del valor, o de la respectiva emisión ni sobre la solvencia del emisor.

Así mismo en el título correspondiente al segundo mercado se crea el artículo 5.2.3.1.22, donde menciona que los emisores que deseen pertenecer al segundo mercado deben remitir un prospecto de colocación a los inversionistas autorizados que hayan demostrado interés en la emisión. Este prospecto además de contener lo establecido en el prospecto de información adicionalmente debe tener:

- i) Los puntos iv) y v), anteriormente mencionados.
- ii) Si tienen inscripción voluntaria en Bolsa de valores o sistema de negociación de valores, la advertencia, en caracteres destacados, que dicha inscripción no implica responsabilidad alguna por parte de la Bolsa de Valores o del sistema de negociación acerca de los valores inscritos ni sobre el precio, la bondad, la negociabilidad del valor, o de la respectiva emisión, ni sobre la solvencia del emisor.
- iii) Garantías otorgadas por entidades nacionales o extranjeras, en los términos y condiciones establecidos para el mercado principal.

Es importante mencionar que la información que se acuerde entre el emisor y los inversionistas autorizados que demostraron interés, deberán tener estándares de homogeneidad para que todos los inversionistas autorizados interesados obtengan la misma información.

Igualmente se crea el artículo 5.2.3.1.23, Información periódica para el inversionista, donde expresa que los emisores que hagan parte del segundo mercado deberán actualizar la información de fin de ejercicio, la información de periodos intermedios y la información relevante descrita en el Decreto 3139 de 2006, a solicitud de al menos de uno de los inversionistas tenedores de bonos.

Y por último el Decreto 1019 de 2014 crea un nuevo capítulo para el segundo mercado nombrado como disposiciones adicionales. A continuación se describirán brevemente los artículos que aporten para el objetivo del presente estudio:

- Una de las principales ventajas que otorga este Decreto para las PYME´s es que los emisores que hagan parte del segundo mercado, ya sean con bonos, papeles comerciales o procesos de titularización entre otros, podrán obtener la autorización de inscripción voluntaria de sus Títulos en una Bolsa de Valores o en un sistema de negociación, si así lo desean y si lo hacen deberán remitir la misma información a la del prospecto de información. Es decir que disminuirían considerablemente los costos de inscripción para dichas empresas.
- Estos emisores podrán optar por someter voluntariamente sus valores a una calificación de riesgo en una sociedad calificadora de riesgo autorizada por la Superintendencia Financiera de Colombia.
- “Los emisores de valores, sus administradores, o el representante legal del administrador del patrimonio, serán los responsables de cualquier información entregada, ya sea de la inexactitud o falsedad de esta, que, por su importancia, pudiera afectar la colocación de los valores, su cotización en el mercado cuando haya lugar a ello o la decisión de los inversionistas de vender, comprar o mantener dichos valores”⁸¹.
- Las emisiones de valores en el segundo mercado podrán tener garantías otorgadas por entidades nacionales o extranjeras en los términos y condiciones del mercado principal. Se deroga el artículo 1.4.0.21 referente a garantías, y se cambia por el art. 5.2.3.2.4 en el segundo capítulo del presente Decreto.

⁸¹ COLOMBIA. MINISTERIO DE HACIENDA Y CRÉDITO PÚBLICO. Op. Cit., p. 5.

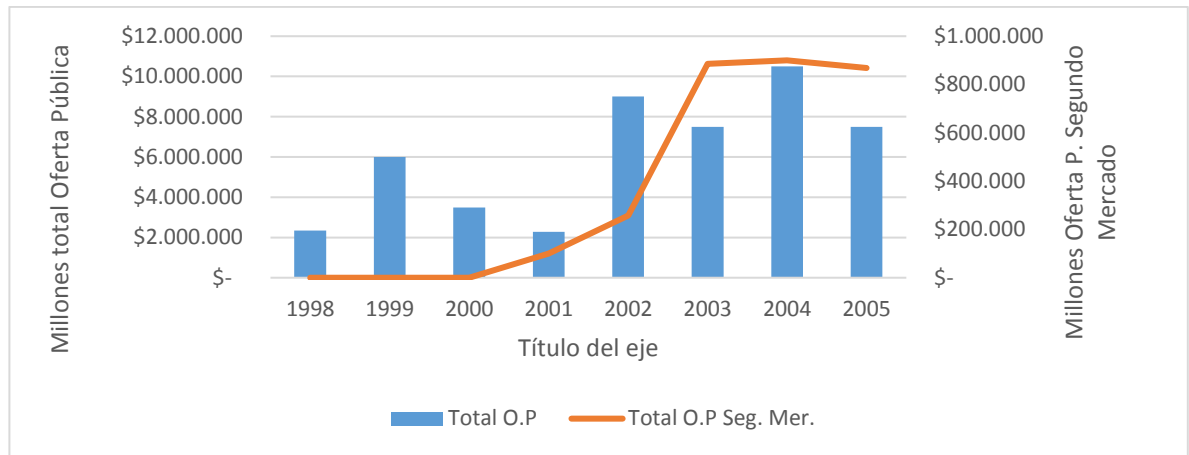
También se modifican y se agregan nuevos párrafos a los artículos previstos en los anteriores decretos:

Se modifica el párrafo del artículo 1.3.4.4 de la Resolución 400, Los procesos de titularización cuyos títulos se negocien en el segundo mercado no tendrán que incorporar mecanismos de cobertura, pudiendo en todo caso ser calificados por una entidad autorizada o avalados o garantizados por una entidad nacional o extranjera.

A continuación se presenta la evolución mencionada anteriormente:

7.2.6. Evolución de Ofertas públicas Autorizadas: En la figura 11 se presenta la evolución del Total de las ofertas públicas autorizadas (eje primario), y las ofertas públicas autorizadas del segundo mercado (eje secundario), desde 1998 hasta 2005.

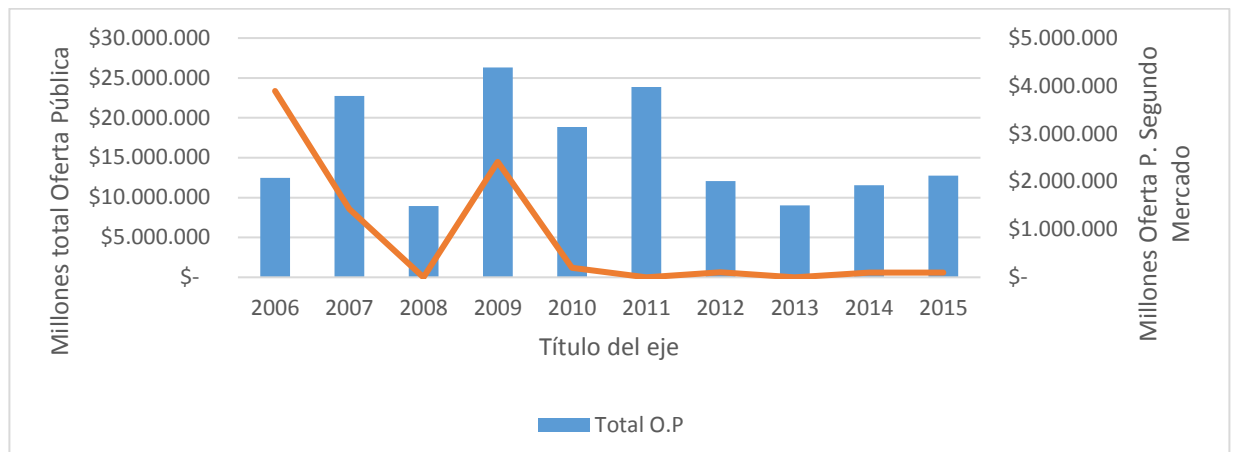
Figura 11. Evolución del total de Ofertas Públicas Autorizadas vs Ofertas Públicas Autorizadas en el segundo mercado (1998-2005).



Fuente: Adaptado RNVE- Superintendencia Financiera de Colombia (2015).

Según la información suministrada por la Superintendencia de Valores de Colombia, se puede observar que las ofertas públicas para el segundo mercado inician con una emisión en el 2001, a pesar de que se expidió la Resolución referente a dicho mercado en 1995. Cabe resaltar que se evidencia un crecimiento sostenido del 2001 al 2004 en las ofertas públicas del segundo mercado, sin embargo en 1998, 1999 y 2000 no hubo autorización de ofertas para este mercado.

Figura 12. Evolución del total de Ofertas Públicas Autorizadas vs Ofertas Públicas Autorizadas en el segundo mercado (2006-2015).



Fuente: Adaptado RNVE- Superintendencia Financiera de Colombia (2015).

Según las estadísticas de la Superintendencia financiera de Colombia de 1998 a 2015 se han autorizado 60 emisiones de ofertas públicas en el Segundo Mercado, las cuales corresponden a bonos, papeles comerciales y en su mayoría a titularizaciones. En el año 2006 se registra la mayor proporción relativa de montos autorizados de ofertas públicas en el segundo mercado con el 28,3%, las cuales fueron de 3,8 billones de pesos, el 31,2% del valor total de las ofertas. Adicionalmente se observan comportamientos irregulares entre 2008 y 2010, dado que 2008 no se autorizan ofertas, y a partir de 2010 decaen completamente las ofertas públicas para dicho mercado, a punto que de 2010 a 2015 solo se presentan 7 emisiones, en el año 2011 y en 2013 tampoco se presentan emisiones de ofertas públicas en el mercado mencionado.

El 2007 fue un año excelente para el mercado de capitales, teniendo en cuenta que el valor total de las ofertas públicas realizadas durante este periodo alcanzó los \$ 22,7 billones, cifra superior en un 83.1% respecto a la registrada en el año anterior

(\$ 12,4 billones)⁸². Para el total de las ofertas públicas se destaca de manera especial las efectuadas por Ecopetrol, por 5,7 billones y las del grupo Aval, 2,1 billones. Fueron 482.941 personas del territorio nacional que se convirtieron en accionistas de Ecopetrol. Sin embargo la disminución de la emisión de ofertas públicas en el segundo mercado se da principalmente por la situación de las bolsas internacionales, los temores de un aumento de la inflación doméstica y el consecuente aumento de tasas de interés del Emisor, así como por el alto grado de incertidumbre respecto a la evolución de los precios en el corto plazo⁸³.

En cambio el valor total de las autorizaciones de ofertas públicas durante el 2008 disminuyó un 59,4% con respecto al año anterior, se debe tener en cuenta que el 2007 fue un año record en la historia del mercado de valores de Colombia porque se observaron montos nunca antes vistos y es esta la principal razón por el alto porcentaje de disminución en las ofertas públicas del 2008.

El 2011 marcó un nuevo récord en el mercado público de valores en Colombia, con 10 ofertas públicas de acciones autorizadas por valor de \$ 11,5 billones. Entre las colocaciones exitosas de acciones se destacaron en el sector real las realizadas por Ecopetrol (\$2,38 billones), Almacenes Éxito (\$2,5 billones), la Empresa de Energía de Bogotá (\$772.227 millones), Grupo Nutresa (\$522.500 millones) y AviancaTaca (\$500 mil millones)⁸⁴. Sin embargo no se observan emisiones de ofertas públicas en el segundo mercado.

⁸² COLOMBIA. SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA. Informe de Gestión Enero – Diciembre 2007. (31, marzo, 2008). Bogotá D.C., 2008. 56 p.

⁸³ Ibid., p. 75.

⁸⁴ SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA. Informe de Gestión Enero-Diciembre de 2011. [En línea] [Consultado el 8 de marzo de 2016] Disponible en: <<https://www.superfinanciera.gov.co/SFCant/NuestraSuperintendencia/infogestion2011.pdf>>

Es importante mencionar que para los procesos de emisión de oferta pública para el segundo mercado se encuentra emisores como: empresas de telefonía móvil como Comcel hoy –Claro-, entidades médicas, entidades territoriales, financieras, entidades Hoteleras entre otros, siendo los procesos de titularización y los bonos ordinarios los mayormente emitidos. Estas emisiones se utilizaron para cancelar pasivos, para obtener capital de trabajo o desarrollar operaciones propias, para ampliar redes de empresas de telecomunicaciones, desarrollar contratos de concesión, facilitar la consecución de recursos para segundas etapas de proyectos de siembra en cultivos de tardío rendimiento, ampliar opciones de inversión existentes en el mercado, dar liquidez a emisiones previas, entre otras⁸⁵.

Se puede concluir de los gráficos anteriormente expuestos que la emisión de valores en oferta pública en el segundo mercado no ha cumplido el objetivo de financiar a las pequeñas y medianas empresas y a pesar de las modificaciones realizadas en la normatividad del segundo mercado se sigue observando muy pocas emisiones para dicho mercado, en el año 2015 tras expedir el Decreto 1019 de 2014, no se observa diferencia significativa de la emisión de ofertas públicas para el segundo mercado, por lo que la flexibilidad en los nuevos requisitos no ha logrado el objetivo y la meta propuesta.

De las Resoluciones y Decretos vistos anteriormente se puede concluir que principalmente el Decreto 1019 de 2014 continúa manteniendo la misma estructura, dado que su propósito fue disminuir costos de transacción y reducir los requerimientos de acceso (aunque crean nuevos requisitos como el prospecto de colocación y el certificado del representante legal donde certifique que se les dé trato equitativo a todos los inversionistas), sin embargo los emisores potenciales,

⁸⁵ BLANCO BARÓN, Constanza. Seguimiento al marco institucional del mercado de valores en Colombia. *Contexto*, 2007, no 23.

los pasos de la oferta, los inversionistas y los valores que pueden emitirse (títulos de participación, de crédito o mixtos) continúan siendo los mismos desde la Resolución 400 de 1995. Es clave la solución de emitir diferentes valores para cada mercado, ya que los emisores del primer mercado pueden hacerlo perfectamente en el segundo con el único fin de ahorrarse costos de emisión.

8. COMPARACIÓN ENTRE EL SISTEMA BANCARIO Y EL MERCADO DE CAPITALES

Este capítulo se divide en dos partes, en la primera se realiza la simulación de costos a través del sistema financiero tradicional y en la segunda simulación se realiza una emisión de bonos a través del mercado de capitales (segundo mercado); se escoge emisión de bonos y no de acciones dado que los primeros presentan un comportamiento similar a la obtención del crédito.

Para el cumplimiento de este objetivo se supone una mediana empresa llamada AnserCol* que consta de las siguientes características:

- Total de activos: \$5.765.063.290
- Patrimonio: \$2.895.043.367.
- Monto a financiar: \$408.536.250,

Los datos se obtuvieron de la base de datos de la Superintendencia de Sociedades⁸⁶, compuesta por 24.989 empresas (grandes, medianas y pequeñas) del sector real que reportaron sus balances generales, estados de resultados y flujos de efectivo a diciembre de 2015. Para determinar la cantidad de pequeñas y medianas empresas presentes en esta base de datos se filtró aquellas compañías que tuvieran un total de activos entre 500 y 30.000 SMMLV, obteniendo así un total de 20.861 PYME's. Los valores mencionados anteriormente son el promedio del total

* Mediana empresa dado que su total de activos esta entre 5.000 y 30.000 SMMLV del 2016

⁸⁶ SUPERINTENDENCIA DE SOCIEDADES. Sistema de Información y reporte empresarial. [En línea] [Consultado el 8 de septiembre de 2016] Disponible en: <<http://sirem.supersociedades.gov.co:9080/Sirem2/index.jsp>>

de activos, patrimonio y obligaciones financieras a largo plazo de las empresas seleccionadas.

Cabe resaltar que la idea principal de realizar los cálculos con promedios, es mostrar los valores reales que tiene en activos y en patrimonio una empresa en Colombia, puesto que anteriormente, el monto mínimo para una emisión de bonos era de 2.000 SMMLV (\$1.378.908.000) y un patrimonio superior o igual a 7.000 millones.

8.1. SIMULACIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO TRADICIONAL.

La empresa AnserCol desea solicitar un crédito por el valor de \$408.536.250, ya que esta requiere dinero para atender necesidades de capital de trabajo, financiación a proveedores y realizar una modernización a su planta. Debido a las características a las que va destinado su dinero la empresa necesita un crédito de cartera ordinaria, y se dispone a realizar las respectivas cotizaciones del costo del financiamiento en diferentes clases de bancos entre las que se encuentran:

- Banco comercial (Banco Bogotá)
- Banco de segundo piso (Bancóldex)
- Banco cooperativo (Coopcentral)

Las tasas correspondientes a cada banco se obtuvieron de la Superintendencia Financiera de Colombia⁸⁷ en el mes de julio del año 2016.

⁸⁷SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA. Tasas de interés activas por modalidad de crédito. [En línea] [Consultado el 9 de agosto de 2016] Disponible en: <<https://www.superfinanciera.gov.co/jsp/loader.jsf?lServicio=Publicaciones&lTipo=publicaciones&lFuncion=loadContenidoPublicacion&id=61298>>

8.1.1. Banco Comercial: El Banco comercial que se escogió para realizar la simulación de costos fue el Banco de Bogotá, dado que es “el segundo mayor Banco de Colombia en términos de activos, ofrece una amplia gama de servicios y productos bancarios y financieros a una gran cartera de clientes”⁸⁸. Adicionalmente en el anexo A se encuentra el simulador suministrado por este banco, el cual calcula al cliente el costo real de su préstamo.

En la tabla 4 se presentan los parámetros principales del primer escenario del préstamo a solicitar:

Tabla 4. Parámetros del préstamo en Banco Bogotá.

Parámetros	
Monto a solicitar	\$ 408.536.250
Tipo de crédito	Cartera ordinaria
Plazo (años)	5
Amortización	Anual
Periodos de gracia (años)	4
Tasa Fija	15.46%
Moneda	Peso

Para este escenario se utiliza una tasa fija de 15,46%, esta fue la tasa de interés activa que cobro el Banco de Bogotá según la Superintendencia Financiera de Colombia en la primera semana de julio de 2016, en créditos ordinarios para periodos comprendidos entre 1096 y 1825 días. Se asume que los intereses se pagan anualmente y el total del capital financiado se cancela al finalizar los cinco años.

⁸⁸ BNAMÉRICAS. Banco de Bogotá. [En línea] [Consultado el 7 de julio de 2016] Disponible en: <<http://www.bnamericas.com/company-profile/es/banco-de-bogota-sa-banco-de-bogota>>

Tabla 5. Amortización del Banco Comercial: Banco Bogotá.

PDO.	FECHA	SALDO	INTERES	CUOTA K	INT. + K
0	jul-16	408.536.250	0		0
1	ago-17	408.536.250	63.159.704	0	63.159.704
2	ago-18	408.536.250	63.159.704	0	63.159.704
3	ago-19	408.536.250	63.159.704	0	63.159.704
4	ago-20	408.536.250	63.159.704	0	63.159.704
5	ago-21	408.536.250	63.159.704	408.536.250	471.695.954
			315.798.521	408.536.250	724.333.944

Fuente: Simulador del Banco Bogotá (2016).

La cantidad total a cancelar por el préstamo es \$724.333.944, la cual se divide en pago de interés y pago a capital, los intereses se cancelan en cuotas anuales de \$63.159.704, para un total de \$315.798.521. Dado lo anterior el cliente tendría que pagar un 77,30% adicional al monto prestado.

8.1.2 Banco Segundo piso: Para el segundo escenario en la modalidad de crédito, se tiene en cuenta uno de los principales bancos de segundo piso en Colombia conocido como Bancóldex. En la página web oficial de este banco se puede encontrar un simulador que calcula el costo aproximado del crédito según los parámetros de cada empresa (tasa, monto a prestar, modalidad, entre otros). Es por medio de esta herramienta que la empresa AnserCol cotiza el costo de su préstamo en un banco de segundo piso.

En la tabla 6 se presentan los parámetros del segundo escenario del préstamo a solicitar:

Tabla 6. Parámetros del préstamo en el Banco Bancóldex

Parámetros	
Monto a solicitar	\$ 408.536.250
Intermediario financiero	Banco comercial
Plazo (años)	5
Amortización	Anual
Periodos de gracia (años)	4
Moneda	Peso
Tasa de interés	14.52%
Tasa de redescuento	5.45%
Margen adicional a la Tasa de redescuento	9.07%
periodicidad interés	Anual

En este caso se puede observar que la tasa que ofrece Bancóldex es menor que las tasas ofrecidas por los bancos comerciales, siendo esta la principal razón para analizar este escenario. Sin embargo es importante recalcar que esta tasa de interés está compuesta por dos tasas: una de redescuento y un margen adicional a la tasa de redescuento, la primera hace referencia a la tasa que cobra Bancóldex al Banco comercial y la segunda es el margen que cobra el banco al empresario. La tasa de redescuento utilizada para este escenario es 5,45%⁸⁹ que es la correspondiente a julio de 2016 y el margen adicional es de 9,07% el cual se obtiene por medio del simulador. Igualmente para este escenario el pago de intereses se realizará anualmente, con un periodo de gracia de 4 años y un plazo de 5 años.

⁸⁹ BANCOLDEX. Tasas de interés para entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia 2016. [En línea] [Consultada el 6 de junio de 2016] Disponible en: <https://www.bancoldex.com/documentos/808_Tasas_vigilados.pdf>

Tabla 7. Amortización del Banco de segundo piso: Bancóldex.

Cuotas	Abono a capital	Valor intereses	Valor cuota	Saldo (capital)
-	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 408.536.250
1	\$ -	\$ 59.319.464	\$ 59.319.464	\$ 408.536.250
2	\$ -	\$ 59.319.464	\$ 59.319.464	\$ 408.536.250
3	\$ -	\$ 59.319.464	\$ 59.319.464	\$ 408.536.250
4	\$ -	\$ 59.319.464	\$ 59.319.464	\$ 408.536.250
5	\$ 408.536.250	\$ 59.319.464	\$ 467.855.714	\$ -
TOTAL	\$ 408.536.250	\$ 296.597.318	\$ 705.133.568	

Fuente: Simulador Bancóldex [en línea]. [Consultado el 10 de julio de 2016]. Disponible en <https://www.bancoldex.com/simuladores/simulador_credito.aspx>

Como resultado se obtiene que el costo total por adquirir este préstamo en Bancóldex es igual a \$705.133.568, en donde \$296.597.318 corresponden a pago de intereses. En total se cancela por este tipo de crédito 72,6% adicional al monto prestado. Se puede observar que la diferencia entre pedir el crédito en un banco comercial y en un banco de segundo piso tal como Bancóldex es de \$19.200.376.

8.1.3 Banco Cooperativo: Para este último escenario del sistema financiero tradicional se utiliza la tasa más baja que se encuentra disponible en el mercado de bancos comerciales, para obtener como referencia el mínimo costo bajo esta modalidad. La tasa más baja en el mes de julio de 2016 es la que ofrece el banco Cooperativo Coopcentral, el cual “es propiedad de entidades de naturaleza cooperativa y solidaria y está orientado a la atención especializada de dicho sector, a través de competitivos servicios financieros y de la Red Coopcentral⁹⁰”, es decir es el único organismo cooperativo de grado superior de carácter financiero al servicio exclusivo del sector solidario.

En la tabla 8 se presentan los principales parámetros de este escenario:

⁹⁰ BANCO COOPERATIVO COOPCENTRAL. ¿Quiénes somos? [En línea] [Consultado el 6 de agosto de 2016] Disponible en: <<https://www.coopcentral.com.co/coopcentral/index.php/corpora>>

Tabla 8. Parámetros del préstamo del Banco Cooperativo Coopcentral.

Parámetros	
Monto a solicitar	\$ 408.536.250
Tipo de crédito	Cartera ordinaria
Plazo (años)	5
Amortización	Anual
Periodos de gracia (años)	4
Tasa Fija	11,97%
Moneda	Peso

De igual manera se siguen los parámetros utilizados de los préstamos anteriores (monto a solicitar, tipo crédito, plazo, amortización, periodos de gracia, y moneda), variando únicamente la tasa de interés.

Tabla 9. Amortización del Banco Cooperativo Coopcentral.

PDO.	FECHA	SALDO	INTERES	CUOTA K	INT. + K
0	jul-16	408.536.250	0		0
1	ago-17	408.536.250	48.901.789	0	48.901.789
2	ago-18	408.536.250	48.901.789	0	48.901.789
3	ago-19	408.536.250	48.901.789	0	48.901.789
4	jul-20	408.536.250	48.901.789	0	48.901.789
5	jul-21	408.536.250	48.901.789	408.536.250	457.438.039
			244.508.945	408.536.250	653.045.195

Bajo esta modalidad se obtiene un costo total del préstamo igual a \$653.045.195, de los cuales \$244.508.945 corresponde a los intereses. Es decir se paga un 59.84% adicional al monto prestado. Igualmente, la diferencia entre Bancóldex y este Banco es de \$52.088.373.

A continuación se presenta el análisis de los tres escenarios mencionados anteriormente:

En la tabla 10 se puede observar que la tasa más alta pertenece al Banco comercial, seguida del Banco de segundo piso y por último la del Banco Cooperativo.

Tabla 10. Resumen del costo de intereses de los tres Bancos.

Bancos	Tasa	Pago intereses
Banco Comercial (Banco Bogotá)	15.46%	\$ 315.798.521,80
Banco segundo piso (Bancóldex)	14,52%	\$ 296.597.317,50
Banco Cooperativo Coopcentral (tasa fija mínima)	11.97%	\$ 244.508.945,20

El Banco de Bogotá, a pesar de ofrecer la tasa más alta de los tres escenarios, es una de las opciones más solicitadas por las PYME´s Colombianas, dado que a marzo de 2016 el número de clientes sumaba 3.850 pequeños empresarios. Adicionalmente en la quinta Feria Mundo PYME la entidad recibió solicitudes de crédito por más de 100.000 millones de pesos durante los tres días de la actividad, consecuencia de que el interés del Banco, no es solo ofrecer un portafolio a la medida de este tipo de empresarios sino también brindar las correspondientes asesorías financieras⁹¹.

⁹¹ ARIAS, Ferney. PYME´s piden créditos por \$100 mil millones. El Colombiano [En línea], Marzo, 2016 [Consultado el 4 de junio de 2016] Disponible en: <<http://m.elcolombiano.com/PYME´s-piden-creditos-por-100-mil-millones-BH3696740>>.

Por otro lado, a pesar de que el Banco de segundo piso ofrece una tasa menor a la del Banco comercial, los empresarios Colombianos no tienen como preferencia este tipo de modalidad, una de las principales razones de este comportamiento es que estos no tienen conocimiento de este tipo de financiación⁹². Cabe también resaltar que aunque Bancóldex ofrece tasas bajas, estas no son tan representativas para el empresario, dado que éste también debe asumir la tasa de intermediación del Banco comercial.

En cuanto al Banco Cooperativo Coopcentral se puede mencionar que es uno de los que ofrece las tasas más bajas del mercado para la financiación de los pequeños y medianos empresarios⁹³. Sin embargo se debe tener en cuenta que esta cooperativa ofrece sus servicios al sector solidario*, exigiendo así para este tipo de crédito que: “las entidades de ahorro y crédito deberán tener experiencia en su actividad o desarrollo del objeto social de mínimo un año y los fondos de empleados mínimo 6 meses. Y las demás entidades sin ánimo de lucro deberán tener experiencia en su actividad o desarrollo del objeto de mínimo de 2 años⁹⁴.”

⁹² CORREA, Jorge. Entre mayor el plazo, menor la tasa de intereses en Bancoldex, según presidente de la compañía. Portafolio [En línea] Diciembre, 2010 [Consultado el 30 de marzo de 2016] Disponible en: <<http://www.portafolio.co/economia/finanzas/mayor-plazo-menor-tasa-interes-bancoldex-presidente-compania-santiago-rojas-149922>>

⁹³ GARCIA, Carlos. Microcrédito, más “barato” pero de difícil acceso. El Tiempo [En línea] Julio, 2015. [Consultado el 6 de agosto de 2016] Disponible en: <<http://www.eltiempo.com/economia/sectores/las-miPYME's-en-colombia-el-microcredito/16130916>>.

* Son organizaciones sin ánimo de lucro, que se constituyen para realizar actividades que se caracterizan por la cooperación, ayuda mutua y solidaria. Las entidades del sector solidario también llamadas del sector cooperativo son: las cooperativas, fondos de empleados, asociaciones mutuales, administradoras cooperativas, organismos cooperativos de segundo y tercer grado, etc.

⁹⁴ BANCO COOPERATIVO COOPCENTRAL. Portafolio productos activos. [En línea] [Consultado el 7 de agosto de 2016] Disponible en: <<https://www.coopcentral.com.co/coopcentral/images/documentos/Portafolio/PortafolioProductosActivos.pdf>>.

Por último es importante mencionar que las entidades financieras como las señaladas anteriormente exigen mayores garantías a los pequeños y medianos empresarios comparados con las exigencias expedidas para las grandes compañías, lo que equivaldría a un mayor costo de financiamiento. Para este tipo de préstamos lo más común es que se respalden a través de garantía hipotecaria, es decir, un inmueble de cualquier tipo: casa, terreno, edificio de oficinas, etc⁹⁵.

8.2. SIMULACIÓN MERCADO DE CAPITALLES.

Dadas las necesidades de la empresa AnserCol mencionadas anteriormente el siguiente escenario que se plantea es la financiación vía mercado de capitales. En vista de las características que tiene la empresa y por su tamaño (mediano), esta financiación se realizara a través del segundo mercado.

Para conocer los costos relacionados a la financiación en esta modalidad se utilizó el simulador que se encuentra disponible en la página web de la Bolsa de Valores de Colombia. Es importante resaltar que esta se encuentra preestablecida para el mercado principal, por tanto se realizaron las modificaciones pertinentes (tasas, costos, entre otros) con el fin de adaptarla al segundo mercado.

Esta simulación cuenta con tres escenarios:

- Emisión de bonos con tasa fija.

⁹⁵ MERCADO DE CRÉDITO. ¿Qué garantía me piden en que tipos de créditos? [En línea] [Consultado el 10 de agosto de 2016] Disponible en: <<https://mercadodecredito.com/blog/que-garantias-me-piden-en-que-tipos-de-creditos>>.

- Emisión de bonos con tres series: tasa fija, DTF e IBR.
- Emisión de bonos con dos series: IPC y DTF.

En la tabla 11 se encuentran los costos fijos totales de la emisión de bonos (2016-2020, para los tres escenarios:

La descripción de los costos enunciados en la tabla anterior se presenta a continuación:

1. Bolsa de valores de Colombia:

- 1.1. Inscripción BVC: Este valor equivale al 0,0295% del total de la emisión⁹⁶ desde el 2015, es decir \$120.518. sin embargo la circular única de la BVC, exige un monto mínimo de \$5.600.000.
- 1.2. Sostenimiento BVC: El valor anual para este costo es de \$59.646, el cual equivale al 0,0146% del total de la emisión⁹⁷, dando un total de \$478.804, sin embargo también se exige como mínimo un monto de \$5.600.000, el saldo corresponde a los cuatro años siguientes al año de emisión (2017-2020).

⁹⁶ BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA. Circular Única Bolsa de Valores de Colombia S.A [En línea] [Consultado el 8 de agosto de 2016] Disponible en: <https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Regulacion/Sistemas_Administrados/Renta_Variable?com.tibco.ps.pagesvc.action=updateRenderState&rp.currentDocumentID=5d9e2b27_11de9ed172b_-2c0b7f000001&rp.revisionNumber=1&rp.attachmentPropertyName=Attachment&com.tibco.ps.page.svc.targetPage=1f9a1c33_132040fa022_-78750a0a600b&com.tibco.ps.pagesvc.mode=resource&rp.redirectPage=1f9a1c33_132040fa022_-787e0a0a600b>

⁹⁷ Ibid., p 85.

Tabla 11. Costos fijos de la emisión de bonos para los tres escenarios.

DESCRIPCIÓN DE COSTOS TOTALES EMISION DE BONOS		
EMPRESA ANSERCOL		
2016-2020 (5 años)		
1. Bolsa de Valores de Colombia		\$ 28.000.000
1.1. Inscripción de BVC	\$ 5.600.000	
1.2 Sosténimiento BVC	\$ 22.400.000	
2. Banca inversión (Agente estructurador)		\$ 6.536.576
3. Asesor Legal		\$ 6.536.576
4. Superintendencia Financiera de Colombia		\$22.500.823
4.1. Inscripción en el RNVE	\$ 4.136.724	
4.2. Derechos para realizar oferta pública	-	
4.3. Cuota Anual RNVE	\$18.364.099	
5. Deposito centralizado de valores (DECEVAL)		\$ 388.110
6. Colocación y adjudicación		\$ 12.408.536
6.1 Colocadores (%de la emisión)	\$ 408.536	
6.2 adjudicación y anotación cuenta en BVC	\$12.000.000	
7. Publicación y gastos de mercadeo		\$ 4.979.793
8. Revisoría fiscal		\$ 5.000.000
9. Representante legal de los tenedores de bonos		-
10. Calificación de Riesgo		-
Total		\$86.350.414

2. Banca de inversión (Agente estructurador): BRC Investor Service S.A establece un precio que oscila entre 0.8% y 2.5% del monto de la emisión, para este caso se tomó el promedio de este rango es decir, 1.6%⁹⁸.

3. Asesor legal: Se asume el mismo costo de la Banca de inversión.

4. Superintendencia Financiera de Colombia:

⁹⁸ BRC INVESTOR SERVICES S.A Costo de emisión de títulos de valores en Colombia. [En línea] [Consultado el 6 de junio de 2016] Disponible en : <<http://brc.com.co/notasyanalisis/Costos%20Emision%20Titulos%20Valores%20Colombia.pdf>>

- 4.1. Inscripción en el RNVE: Según el artículo 5 de la Resolución 1245 de 2006, la inscripción en el RNVE para el segundo mercado corresponde al 0,04 por mil del patrimonio del emisor, lo que sería equivalente \$115.801. Sin embargo esta misma Resolución en el artículo 10 menciona que el tope mínimo y máximo se debe encontrar entre los 6 y 300 SMMLV respectivamente. Es por ello que el costo correspondiente a esta inscripción es de \$4.136.724 (6 SMMLV-2016).
- 4.2. Derechos para realizar oferta pública: Según la resolución 1019 de 2014, para el segundo mercado los derechos de realizar oferta pública no tienen ningún costo⁹⁹.
- 4.3. Cuota anual RNVE: Este costo corresponde al 0,05 por mil del patrimonio del emisor¹⁰⁰, dadas las características mencionadas anteriormente de los topes máximos y mínimos, el saldo correspondiente será \$4.136.724, es decir 6 SMMLV para el 2017. Es importante mencionar que el aumento del salario mínimo para cada año es de 6,99%, que fue la tasa correspondiente al aumento del SMMLV del 2015 al 2016.
- 5. Depósito centralizado de valores:** Según la tabla de emisiones desmaterializadas de renta fija de DECEVAL, para un monto de emisión de \$408.536.000 el costo correspondiente de cada año es de \$77.622.

6. Colocación y adjudicación

⁹⁹CLAVIJO; MALAGON, ZULUAGA. Op. Cit., p. 2.

¹⁰⁰ COLOMBIA. SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA. Resolución 1245. (19, Julio, 2006). Por la cual se establece el régimen de derechos de inscripción y cuotas y la cuota anual para el año 2006, respecto de las personas y valores inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores y en el Registro Nacional de Agentes del Mercado. Bogotá D.C, 2006.

- 6.1. Colocadores (% de la emisión): El simulador sugiere el 0,10% del monto de la emisión, es decir \$408.536.
- 6.2. Adjudicación y anotación en cuenta BVC: El saldo correspondiente para este ítem es 0,01% del monto de la emisión, en este caso equivaldría a \$40.853, sin embargo se debe cancelar \$12.000.000 ya que este es su coste mínimo.
- 7. Publicaciones y gastos de mercadeo:** Se realizó la respectiva cotización para la publicación del aviso de oferta pública. Este costo corresponde al tamaño del aviso de: ¼ de página vertical (2,5 columna (12,4 cm de ancho) * 18,5 cm de alto), ubicación página corriente, sección de Negocios para la circulación nacional del Diario El Espectador y para un día de lunes a sábado de 2016.
- 8. Revisoría Fiscal:** Se asume un costo de \$5.000.000.
- 9. Representante legal de los tenedores de bonos:** “Las emisiones de bonos que se efectúen para hacer parte del Segundo Mercado no requerirán representante legal de los tenedores de bonos”¹⁰¹.
- 10. Calificación de riesgo:** “Los valores que hagan parte del segundo mercado no requerirán calificación para efectos de su inscripción en el Registro Nacional de Valores y Emisores-RNVE”¹⁰².

¹⁰¹ COLOMBIA. SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA. Op. cit., p. 55.

¹⁰² COLOMBIA. MINISTERIO DE HACIENDA Y CRÉDITO PÚBLICO. Op. Cit., p. 5.

8.2.1. Emisión de bonos con tasa cupón fija: El monto de la emisión de bonos para esta simulación será igual al solicitado en el sistema financiero tradicional, es decir \$408.536.250 y con una duración de cinco años.

A continuación se presentan los parámetros generales utilizados en el primer escenario de emisión de bonos (ver anexo B):

- ✓ Monto de la emisión: \$408.536.000
- ✓ Patrimonio: \$2.895.043.367.
- ✓ Tasa cupón: tasa fija 5.0%

Serie A: Los Bonos Ordinarios se emitirán en Pesos, devengarán un interés determinado con base en una tasa fija efectiva anual, y su capital será pagado totalmente al vencimiento de los mismos.

En este caso, la tasa cupón es la preestablecida por el simulador para el año 2016, la cual varía anualmente dependiendo del comportamiento esperado de la inflación para cada periodo, y por el comportamiento de emisiones realizadas, un ejemplo de esto es que para el 2013 fue de 7% mientras que para el 2015 fue del 4%.

El flujo de caja neto y el flujo del servicio de la deuda para esta emisión de bonos en cada año se presentan en la Tabla 12:

Tabla 12. Flujo de caja neto para la emisión de bonos con tasa fija.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Total costos	\$ 45.275.827	\$ 9.814.346	\$ 10.103.513	\$ 10.412.872	\$ 10.743.866	

Flujo de caja						
Monto de la emisión	\$408.536.000					
Redención						\$408.536.000
Pago de intereses		\$20.426.800	\$20.426.800	\$20.426.800	\$20.426.800	\$ 20.426.800

Total flujo de caja	\$ 363.260.173	(\$30.241.146)	(\$30.530.313)	(\$ 30.839.672)	(\$31.170.666)	(\$428.962.800)
Total flujo de servicio de la deuda	\$408.536.000	(\$20.426.800)	(\$20.426.800)	(\$20.426.800)	(\$20.426.800)	(\$428.962.800)

Fuente: Simulador de la Bolsa de Valores de Colombia (2016).

Tabla 13. Costo del servicio de la deuda con emisión de bonos con tasa fija.

Costo de la emisión (TIR%)	10,02%
Costo servicio de la deuda (TIR%)	5,00%

Fuente: Simulador de la Bolsa de Valores de Colombia (2016).

Tabla 14. Total de Costos para la emisión de bonos con tasa fija.

TOTAL COSTOS	
Costos fijos	\$ 86.350.414
Costos intereses	\$ 102.134.000
Total costos	\$ 188.484.414

Fuente: Simulador de la Bolsa de Valores de Colombia (2016).

El costo total de esta emisión de bonos es de 10.02%, el cual está compuesto por 5% que pertenece al costo del servicio de la deuda (intereses) y 5.02% de otros costos de emisión (BVC, SFC, DECEVAL, entre otros).

8.2.2. Emisión de bonos con tres series: Tasa fija, DTF, IBR: Con el fin de presentar el mismo comportamiento expuesto en el sistema financiero bancario, las tres series tendrán una duración de cinco años, se supone el mismo valor de patrimonio y monto a emitir, cambiando únicamente la tasa cupón de la siguiente manera (ver anexo C):

- Serie A: Tasa fija 5.50%
- Serie B: DTF 6,66%(TA) +1.45%
- Serie C: IBR 7,44%(N.M.V)+1.50%

Serie A: Los Bonos Ordinarios se emitirán en Pesos, devengarán un interés determinado con base en una tasa fija efectiva anual, y su capital será pagado totalmente al vencimiento de los mismos.

Serie B: Los Bonos Ordinarios se emitirán en Pesos, devengarán un interés determinado con base en una tasa variable referenciada a la DTF y su capital será pagado totalmente al vencimiento de los mismos.

Serie C: Los Bonos Ordinarios se emitirán en Pesos, devengarán un interés determinado con base en una tasa variable referenciada al IBR del inicio del respectivo período de causación del interés y su capital será pagado totalmente al vencimiento de los mismos.

Las tasas de los indicadores del DTF¹⁰³ y del IBR¹⁰⁴, corresponden al mes de julio de 2016. El margen adicional a estos índices es el promedio de algunos avisos de ofertas públicas publicados entre 2013 y 2015 de empresas como: Banco de Davivienda, Banco de Occidente, Banco Finandina S.A, Banco BBVA, Banco Popular S.A, organización Terpel, Promigas S.A ESP, entre otros.

En la tabla 15 se presenta el flujo de caja neto para este escenario en los cinco años:

¹⁰³ NOTINET. Dtf y Tcc Año 2016. [En línea] [Consultado el 7 de junio de 2016] Disponible en: <<http://www.notinet.com.co/indices/df.htm>>

¹⁰⁴ BANCO CENTRAL DE COLOMBIA. Indicador bancario de referencia (IBR). [En línea] [Consultado el 4 de marzo de 2016] Disponible en: <<http://www.banrep.gov.co/es/ib>>

Tabla 15. Flujo de caja neto para la emisión de bonos con tres series: tasa fija, DTF e IBR.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Total costos	\$45.275.827	\$ 9.814.346	\$ 10.103.513	\$ 10.412.872	\$ 10.743.866	

Flujo de caja						
Monto de la emisión	\$408.536.250					
Redención						\$408.536.250
Pago de intereses		\$ 31.443.671	\$31.443.671	\$31.443.671	\$31.443.671	\$31.443.671

Total flujo de caja	\$ 363.260.423	(\$ 41.258.017)	(\$41.547.184)	(\$41.856.543)	(\$42.187.537)	(\$439.979.921)
Total flujo de servicio de la deuda	\$408.536.250	(\$ 31.443.671)	(\$31.443.671)	(\$31.443.671)	(\$31.443.671)	(\$439.979.921)

Fuente: Simulador de la Bolsa de Valores de Colombia (2016).

Tabla 16. Costo del servicio de la deuda con emisión de bonos con tres series: tasa fija, DTF e IBR.

Costo de la emisión (TIR%)	12,96%
Costo servicio de la deuda (TIR%)	7,71%

Fuente: Simulador de la Bolsa de Valores de Colombia (2016).

Tabla 17. Total de Costos para la emisión de bonos con tres series: tasa fija, DTF e IBR.

TOTAL COSTOS	
Otros costos	\$ 86.350.424
Costos intereses	\$ 157.218.355
Total costos	\$ 243.568.779

Fuente: Simulador de la Bolsa de Valores de Colombia (2016).

El costo de este tipo de emisión fue de 12.96%, del cual 7,71% corresponde al costo del servicio de la deuda (intereses), indicando que dado el contexto actual (tasas muy altas), es mejor para la empresa emitir bonos en tasa fija que con tasas indexadas.

8.2.3. Emisión de bonos con dos series: IPC, DTF: Para este escenario igualmente se utilizan las condiciones anteriores, (el margen adicional al IPC se realizó de la misma manera que el DTF e IBR) (ver anexo D):

- Serie A: IPC 8,60%(EA)+ 2,99%
- Serie B: DTF 6,66%(TA)+1,45%

Serie A: Los Bonos Ordinarios se emitirán en Pesos, devengarán un interés determinado con base en una tasa variable referenciada a la IPC y su capital será pagado totalmente al vencimiento de los mismos.

Serie B: Los Bonos Ordinarios se emitirán en Pesos, devengarán un interés determinado con base en una tasa variable referenciada a la DTF y su capital será pagado totalmente al vencimiento de los mismos.

Los costos relacionados flujo de caja neto y al servicio de la deuda se presentan a continuación:

Tabla 18. Flujo de caja neto para la emisión de bonos con dos series: DTF e IPC.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Total costos	\$45.275.827	\$ 9.814.346	\$ 10.103.513	\$ 10.412.872	\$ 10.743.866	

Flujo de caja						
Monto de la emisión	\$ 408.536.250					
Redención						\$408.536.250
Pago de intereses		\$41.441.393	\$41.441.393	\$41.441.393	\$41.441.393	\$ 41.441.393

Total flujo de caja	\$363.260.423	(\$ 51.255.739)	(\$51.544.906)	(\$51.854.265)	(\$ 52.185.259)	(\$449.977.643)
Total flujo de servicio de la deuda	\$408.536.250	(\$41.441.393)	(\$ 41.441.393)	(\$41.441.393)	(\$41.441.393)	(\$449.977.643)

Fuente: Simulador de la Bolsa de Valores de Colombia (2016).

Tabla 19. Costo del servicio de la deuda con emisión de bonos con dos series: DTF e IPC

Costo de la emisión (TIR%)	15,63%
Costo servicio de la deuda (TIR%)	10,14%

Fuente: Simulador de la Bolsa de Valores de Colombia (2016).

Tabla 20. Total de Costos para la emisión de bonos con dos series: DTF e IPC.

TOTAL COSTOS	
Otros costos	\$ 86.350.424
Costos intereses	\$ 207.206.967
Total costos	\$ 293.557.389

Fuente: Simulador de la Bolsa de Valores de Colombia (2016).

El costo total en este caso es \$293.557.389, es decir que se incrementa a 15,63% el costo total de la emisión, donde 10,14% corresponde a los intereses. La diferencia entre esta alternativa y la anterior es de \$49.988.610.

A continuación en la tabla 21 se muestra la tabla resumen del total de costos de los escenarios presentados en mercado de capitales:

Tabla 21. Resumen de costos de los tres escenarios de mercado de capitales.

ESC	MODALIDAD	TASAS	INTERESES 5 AÑOS	OTROS COSTOS	TOTAL EMISION
1	Tasa fija	5,00%	\$ 102.134.000	\$ 86.350.424	\$ 188.484.414
2	Tasa fija	5,50%	\$ 37.449.225	\$ 86.350.424	\$ 243.568.779
	DTF (TA)	6,66%+1,45%	\$ 58.137.239		
	IBR(N.M.V)	7,44%+1,50%	\$ 61.631.892		
3	IPC (EA)	8,60%+2,99%	\$ 120.001.322	\$ 86.350.424	\$ 293.557.389
	DTF (TA)	6,66%+1,45%	\$ 87.205.645		

Es importante mencionar que a pesar de ser la tasa fija el mejor escenario, no siempre sucede el mismo comportamiento, puesto que si el gobierno tiene una

buena política monetaria y la inflación está controlada o presenta variaciones a la baja entonces emitir títulos indexados resultara más beneficioso para la empresa¹⁰⁵.

Además se debe tener en cuenta que en las modificaciones presentadas en el capítulo anterior, el Decreto 1019 de 2014 adiciona el siguiente artículo: “Los emisores podrán optar por solicitar la autorización de inscripción de los valores que hagan parte del Segundo Mercado, en una bolsa de valores o en un sistema de negociación de valores según sea el caso¹⁰⁶”, es decir, no es obligatorio y si la empresa no inscribe sus bonos en la Bolsa de Valores de Colombia eliminaría costos como: Inscripción a la BVC, Sostenerimiento a la BVC, adjudicación y cuenta en BVC, entre otros, lo que sería una buena opción para empezar a emitir títulos financieros.

Después de los escenarios anteriormente presentados se puede observar que la mejor opción para la empresa AnserCol, es la emisión de bonos con tasa cupón fija (5%), dado que es la que ofrece menor costo en la obtención de dinero. Se evidencia que a pesar de que la emisión de bonos indexados al DTF e IBR es más costosa que la de tasa fija, esta sigue siendo aún mejor que las tres opciones analizadas del sistema tradicional bancario, sin embargo la emisión de bonos indexadas al DTF e IPC es más costosa que el préstamo ofrecido por el Banco Cooperativo Coopcentral. En el año 2016 los indicadores vienen presentando variaciones al alza¹⁰⁷, sobre todo el IPC, razón por la cual sería más costoso este escenario que

¹⁰⁵ PLACE, Joanna. Análisis básico de bonos. *CEMLA.*, 2005.

¹⁰⁶ MINISTERIO DE HACIENDA Y CRÉDITO PÚBLICO. Op cit., p. 5.

¹⁰⁷ BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA. Encuesta de opinión financiera. [En línea] [Consultado el 5 de junio de 2016] Disponible en: <http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Mercados/informesbursatiles?com.tibco.ps.page.svc.action=updateRenderState&rp.currentDocumentID=-7fbacc5c_15626dc967f_-33a00a0a600b&rp.attachmentPropertyName=Attachment&com.tibco.ps.pagesvc.targetPage=1f9a1c33_132040fa022_-78750a0a600b&com.tibco.ps.pagesvc.mode=resource&rp.redirectPage=1f9a1c33_132040fa022_-787e0a0a600b>.

el presentado a través del Banco Cooperativo Coopcentral. Además las series indexadas al IPC normalmente se utilizan en emisiones de largo plazo¹⁰⁸.

También es importante mencionar, que la opción más económica en el sistema tradicional aún no tiene en cuenta los costos relacionados a garantías, y que al ser una entidad solidaria, no cualquier empresa obtiene un préstamo por este valor.

Adicionalmente, a que el mercado de capitales es el mejor escenario en cuanto a costos, este ofrece una alternativa de financiación viable en el segundo mercado para aquellos empresarios que no cumplen con los requisitos expedidos por el sistema financiero tradicional, puesto que exige menor número de requerimientos para recaudar dinero, ya sea a través de la emisión bonos, acciones u otros títulos de valor.

Otros de los beneficios ofrecidos por este tipo de financiamiento es que:

- Los inversionistas (inversionistas profesionales) cuentan con exceso de liquidez, lo que generan mayores inversiones a largo plazo;
- Los recursos en la bolsa son capital no intermediado, es decir los inversionistas entregan directamente el capital a quienes lo requieren, evitando así costos de intermediación que encarecen el costo de la obtención de recursos;

¹⁰⁸ DIAZ, Camilo. Pasar del crédito a los bonos. Revista Dinero [En línea] Junio, 2015. [Consultado el 6 de agosto de 2016] Disponible en: < <http://www.dinero.com/opinion/columnistas/articulo/opinion-sobre-financiacion-empresas-emision-bonos-bolsa/214387>>

- Las empresas tienen la capacidad de fijar las condiciones a las que desea emitir deuda, como establecer la tasa, duración, monto a emitir, entre otros, mientras que en el sistema tradicional son los bancos quienes deciden las condiciones del préstamo, lo cual hace que este interés sea más costoso¹⁰⁹.
- El segundo mercado no exige garantías como lo hace el sistema financiero tradicional, ya que este último, por el pago del crédito exige garantías de hipotecas o prendas sobre sus bienes¹¹⁰, lo que genera un costo adicional en el valor total del préstamo, mientras que el mercado de capitales en el Decreto 1019 de 2014 derogó la calificación de riesgo para la emisión de títulos valor.
- El mercado de capitales ofrece una variedad de productos con diferentes características como plazo, riesgo, tipo de rendimiento, entre otros, que se adaptan a las necesidades del empresario.
- “Las empresas que ingresan a cotizar en bolsa obtienen un reconocimiento con el posicionamiento de marca que ello implica. La salida a Bolsa de una empresa actúa como mecanismo publicitario y proporciona propaganda a la empresa, así como una mayor difusión e impacto”¹¹¹.

A pesar de los beneficios mencionados anteriormente, este tipo de financiación no es el más utilizado en Colombia, dado que principalmente los pequeños

¹⁰⁹ Ibid., p. 95.

¹¹⁰ AUTOREGULADOR DEL MERCADO DE VALORES. Op. cit., p 7.

¹¹¹ RANKIA. ¿Por que a una empresa le interesa hacer parte de la bolsa? [En línea] [Consultado el 5 de junio de 2016] Disponible en: <<http://www.rankia.co/blog/analisis-colcap/1663467-por-que-empresa-interesa-hacer-parte-bolsa>>

empresarios de este país son en su mayoría empresas familiares que no cuentan con la cultura y el conocimiento necesario para analizar los diferentes tipos de financiamiento existentes.

9. CASOS EXITOSOS

A continuación se presentarán tres casos exitosos de compañías de otros países que han utilizado el mercado alternativo como fuente de financiación, la primera es la empresa Catenon S.A, de España y actualmente cotiza en el Mercado Alternativo Bursátil (MAB), la segunda es una entidad peruana conocida como Medrock Corporation S.A.C, la cual cotiza en el Mercado Alternativo de Valores (MAV) y por último la compañía Antevenio, de España pero cotiza en el Mercado Alternativo de Francia (ALTERNEXT).

9.1. CATENON S.A

Catenon S.A es una empresa tecnológica Española que se constituye el 4 de febrero del año 2.000 con la intención de buscar profesionales y directivos a nivel internacional, su objeto social está ligado al área de recursos humanos, es decir a los procesos de selección y preselección de personal, formación, captación y motivación a través de tecnologías informáticas¹¹². Todo este proceso se realiza bajo el modelo web square, un software propio muy potente y adaptado tanto a las necesidades de Catenon como de sus clientes.

Su valor agregado consiste básicamente en que la compañía le presenta al cliente los candidatos adecuados y debidamente preseleccionados en un plazo máximo de 20 días hábiles. La búsqueda de estos candidatos se realiza a nivel internacional a través de consultores especializados.

¹¹² MERCADO ALTERNATIVO BURSÁTIL. ¿Qué es el MAB? [En línea] [Consultado el 9 de agosto de 2016] Disponible en: <http://www.bolsasymercados.es/MaB/esp/EE/Ficha/CATENON_ES0112320009.aspx#ss_perfil>

Sus pilares fundamentales se basan en los mismos del siglo XXI:

- ✓ Las nuevas tecnologías.
- ✓ La Globalización.
- ✓ La arquitectura del conocimiento.
- ✓ Y asumir el inglés como la primera lengua común de la Humanidad.

Hoy en día la sociedad se dedica también al desarrollo y mantenimiento de los activos tecnológicos del Grupo Catenon y ejerce funciones de Holding Grupo.

9.1.1. Estrategias: Entre sus principales estrategias se encuentra:

- La separación del proceso de ventas (candidatos profesionales seleccionados por los clientes) y el de producción (filmación de entrevistas: se guardan las grabaciones que se le hace a cada profesional), dado que este método es clave para ganar tiempo, reducir costes y aumentar rentabilidad.
- La carga de trabajo del personal de Catenon suele distribuirse de manera equitativa, puesto que todos tienen la misma carga laboral lo que significa que el empleado más eficiente no se le asignaran más funciones si no que al

contrario podrá organizar su horario de trabajo como mejor le convenga, buscando así retener al personal mejor cualificado.

- Efectividad y confiabilidad: presentan los candidatos finales al cliente máximo en 20 días hábiles, mientras que otras empresas se demoran hasta tres meses en este proceso¹¹³.

9.1.2. Estrategia financiera respecto al MAB: Catenon decide ingresar al MAB el 6 de junio del 2011, con el fin de buscar fondos para obtener mayor cobertura a nivel mundial, destinando así el 70% de la oferta para la apertura de nuevas oficinas en Europa, Oriente Medio, Asia-Pacífico, América del Sur, África y Norte América, el 20% a potenciar la unidad de inteligencia del negocio (Fortalecer plataformas - software) y el 10% restante a cubrir los costos de la transacción¹¹⁴.

A continuación en la tabla 22 se presentan los parámetros correspondientes a la primera emisión de acciones:

Tabla 22. Parámetros de la emisión de acciones de la empresa Catenon.

CATENON	
PRECIO ACCIÓN	3,64 €
NO DE ACCIONES	14,77 millones
CAPITALIZACIÓN	53,76 millones €

Fuente: Mercado Alternativo Bursátil [en línea]. [Consultado el 04 de septiembre de 2016]. Disponible en http://www.bolsasymercados.es/MaB/esp/EE/Ficha/CATENON_ES0112320009.aspx

¹¹³ GURUSBLOG. Catenon y el arte de innovar en un sector maduro. [En línea] [Consultado el 3 de agosto de 2016] Disponible en: <<http://www.gurusblog.com/archives/catenon-y-el-arte-de-innovar-en-un-sector-maduro/08/11/2011/>>

¹¹⁴ EL CONFIDENCIAL. Catenon echa a andar en el MAB. [En línea] [Consultado el 4 de septiembre de 2016] Disponible en: <http://www.elconfidencial.com/economia/2011-06-06/catenon-echa-a-andar-en-el-mab_325487/>

La compañía antes de ingresar al MAB contaba con 11.821.350 acciones, cuando ingresó, emitió 2.955.338 dando un total de 14,77 millones de acciones con un precio cada una de 3.64€, obteniendo así una capitalización bursátil de 53,77 millones de Euros¹¹⁵.

9.1.3. Resultados: Tras realizar la primera emisión, en el informe de Gestión anual presentado por Catenon al MAB, se pueden evidenciar los logros obtenidos, en donde se encuentra que: “se permitió financiar la expansión internacional y las inversiones en innovación tecnológica de 725 miles de euros, orientar el modelo hacia plataformas de operaciones, hacer frente a la devolución de pólizas de crédito por importe de 1.677 miles de euros según calendario así como absorber las pérdidas del ejercicio de ciertas filiales”¹¹⁶, además el EBITDA presentó un incremento de 1.2 a 3.3 millones de euros y en el primer día de esta emisión se logró captar un total de 5 millones de euros, demostrando así el éxito de esta transacción.

Por otra parte, la empresa continuó realizando emisiones en diferentes años para seguir aumentando su capital, liquidez, difusión, entre otros. En la tabla 23 se presentan los diferentes parámetros de cada una de las emisiones realizadas (2012-2015)¹¹⁷:

¹¹⁵ JUAN SAINZ DE LOS TERREROS. Catenón saldrá a cotizar al MAB con una capitalización superior a 53 millones de euros. [En línea] [Consultado el 4 de julio de 2016] Disponible en: <<http://juanst.com/2011/06/02/catenon-saldrá-a-cotizar-al-mab-con-una-capitalización-superior-a-53-millones-de-euros/>>

¹¹⁶ CATENON, S.A. Cuentas anuales e informe de gestión del ejercicio finalizado el 31 de diciembre de 2011 junto con el Informe de los Auditores. Disponible en: <[http://www.catenon.com/inversores/pdf/Catenon\(ccaa2011\).pdf](http://www.catenon.com/inversores/pdf/Catenon(ccaa2011).pdf)>

¹¹⁷ GESPROBOLSA. Catenon: una empresa “TOP” del MAB candidato a un gran 2015. [En línea] [Consultado el 6 de septiembre de 2016] Disponible en: <<http://www.gesprobolsa.com/catenon-una-empresa-top-del-mab-candidato-a-un-gran-2015/>>

Tabla 23. Parámetros de emisiones realizadas del 2012 al 2015 de la empresa Catenon.

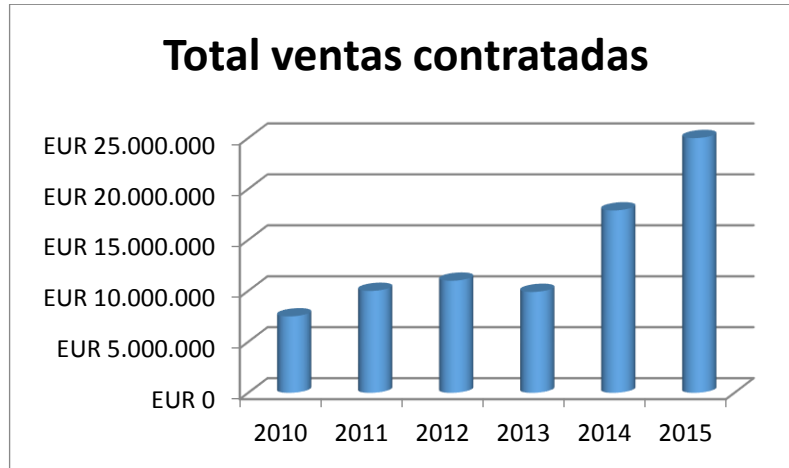
	2012	2013	2014	2015
Capital admitido (miles de euros)	264	264	327	375
No de acciones (x1.000)	13.195	13.195	16.337	18.734
precio cierre de periodo (euros)	0,65	1,3	1,1	1,0
capitalización (miles de euros)	8.577	17.153	17.970	18.734
volumen (miles de acciones)	655	1.708	9.155	4.302

Fuente: Mercado Alternativo Bursátil [en línea]. [Consultado el 04 de septiembre de 2016]. Disponible en <
http://www.bolsasymercados.es/MaB/esp/EE/Ficha/CATENON_ES0112320009.aspx>

Se puede observar que a través de los años la capitalización bursátil de la compañía continua aumentando, mostrando así un incremento de valor en la empresa, como resultado de las buenas decisiones en cuanto a estrategias de financiación (emisión de acciones). Para el año 2015 se puede evidenciar que el número total de acciones de la compañía es de 18.773.848, es decir que ha presentado un aumento del 42,28% desde el 2012.

Adicionalmente, a continuación en la figura 13 se presenta el comportamiento de ventas que ha obtenido esta compañía desde el 2010 (millones de euros):

Figura 13. Total de ventas desde el 2010 al 2015 de la empresa Catenon.



Fuente: Informe y resultados auditados 2015 [en línea]. [Consultado el 05 de septiembre de 2016]. Disponible en <https://www.catenon.com/inversores/pdf/12320_InfFinan_20150922.pdf>

Se evidencia que desde el 2010 las ventas están registrando un alto ritmo de crecimiento, exceptuando el año 2013 debido a las condiciones macroeconómicas que se estaban presentando en ese momento en el país de origen (España), sin embargo, cabe destacar que la demanda total de acciones para este mismo año fue de 6.383.615, duplicando así la oferta de nuevas acciones en un 203%, por lo que fue preciso realizar un prorrateo para intentar en la medida de lo posible satisfacer la sobredemanda de títulos¹¹⁸.

Las ventas contratadas consolidadas crecen en un 40% de 17,9MM€ en 2014 a los 25 MM€ de contratos firmados en 2015. La mejora de la eficiencia medida en

¹¹⁸ CATENON. Catenon da por concluida la ampliación de capital con una sobredemanda de títulos del 203%, en el primer día de la fase de asignación discrecional. [En línea] [Consultado el 5 de agosto de 2016]. Disponible en: <https://www.bolsasymercados.es/mab/documentos/HechosRelev/2013/12/12320_HRelev_20131230.pdf>

términos de EBITDA consolidado, crece un 32% con relación al ejercicio anterior alcanzando en el 2015 los 2.782.485€.

Por último, en el año 2015 la empresa contaba con 33 oficinas en 25 países, obteniendo así un aumento de 17 oficinas en 14 países desde el año 2011, evidenciando que la compañía ha logrado el cumplimiento de sus objetivos respecto a la emisión de acciones.

9.2. MEDROCK CORPORATION S.A.C

Se constituye por escritura pública el 14 de noviembre de 2006 en Perú, iniciando sus actividades en el mes de abril de 2007, a través de un aporte inicial de 50 mil soles. Esta compañía comienza sus actividades sobre las sólidas bases de la ex transnacional Hoechst Marion Rousell, empresa que tiene más de 40 años de presencia en el mercado de la industria farmacéutica nacional¹¹⁹.

La compañía se dedica a la formación y funcionamiento de un laboratorio para efectuar experimentos científicos, de investigación, diagnóstico, análisis, tratamiento, esterilización, desarrollo de medicamentos, recursos terapéuticos naturales, cosméticos, insumos de uso médico quirúrgico, al fraccionamiento, empaclado, rotulado y re-envase de los productos mencionados, entre otros¹²⁰.

Sus productos se comercializan a través de cuatro líneas:

¹¹⁹ MEDROCK. Conócenos. [En línea] [Consultado el 7 de agosto de 2016] Disponible en: <<http://www.medrocklab.com/index.php/inicio/bienvenidos/20-conocenos>>

¹²⁰ CLASS & ASOCIADOS S.A. Fundamento de clasificación de riesgo MEDROCK CORPORATION S.A.C. [En línea] [Consultado el 5 de septiembre de 2016] Disponible en: <<http://www.classrating.com/medrock.pdf>>

- ✓ Genéricos.
- ✓ Institucionales.
- ✓ De marca.
- ✓ De maquila.

Adicionalmente cumplen con: las normas de bioseguridad, Buenas Prácticas de Laboratorio (BPL), y Buenas Prácticas de Manufactura (BPM) otorgadas por la Dirección General de Medicamentos, Insumos y Drogas.

9.2.1. Estrategias: La estrategia de crecimiento de esta compañía está basada en cuatro pilares:

- ✓ Aumentar las ventas de marcas propias y disminuir la venta de genéricos.
- ✓ Exportar medicamentos a Costa Rica, Ecuador, Chile República Dominicana y El Salvador, con miras a aumentar los países.
- ✓ Diversificar o expandir sus líneas de negocio.
- ✓ Capacitar constantemente a los profesionales de la Compañía¹²¹.

9.2.2. Estrategias financieras respecto al MAV: En el año 2014, Medrock inicia su fondeo a través del Mercado Alternativo de Valores con el primer programa de emisión de instrumentos de Corto Plazo, hasta por un monto máximo en circulación

¹²¹ PACIFIC CREDIT RATING. Medrock Corporation S.A.C. [En línea] [Consultado el 22 de Agosto de 2016] Disponible en: <http://www.ratingspcr.com/uploads/2/5/8/5/25856651/medrock_0615-final.pdf>

de S/. 10'000,000.00 (Diez millones de Nuevos Soles), los cuales tenían un plazo de emisión de seis años contados desde junio del 2014.

Es importante resaltar que una de las principales exigencias emitidas por el mercado alternativo de valores de Perú en 2013, era que las empresas que ingresaran a este mercado, debían emitir primero instrumentos de deuda de corto plazo y, una vez adquiridos el reconocimiento y la confianza del mercado, podrían emprender un proyecto de colocación de bonos a largo plazo¹²².

Por otro lado Gino Michelini, vicepresidente ejecutivo de Medrock Corporation, afirma que: “El ser integrante del MAV nos abre las puertas a una serie de diversas oportunidades de financiamiento a la medida de nuestras necesidades y los fondos a levantar serán utilizados para capital de trabajo”¹²³. Es importante para esta compañía emitir papeles comerciales, dado que la estructura de sus pasivos en su mayoría es de corto plazo, como capital de trabajo, mercadería y suministros necesarios para la elaboración de medicamentos.

En la tabla 24 se presentan los principales parámetros de esta emisión.

¹²² MERCADO, Ronald Daniel. El mercado de valores como fuente de financiamiento para la micro y pequeña empresa. Tesis de Maestría. Lima: Universidad Mayor de San Marcos. Facultad de ingeniería Industrial, 2014. 190 p.

¹²³ SEMANAECÓNOMICA.COM. Laboratorio Medrock se convirtió en la cuarta empresa en ingresar al MAV. [En línea] [Consultado el 28 de agosto de 2016] Disponible en: <<http://semanaeconomica.com/article/mercados-y-finanzas/banca-y-finanzas/141189-laboratorios-medrock-se-convirtio-en-la-cuarta-empresa-en-ingresar-al-mav/>>

Tabla 24. Parámetros de la primera emisión de bonos de Medrock Corporation.

FECHA	TIPO	SERIE	VALOR	VENCIMIENTO	TASA
31/07/2014	Papeles comerciales	A (1er programa de emisión)	US\$1.000.000	27/01/2015	3,70%
28/08/2014	Papeles comerciales	B (1er programa de emisión)	US\$1.000.000	24/02/2015	3,40%

Fuente: Class y Asociados S.A. Clasificadora de Riesgo [en línea]. [Consultado el 15 de agosto de 2015]. Disponible en < <http://www.classrating.com/medrock.pdf>>

9.2.3 Resultados: Los títulos mencionados anteriormente han tenido la menor tasa en la historia del MAV. En la segunda emisión (serie B) se generó una demanda de papeles comerciales superior a 2.77 veces, con una tasa de 3.4%, siendo esta menor a la que obtuvo en su primera colocación (3.7%), lo que refleja el interés de los inversionistas. Todas las anteriores empresas que han ingresado al MAV lograron tasas de 6%, con lo cual Medrock ya es la empresa con el financiamiento más barato obtenido¹²⁴.

En adición Gino Micheline señala que: "Estamos muy conformes con los resultados obtenidos en estas dos emisiones, que nos están permitiendo reducir nuestros costos financieros de manera importante. El financiamiento a través del banco nos daba una tasa promedio anual de 7,46% con un rango entre el 6,0 % y 9,5%; versus este interesante 3,4% conseguido en esta última emisión a través del MAV"¹²⁵.

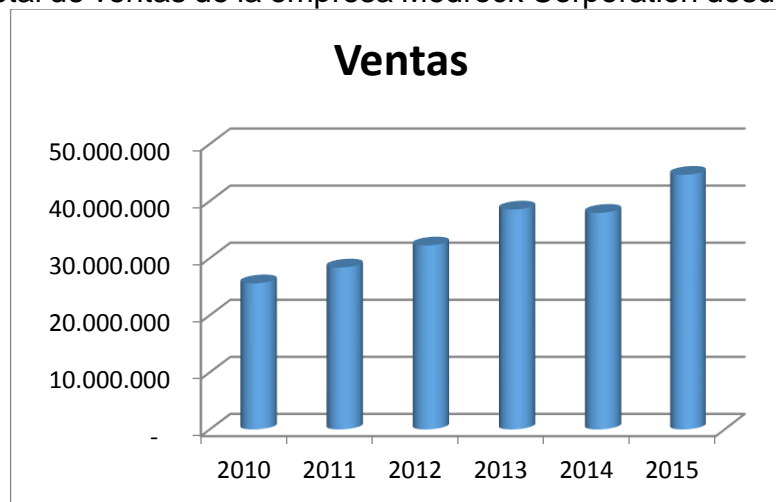
¹²⁴ SEMANA ECONOMICA.COM. Mercado alternativo de valores (MAV): Un financiamiento en condiciones que la empresa quiere. [En línea] [Consultado el 4 de agosto de 2016] Disponible en: <<http://semanaeconomica.com/article/mercados-y-finanzas/banca-y-finanzas/141175-mercado-alternativo-de-valores-mav-un-financiamiento-en-las-condiciones-que-tu-quieres/>>

¹²⁵ EL COMERCIO. Medrock logró tasa récord con nueva emisión papeles en el MAV. [En línea] [Consultad el 14 de agosto de 2016] Disponible en: <<http://elcomercio.pe/economia/peru/medrock-logro-tasa-record-nueva-emision-bonos-mav-noticia-1753885>>

Por otro lado esta compañía ingresa al MAV con dos calificadores de riesgo, Pacific Credit Rating (PCR) y Class & Asociados S.A. PCR en su informe del año 2014 denota que la empresa obtiene una clasificación CP1, para el primer Programa de Papeles Comerciales, es decir que son emisiones con muy alta certeza en el pago oportuno. Los factores de liquidez, protección son muy buenos y los riesgos son insignificantes¹²⁶.

A continuación en la figura 14 se muestra el total de ventas en Soles que ha obtenido la empresa Medrock (solo resulta relevante analizar desde el 2014 en adelante, dado que es en este año que empiezan a emitir papeles comerciales):

Figura 14. Total de ventas de la empresa Medrock Corporation desde 2010 al 2015.



Fuente: Class y Asociados S.A. Clasificadora de Riesgo [en línea]. [Consultado el 15 de agosto de 2015]. Disponible en < <http://www.classrating.com/medrock.pdf>>

Medrock registró ingresos por S/ 44.61 millones (2015), lo que significa un aumento de 17,59% respecto al año anterior (2014), explicado principalmente por el desempeño de los diferentes productos que ofrece: 42% en productos genéricos,

¹²⁶ PACIFIC CREDIT RATING. Op. cit., p. 101.

31% en productos de maquilla, y 29% en productos de marca. Además se refleja en el informe anual presentado por PCR que la utilidad neta aumenta de 155 (2014) a 651 miles de soles (2015). Igualmente refleja que el índice de cobertura* en el año 2014 era de 5.86 veces mientras que en el año 2015 alcanzó un nivel de 7.50 veces, incluyendo la emisión del saldo por emitir del Primer Programa de Instrumento de Corto Plazo Medrock, lo que refleja una mayor capacidad de pago¹²⁷.

9.3 EMPRESA ANTEVENIO

Antevenio es una empresa española que ofrece servicios de publicidad y marketing interactivo en internet, se caracteriza por contar con una variada gama de servicios de publicidad y marketing de resultados, entre los que se destacan: publicidad web display, e-mail marketing, marketing móvil, campañas de captación de clientes a través de Internet y marketing de afiliación¹²⁸. La misión de Antevenio, tal como lo refleja su nombre (*anticiparse*, en latín) es ayudar a las marcas a anticiparse a la competencia en la búsqueda, captación y fidelización de clientes¹²⁹.

9.3.1. Estrategias: La compañía ha construido un modelo de negocio propio sustentado en eficacia, calidad, experiencia, tecnología y profesionalidad. Está presente en España (Madrid y Barcelona), Italia (Milán), Francia (París), México (México DF) y Argentina (Buenos Aires). Esta entidad ofrece soluciones tanto para anunciantes como para editores web a través de las unidades del grupo: portales verticales, Rich&Reach, MDirector y Antevenio Go!.

* Mide la capacidad de una empresa de hacer frente a sus gastos financieros con la generación de recursos que obtiene de sus activos.

¹²⁷ CLASS & ASOCIADOS S.A. Op. cit., p. 100.

¹²⁸ CARRO MEANO, David; SOLER VÁZQUEZ-GUILLÉN, Luis. El mercado alternativo bursátil, nuevo impulso a la financiación. *Estrategia financiera*, 2009, no 263, p. 58-62.

¹²⁹ MARINO, María Teresa. Alternext, un espejo para el MAB EE: el caso Antevenio, una empresa que buscó capital en la bolsa alternativa. *Análisis financiero*, 2009, no 110, p. 88-97.

Según afirma Leo Farache, director general de operaciones de Antevenio, “la compañía gira entorno a tres áreas: publicidad online a través de la división Media, publicidad directa (Direct) y gestión de leads¹³⁰ que se realiza actualmente con la firma AntevenioGo”¹³¹.

9.3.2. Estrategia Financiera respecto al MAB: En el 2007 Antevenio era un claro exponente de empresa innovadora que requería de nuevos mecanismos de financiación y expansión. En España, el 85% de la inversión en marketing on-line estaba concentrada en tan sólo diez empresas, entre las cuales se encontraba Antevenio. Además, la publicidad por internet en este país solo abarcaba un 4,25% del mercado total, mientras que en mercados más desarrollados como Reino Unido esta tasa era del 12%. Con base en este análisis, los propietarios y directivos de Antevenio consideraron que era propicio adoptar un plan estratégico que le permitiese crecer al mismo ritmo que el mercado se lo exigía¹³².

Tras realizar un estudio comparativo con otras empresas británicas y francesas similares a Antevenio, los directivos encontraron que la mayoría de ellas cotizaban en bolsa, especialmente en mercados alternativos, las cuales obtenían procesos exitosos de financiación que les permitían cumplir en un 100% con sus planes de expansión.

¹³⁰ En e-marketing, un lead es cuando un usuario después de una búsqueda en internet llega a una página web y rellena un formulario de solicitud de información.

¹³¹ COMPUTERWORLD. Antevenio anuncia su salida a bolsa en el índice francés Alternext. [En línea] [Consultado el 22 de agosto de 2016] Disponible en: <<http://www.computerworld.es/economia-digital/antevenio-anuncia-su-salida-a-bolsa-en-el-indice-frances-alternext>>

¹³² CARRO MEANO; SOLER VÁZQUEZ-GUILLÉN. Op. cit., p. 109.

Dado lo anterior, en febrero de 2007 Antevenio decide empezar a cotizar en Alternext* y no en AIM** por las siguientes razones: el primero cotiza en Euros lo que hace que se elimine el riesgo de tipo de cambio, además permite hacer una oferta pública mixta dirigida tanto a instituciones como a particulares y por último en éste ya cotizaban varias empresas con servicios similares a los de Antevenio, lo que otorgaba a los inversionistas y analistas mayor conocimiento del sector.

La primera emisión de acciones se realizó en febrero de 2007 con los siguientes parámetros:

Precio acción: 6,28€

No de acciones: 1.050.000

Capitalización: 6.600.00 €

La oferta se dividió en dos tramos: el primero estaba dirigido a las instituciones, a quienes les estaba permitido la compra del 90% del total de las acciones mientras que el segundo estaba dirigido a particulares, los cuales les correspondía el 10% de las acciones restantes.

Antevenio dejó estipulado en su aviso de oferta pública que en caso de que se presentara exceso de demanda de compradores de las acciones, se pondría en

* NYSE-Alternext es un mercado bursátil que ofrece a la pequeña y medianas empresas una alternativa de cotización para acceder a sistema de financiación que les permitan desarrollar al máximo sus estrategias de negocio. Es el segundo mercado de Francia”.

** El Alternative Investment Market (AIM) es un submercado de la Bolsa de Londres que permite a compañías pequeñas acceder a los mercados bursátiles y poner en circulación su capital bajo un marco regulatorio más flexible que para el resto de las compañías del mercado principal.

marcha la cláusula de extensión, la cual permitía incrementar en un 15% la oferta de títulos, para alcanzar así un total de 1.207. 500 acciones ofertadas¹³³.

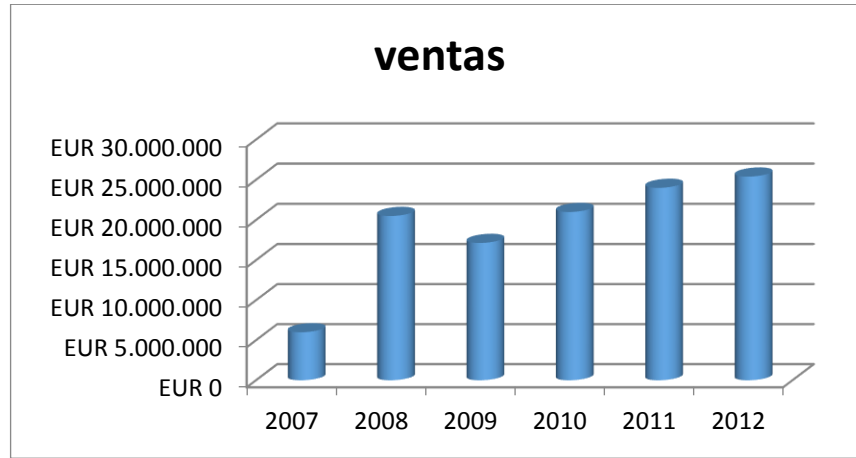
Efectivamente, días después del cierre de la primera oferta pública de acciones, la demanda fue superior diez veces a la oferta, por lo que Antevenio hizo uso de la cláusula de extensión y finalmente emitió al mercado un total de 1.207.500 acciones las cuales salieron a cotizar con el precio máximo fijado para ellas de 6,77 € por acción, logrando así una capitalización de 8.174.775 €.

Además del gran éxito que tuvo en su primera emisión de acciones, Antevenio pasó a la historia por convertirse en la primera PYME´s española en dar el salto a la Bolsa, abriendo así las puertas a otras PYME´s que deseen ingresar a este mercado.

9.3.3. Resultados: En la figura 15 se muestran los ingresos por ventas en Euros que obtuvo la empresa Antevenio 5 años después de empezar a cotizar en el mercado alternativo de Francia, Alternext (2007-2012).

¹³³ GRUPO CONTROL. Antevenio completa la segunda fase para su salida a bolsa. [En línea] [Consultado el 5 de julio de 2016] Disponible en: <<http://controlpublicidad.com/antevenio-completa-la-segunda-fase-para-su-salida-a-bolsa/>>

Figura 15. Total de ventas de la empresa Antevenio del 2007 al 2012.



Fuente: Cuentas anuales consolidadas correspondientes al 2015 [en línea]. [Consultado el 20 de septiembre de 2016]. Disponible en <<http://www.antevenio.com/wp-content/uploads/2016/04/Cuentas-Anuales-Consolidadas-e-Informe-de-Gestio%CC%81n-2015-1.pdf>>

Para el 2007, año en el que comenzaron a cotizar en bolsa, los directivos se mostraron satisfechos con los resultados, dado que cumplieron los objetivos de cambiar radicalmente el tamaño y la dimensión de la empresa, lograron consolidarse en España con la compra de Netfilia y se expandieron internacionalmente con la adquisición de Webnation (hoy Antevenio Italia), además hicieron crecer su capacidad financiera, permitiendo así comprar nuevas adquisiciones y continuar con el plan estratégico de expansión.

En el 2008 un año después de cotizar en bolsa, se puede observar que multiplicaron casi tres veces la cifra del negocio, además de eso, contaban con una tesorería neta de 10 millones de euros, lo cual los ubicaba en una situación financiera única en un momento de crisis de liquidez en el mercado. Su solvencia les permitía continuar comprando nuevas adquisiciones para continuar con el plan estratégico de expansión y salir reforzados de la crisis.

Para el 2009, Antevenio, facturó 17.15 millones de euros, implicando un retroceso del 16% respecto al año anterior. Esto se debió a que se encontraba bajo un contexto macroeconómico de recesión, donde el consumo había caído un 3% y la inversión publicitaria en medios convencionales bajó un 20,9% (hasta los 5.621 millones de euros), a pesar de esto, Antevenio siguió demostrando la fortaleza de su proyecto y conservó su estructura de personal para mantener la calidad del servicio.

Por otro lado, en el 2010 y 2011 se produjeron records de ventas históricos en la compañía, como resultados de la apuesta realizada por la organización en cuanto a diversificación internacional que inició desde el 2007. En estos años su actividad fuera de España suponía un tercio de la facturación y un 53% del beneficio neto y contaba con sede en: Londres, París, Milán, Buenos Aires y México, aparte de las de Madrid y Barcelona.

Para el 2012, la cifra del negocio había ascendido a 25,4 millones de euros, marcando un nuevo récord de ventas histórico en Antevenio, resultado nuevamente de su estrategia de expansión internacional. Contaba con nuevas oficinas en Italia, Francia, Gran Bretaña, Argentina y México, países en donde se encontraba ya la mitad del negocio. En este año continuó con el plan de diversificación, poniendo en marcha nuevos proyectos internacionales, como el agregador de ventas de viajes online elViajeroFisgon.com e incorporó su cartera de webs representadas a ONO, SupersonicAds y Ticketmaster¹³⁴.

¹³⁴ ANTEVENIO. Antevenio primera pyme española en cotizar en bolsa. [En línea] [Consultado el 6 de agosto de 2016] Disponible en: <<http://www.antevenio.com/accionistas-e-inversores/comunicados-de-prensa/>>

Actualmente, la cifra del negocio se mantiene por encima de los 23 millones de Euros, además la compañía sigue aumentando sus ventas. Para Joshua Novick, consejero delegado de Antevenio, en el 2016 "los buenos datos de ventas ratifican la estrategia puesta en marcha en los últimos semestres de potenciar actividades con mayores márgenes.

10.ALTERNATIVAS QUE FACILITEN EL ACCESO DE LAS PYME´S AL SEGUNDO MERCADO

Teniendo en cuenta los planteamientos expuestos en los capítulos anteriores, se evidencia que a pesar de las modificaciones que ha realizado el Gobierno de Colombia en el marco regulatorio del Segundo Mercado, hoy en día siguen existiendo barreras para que las pequeñas y medianas empresas utilicen este mecanismo como fuente de financiación. De manera tal, que son los grandes empresarios, quienes en su mayoría lo están utilizando (estos tienen mayor posibilidad de financiar su emisión en el mercado principal), lo que significa, que el Gobierno Nacional no ha cumplido su objetivo en cuanto a dirigir este mercado a los pequeños y medianos empresarios.

Con el fin de generar empleo, contribuir al desarrollo y crear incentivos para que las pequeñas y medianas empresas tengan acceso al Segundo Mercado, a continuación se plantean propuestas para hacer de éste una alternativa de financiación viable. En primer lugar se buscan soluciones a partir de propuestas implementadas en otros países para utilizarlas en Colombia, seguido de propuestas elaboradas a través de la revisión de literatura.

10.1. PROPUESTAS ADAPTADAS DE OTROS PAISES PARA QUE EL SEGUNDO MERCADO SEA EXITOSO

- **Beneficios económicos a empresas para su incorporación al segundo mercado:**

En España el Ministerio de Industria-Empresa Nacional de Innovación concede préstamos a las PYME´s con el fin de cubrir los gastos asociados a la preparación en la salida al Mercado Alternativo Bursátil. Entre sus principales características se encuentran:

- ✓ Monto máximo de 1,5 millones de Euros.
- ✓ No tiene intereses.
- ✓ No tiene comisiones.
- ✓ Vencimiento a los 2 años.

Es importante resaltar que para acceder a este tipo de préstamos, los empresarios deben cumplir con unas condiciones mínimas necesarias¹³⁵. Teniendo en cuenta, que una de las principales barreras que impiden el ingreso de las PYME´s al segundo mercado son los costos, se propone al Ministerio de Hacienda y Crédito Público de Colombia que maneje una línea de crédito dedicada aquellas pequeñas y medianas empresas que quieran ingresar al Segundo Mercado y que no cuenten con los recursos que se requieren para hacerlo. De esta manera se estaría promoviendo el uso del mercado de capitales como alternativa de financiación. Se recomienda que este tipo de préstamos cuenten con una tasa de interés del 0%, que no cobren comisiones y el pago se realice de acuerdo al modelo de negocio de cada tipo de empresa, dado que es necesario fomentar mecanismos que viabilicen la generación de recursos.

Adicionalmente, se plantea que estos fondos deberían proceder de los recursos de los impuestos, los cuales no deben ser utilizados con fines políticos, electorales o

¹³⁵ GIRALT, Antonio; NIETO, Jesús González; BURSÁTIL, Mercado Alternativo. Financiación de la PyME en el mercado financiero español. La experiencia y proyección del MAB. *Papeles de la Fundación*, 2012, vol. 45, p. 235-258.

lucrativos. Así lo hace actualmente México en unos programas públicos denominados “México emprende” y “fondo pyme” que están conformados con recursos del Gobierno¹³⁶.

- **Incentivos fiscales**

Según un análisis realizado en el sistema tributario de España sobre el funcionamiento de los mercados de valores y de la experiencia en Francia (Alternext) y Reino Unido (AIM) se permite afirmar que la financiación a través de los mercados alternativos se ve muy beneficiada cuando existen incentivos fiscales específicos que fomenten e impulsen la inversión en estos, por consiguiente en España se han implementado políticas para incentivar a los inversionistas, por ejemplo la Comunidad de Aragón ha establecido una deducción de la cuota del impuesto por inversión en acciones de entidades que cotizan en el segmento de empresas en expansión del MAB¹³⁷.

Por otro lado en Colombia los inversionistas profesionales tienen la opción de acudir tanto al primero como al segundo mercado, con la diferencia de que en este último, deben asumir costos adicionales en la inversión, dado que deben realizar una mayor búsqueda y análisis de información que no es de forzosa divulgación, adicionalmente se asume el riesgo de invertir en una compañía que no cuenta con una calificación obligatoria emitida por parte de una entidad competente. Por lo tanto se sugiere que en Colombia se implementen algunas de las acciones realizadas en España, como lo es la creación de un incentivo fiscal para aquellos inversionistas que destinen cierto capital de sus fondos en compañías que se

¹³⁶ BARÓN, Constanza Blanco. La reforma al segundo mercado: análisis del Decreto 1019 de 2014. *Revista de Derecho Privado*, 2014, no 52, p. 1-32.

¹³⁷ MERCADO ALTERNATIVO BURSATIL. Incentivos Fiscales. [En línea] [Consultado el 13 de agosto de 2016] Disponible en: <http://www.bolsasymercados.es/mab/esp/MaB/MAB_IncentivosInversores.aspx>

encuentren listadas en el segundo mercado, este incentivo podría ser la deducción de un porcentaje en el impuesto de renta, que dependerá de la cantidad de dinero invertido por cada uno de ellos.

En Colombia se estableció en el artículo 11 del capítulo II de la ley 6 de 1992, que “tendrán derecho a solicitar un descuento equivalente al cincuenta por ciento (50%) de la contribución a su cargo del respectivo año gravable, las personas naturales, sucesiones ilíquidas y las asignaciones y donaciones modales, que inviertan un quince por ciento (15%) de su renta gravable obtenida en el año inmediatamente anterior, en acciones y bonos de sociedades cuyas acciones conformen el segundo mercado”, sin embargo este incentivo está referido principalmente a personas jurídicas y no a inversionistas profesionales quienes son los que pueden invertir en este mercado.

Por otra parte en Colombia también se puede adoptar uno de los tres programas implementados por el Mercado Alternativo Británico (es el más desarrollado en Europa), es decir incentivar a las grandes empresas para que inviertan en el Segundo Mercado. Este programa es conocido como: Corporate Venturing Scheme (CVS) que “está dirigido a fomentar la inversión en PYME’s por parte de otras empresas que no tengan vinculación con estas y siempre que tales inversiones no persigan objetivos de control. Además, no debe existir vinculación previa de los inversores con las empresas en cuyo capital invierten y se debe mantener la inversión en los títulos durante un periodo mínimo de tres años”¹³⁸. Para las empresas que acojan este programa existen beneficios fiscales tales como: deducción del 30% de la inversión anual en la cuota del impuesto de Renta, exención de las ganancias de capital obtenidas al transcurso de los tres años de

¹³⁸ PATIER, Carmen Calderón; LORENTE, Álvaro González. Políticas públicas para incentivar el acceso a la financiación de las PYME’s en España: El mercado alternativo bursátil (MAB). *Revesco: Revista de estudios cooperativos*, 2012, no 109, p. 81.

tenencia mínima y la posibilidad de compensar pérdidas en los impuestos anteriormente mencionados.

- **Orden en la emisión de Títulos:**

Una política practicada en el Mercado Alternativo de Valores (MAV) de Perú en el año 2013 exigía a las pequeñas y medianas empresas emitir títulos de deuda a corto plazo (papeles comerciales) y una vez adquirido el reconocimiento y la confianza del mercado, podrían emprender un proyecto de colocación de bonos a largo plazo¹³⁹.

Como se ha mencionado en los capítulos anteriores, las PYME's no utilizan el Segundo Mercado principalmente por: desconocimiento de diferentes alternativas de financiación, poca cultura financiera y deseo de mantener una estructura cerrada de su propiedad. Con relación a este punto se sugiere empezar a generar confianza en el empresario a través de la estrategia utilizada en Perú, dado que de esta manera el emisor ira adquiriendo conocimiento del comportamiento y funcionamiento del mercado.

- **Otras alternativas de financiación en el mercado de capitales.**

En el 2012 en EEUU se crea la ley Jobs Act (Jumpstart our business StartUps), el cual significa 'Pongamos en marcha nuestras empresas Start-ups', se crea con el fin de enfrentar el problema de altos costos que tienen las compañías en su proceso de obtención de recursos, causados entre otras cosas por las asimetrías de

¹³⁹ MERCADO. Op. cit, p. 102.

información existentes entre los emisores y los inversionistas. Esta ley ayudará al financiamiento de las empresas a través de diferentes fuentes, entre los que se encuentran: "Crowdfunding", ampliar las "mini ofertas públicas" y crear una entrada de acceso a Ofertas Públicas Iniciales ("IPO on-ramp")¹⁴⁰.

En Colombia se podrían adaptar dos de estas para las pequeñas empresas que clasifiquen: Crowdfunding y la creación de una cuenta de acceso a Ofertas Públicas Iniciales. El primero consiste principalmente en crear una plataforma web en donde las personas que contribuyan al proyecto reciban un porcentaje de participación de la compañía. A este tipo de plataformas puede acceder cualquier inversionista que tenga exceso de recursos monetarios y quiera invertirlos; estas transacciones deben estar reguladas por la Superintendencia Financiera de Colombia y por el Autorregulador del mercado de valores de Colombia. La segunda consiste básicamente en facilitarle a las PYME's el ingreso a la bolsa de valores, proporcionándoles un periodo de incubadora, es decir que tendrán el tiempo necesario, para entrar en cumplimiento con ciertos requisitos de divulgación y auditoria, la cual deberán entregar una vez se haya realizado la primera oferta pública.

A continuación se plantean las propuestas basadas de la revisión de literatura:

¹⁴⁰ THE WHITE HOUSE. El Presidente Obama promulga la Ley "Jumpstart Our Business Startups" (JOBS) ("Reactivar nuestra creación de empresas). [En línea] [Consultado el 24 de agosto de 2016] Disponible en: <<https://www.whitehouse.gov/the-press-office/2012/04/06/el-presidente-obama-promulga-la-ley-jumpstart-our-business-startups-jobs>>

10.2. PROPUESTAS ELABORADAS A PARTIR DE LA REVISIÓN DE LITERATURA:

- **De capacitación:**

De la mano con las propuestas mencionadas anteriormente, es importante que el pequeño y mediano empresario comprenda el financiamiento a través del Segundo Mercado. En Colombia existen actualmente Resoluciones, Decretos, Leyes, guías del Mercado de Valores y la Circular Única de la BVC, en donde se encuentra información relacionada de los costos, las normas, los requisitos y los trámites para emitir y ofertar títulos valores en el primer y segundo mercado. Sin embargo se plantea la necesidad de crear un manual especializado para los pequeños y medianos empresarios que deseen ingresar al mercado alternativo de Colombia, que facilite la comprensión del acceso a éste. Es decir que explique puntualmente en que consiste el mercado de capitales, en cuales títulos puede emitirse, los beneficios que se obtienen a diferencia del sistema tradicional bancario, los costos y trámites necesarios para el financiamiento, dado que la guía del mercado de valores que existe actualmente refleja muy poca profundización en el segundo mercado y la Circular única de la BVC une la información relacionada al primer y segundo mercado, lo que significa que es necesario leer todo el documento para encontrar la información referente al tema mencionado.

Adicionalmente es sustancial que el empresario perciba razones para utilizar el mercado alternativo como fuente de financiación y no como un universo aislado a la realidad que solo funciona para los grandes empresarios, para ello se sugiere la creación de una línea específica de atención que asesore, oriente y apoye exclusivamente a este tipo de empresarios a incorporarse al mercado alternativo de Colombia a través de un Agente estructurador. Igualmente si el emisor cumple con los requisitos preestablecidos, se debería apoyar al empresario con el 30% de los

gastos realizados en la pre-valoración (conocer si la empresa cuenta con las condiciones mínimas de iniciar el proceso) y en el estudio definitivo para iniciar el acceso al mercado (valoración, documentación, colocación de títulos, entre otros).

- **Actividades de divulgación**

Teniendo en cuenta que el desconocimiento es una de las principales barreras para que las PYME's utilicen el mercado de capitales. Es necesario destinar parte importante del presupuesto del programa para sensibilización, divulgación y promoción del Segundo Mercado. Para este efecto, se plantean dos propuestas, la primera es entregar guías de promoción e información acerca del segundo mercado a los nuevos empresarios que se dirijan por primera vez a inscribir su empresa a la cámara de comercio y la segunda es realizar charlas informativas en las universidades, ciclos formativos de grado superior, institutos públicos como el SENA, entre otros, acerca de los diferentes medios de financiación que existen en Colombia.

- **Actividad de fortalecimiento**

En los diferentes estudios que se han realizado sobre el financiamiento de las PYME's, también se ha encontrado que los empresarios sienten temor al saber que cualquier persona puede acceder a su información financiera a través de la página web de la Bolsa de Valores de Colombia. Por lo tanto se propone crear una plataforma que sea utilizada única y exclusivamente entre los emisores y los inversionistas interesados, donde se publique eventualmente temas relacionados a la compañía (información financiera, noticias, temas relevantes, entre otros), de modo que sea claro y transparente para los inversores, y estos puedan identificar el potencial real de cada empresa. Si el emisor lo desea la plataforma adicionalmente

brindará el servicio de análisis financiero, ofreciendo como garantía del proceso, los mejores analistas profesionales y transparentes que existan en el mercado. También brindará facilidad y comodidad a los inversionistas interesados, dado que ésta los guiará para escoger las empresas que más le convengan bajo los parámetros que hayan seleccionado y según el análisis realizado. El valor a cancelar por el servicio dependerá de la situación financiera del emisor y del resultado obtenido de los estudios de factibilidad de cada caso concreto, por lo que se debe pagar una vez hayan invertido en éstas (al menos un inversionista).

También es importante mencionar los esfuerzos que ha realizado el Gobierno Nacional por mejorar el mercado de capitales en Colombia. Como lo ha sido el programa Colombia Capital que fue suscrito por la BVC (en calidad de representación de las principales cámaras de comercio del país, la Andi, Asofondos, Deceval, SFC y proexport¹⁴¹) y el Banco Interamericano de Desarrollo –BID-, en noviembre de 2005¹⁴², la cual busca atraer un mayor número de empresas al mercado de valores. Este programa ha trabajado en el apoyo y la capacitación en temas de mercados de valores y gobierno corporativo para empresas que quieran acercarse al mercado¹⁴³, logrando emisiones exitosas como las de Ecopetrol, Bancamía, Homecenter, entre otras¹⁴⁴. Sin embargo sigue siendo difícil para que las pequeñas y medianas empresas puedan acceder a éste, dado que los requisitos exigidos hacen caso omiso de los avances obtenidos en el Decreto 1019 de 2014

¹⁴¹ EL ESPECTADOR. Bid extiende apoyo al programa Colombia Capital. [En línea] [Consultado el 22 de agosto de 2016] Disponible en: <<http://www.elespectador.com/articulo183086-bid-extiende-apoyo-al-programa-colombia-capital>>

¹⁴² ZABALA, Gustavo. Comenzó la operación de Colombia Capital. El Mundo.com. [En línea] Agosto, 2006. [Consultado el 15 de agosto de 2016] Disponible en: <<http://www.elmundo.com/portal/pagina.general.impresion.php?idx=29515>>

¹⁴³ AUTOREGULADOR DEL MERCADO DE VALORES. Segundo mercado: Balance y propuestas para su profundización desde la perspectiva de las pequeñas medianas empresas. [En línea] [Consultado el 14 de septiembre de 2016] Disponible en: <<http://amvcolombia.org.co/attachments/data/20101001212608.pdf>>

¹⁴⁴ COLOMBIA CAPITAL. Emisiones de las compañías de Colombia Capital. [En línea] [Consultado el 8 de septiembre de 2016] Disponible en: <<http://colombiacapital.com.co/>>

(para ingresar deben poseer un patrimonio mínimo de \$7.000 millones de pesos), por lo que el programa sigue concentrando sus esfuerzos en las grandes empresas nacionales. Por lo tanto es necesario replantear los requisitos exigidos por el programa, teniendo en cuenta el análisis financiero de cada empresa¹⁴⁵.

En resumen, para que este mercado sea considerado para las pequeñas y medianas empresas un mecanismo de financiación, principalmente se deben ajustar los requisitos económicos, dado que a pesar de las modificaciones, este continúa siendo un factor limitante, adicionalmente es necesario: apoyar constantemente a éstas en el proceso de incorporación y cotización, crear cultura de inversión y riesgo, ofrecer seguridad a los inversionistas, crear incentivos fiscales tanto para los emisores como para los inversionistas, capacitar a las PYME's eventualmente en el mercado de valores y gobierno corporativo, elaborar guías de información y/o promoción y por último que el mercado tenga en cuenta los estudios de factibilidad de cada compañía para estimar sus costos de acceso y sostenimiento.

¹⁴⁵ AUTOREGULADOR DEL MERCADO DE VALORES. Op. cit., p. 116.

11. CONCLUSIONES

Las PYME´s hoy en día juegan un papel central en el desarrollo de la economía de los países, poseen mayor flexibilidad para adaptarse a los cambios del mercado y tienen gran potencial para la generación de empleo; sin embargo por su estructura financiera, en muchas ocasiones tienen dificultades para acceder a diferentes alternativas de financiamiento, debido a esto, el Gobierno Colombiano crea el Segundo Mercado en Colombia.

Este ha venido realizando modificaciones en la normatividad que rige al Segundo Mercado con el fin de hacerlo más atractivo como fuente de financiación para las pequeñas y medianas empresas; estos cambios se pueden evidenciar desde la Resolución 400 de 1995 hasta el Decreto 1019 de 2014. Sin embargo, este mercado aún sigue siendo desconocido e inalcanzable para la mayoría de los pequeños y medianos empresarios. Se encontró que a partir del año 2010 hasta el 2015 solo se habían realizado 7 emisiones de ofertas públicas en el Segundo Mercado y que quienes las están realizando son los grandes empresarios.

Por otro lado según la Gran Encuesta PYME presentada por ANIF¹⁴⁶ en el año 2015, el 48% de las PYME´s pertenecientes al sector industrial decidieron financiarse a través de crédito bancario, una cifra muy similar a la presentada en el sector comercial la cual fue del 52% y a la del sector de servicios que alcanzo el 37%. Siendo esta la fuente de financiación más utilizada por los empresarios, sin embargo se encuentran otras alternativas como: proveedores, leasing, factoring, mercado extrabancario, entre otros, que se utilizan en menor medida, mostrando así que el

¹⁴⁶ ANIF. La gran encuesta Pyme. [En línea] [Consultado el 3 de septiembre de 2016] Disponible en: <http://anif.co/sites/default/files/encuestas_pyme/2016/09/gep_nacional_i-2016_0.pdf>

mercado de capitales, específicamente el Segundo Mercado no se encuentra entre los mecanismos de financiamiento de la PYME´s.

Del financiamiento realizado a través del mercado de capitales se evidencia que las tasas de interés indexadas influyen notablemente en el costo de la emisión de bonos, si actualmente en la economía Nacional estas tasas (DTF, IBR, IPC, entre otras) se encuentran altas, es preferible emitir los bonos a tasa fija, o viceversa. Debido a que actualmente las tasas indexadas en la economía colombiana son altas, resultó más rentable en este trabajo de investigación realizar la emisión de bonos con tasa fija. Es importante resaltar que esta financiación resultó más económica que los tres escenarios presentados a través del Sistema Bancario.

La tasa de interés ofrecida por el mercado de capitales puede resultar aún menor que la presentada en el segundo capítulo, puesto que en la modificación realizada en el Decreto 1019 de 2014, para el Segundo Mercado no es obligatorio la inscripción en la BVC, los cuales si se tuvieron en cuenta en la simulación de costos realizada en este proyecto.

Una de las principales razones por las cuales el financiamiento a través del mercado de capitales es menor que el del sistema Bancario es porque las empresas tienen la libertad de fijar las condiciones a las que desea emitir la deuda (tasa, duración, monto a emitir, entre otros) mientras que en el sistema Bancario, son estos quienes deciden las condiciones del préstamo.

La mayoría de empresas de otros países que han tenido éxito en el Segundo Mercado, se caracterizan porque son empresas innovadoras que están en busca de fortalecer su negocio y de expandirlo a nivel mundial, éstas encuentran en el

mercado alternativo una forma de financiación más económica y con mayores ventajas, ya que mejoran su reputación e imagen, además de brindar liquidez a la empresa y diversificar el riesgo.

En busca de mejorar el mercado alternativo en Colombia, se plantean propuestas para que el Segundo Mercado sea una alternativa de financiación viable para las PYME's, abordando como primera medida experiencias exitosas implementadas en otros países, seguido de propuestas creadas a través de la revisión de literatura, dado que se evidencian actualmente diferentes obstáculos para que las pequeñas y medianas empresas utilicen esta fuente de financiación, por ejemplo: no existen incentivos económicos para los emisores e inversores, no existe un manual especializado para el Segundo Mercado, no se evidencia divulgación y promoción de este, no existen beneficios económicos para el ingreso, el programa Colombia Capital no ha cumplido los objetivos propuestos para estos empresarios, no existe asesoramiento y capacitación, entre otras.

Por estas razones, se puede concluir que el mercado de capitales, más específicamente el segundo mercado, actualmente no es una alternativa viable de financiación para las Pyme's en Colombia, dado que como se observó en la simulación de costos, es mayor la tasa que el empresario debe pagar por tramites y documentación, que el costo de servicio a la deuda que le paga a sus inversionistas. Por lo tanto, se recomienda para futuras modificaciones en cuanto al segundo mercado, tratar de disminuir la tasa referente al costo de la emisión y aumentar la tasa de costo de servicio de la deuda para así atraer a mayor número de inversionistas.

12.RECOMENDACIONES

- Se recomienda al Ministerio de Hacienda y Crédito Público continuar con las labores realizadas hasta ahora (modificar continuamente los Decretos) para que las pequeñas y medianas empresas tengan acceso más fácilmente al Segundo Mercado, una de las modificaciones específicas que se sugiere es que las emisiones realizadas en el Segundo Mercado estén abiertas a todo tipo de inversionistas y no solamente a inversionistas profesionales como lo está hasta ahora. Además se recomienda disminuir el costo en los requisitos exigidos; como lo son el costo de la entidad estructuradora y colocadora.
- Se recomienda a las pequeñas y medianas empresas que estén interesadas en financiarse a través del Segundo Mercado, que tengan en cuenta la situación económica del país al momento de emitir, si existen pronósticos de tendencia a la baja de la tasa de inflación es mejor emitir en índices indexados de lo contrario es más rentable emitir en tasa fija, para obtener un costo de financiación inferior al previsto.
- Se recomienda realizar actividades de promoción y divulgación del segundo mercado en empresas innovadoras que estén en etapa de fortalecimiento y expansión. Dado que son este tipo de empresas quienes han presentado mayor cantidad de casos exitosos en los mercados alternativos de diferentes países.
- Por último, se recomienda al programa Colombia Capital replantear los requisitos que les exige a las pequeñas y medianas empresas para su ingreso al segundo mercado dado que con los que cuenta actualmente solo han logrado el ingreso de grandes empresas tales como Ecopetrol y

Homecenter, indicando así el no cumplimiento de su objetivo el cual es facilitar el ingreso de las PYME`s colombianas al segundo mercado.

BIBLIOGRAFIA

AGA, Gemechu Ayana; REILLY, Barry. Access to credit and informality among micro and small enterprises in Ethiopia. *International Review of Applied Economics*, 2011, vol. 25, no 3, p. 313-329.

ALZATE CASTRO, María Alejandra. Determinación de instrumentos de inversión que permitan a las PYME's acceder al mercado de capitales. Tesis (Economía). BOGOTÁ D.C: Universidad de los Andes. Facultad de Economía, 2010. 30 p.

AMV. Autoreguladora de mercado de valores. Educación Financiera para todos. [En línea] [Consultado 13 de enero de 2016] Disponible en: <<http://www.alianza.com.co/web/alianza-fiduciaria/manual-del-inversionista>>.

ANIF. La gran encuesta Pyme 2009-II. [En línea] [Consultado el 15 de septiembre de 2016] Disponible en: <http://anif.co/sites/default/files/encuestas_pyme/2016/07/encuestaii-09.pdf>.

BANCO DE LA REPÚBLICA. Banco de la República mantiene inalterada la tasa de interés de intervención. [En línea] [Consultado el 16 de agosto de 2016] Disponible <<http://www.banrep.gov.co/es/node/6795>>.

BANCOLDEX. Tasas de interés para entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia 2016. [En línea] [Consultada el 6 de junio de 2016] Disponible en: <https://www.bancoldex.com/documentos/808_Tasas_vigilados.pdf>.

BARÓN, Constanza Blanco. Seguimiento al marco institucional del mercado de valores en Colombia. *Con-texto*, 2009, vol. 28, p. 77.

BARÓN, Constanza Blanco. La reforma al segundo mercado: análisis del Decreto 1019 de 2014. *Revista de Derecho Privado*, 2014, no 52, p. 1-32.

BARRIOS, Francy y BELTRÁN, Carlos. Evolución del mercado de capitales colombiano: un enfoque en el mercado accionario y sus efectos sobre el crecimiento económico a partir de 1990 hasta 2006. Trabajo de grado Economista. Bogotá D.C.: Universidad de la Salle. Facultad de Economía, 2007. 58 p.

BETANCOURT RAMIREZ, José B., et al. Estudio Sobre el desempeño de las empresas familiares colombianas que cotizan en la Bolsa de Valores, frente a las empresas no familiares. *Entramado* [En línea]. Vol.8, No 1 (2012) [Consultado 5 de enero 2016], pp. 28-42. ISSN 1900-3803. Disponible en: <http://www.scielo.org.co/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S19003803201200010003&lng=en&nrm=iso>.

CALDERON Carmen; GONZALES Álvaro. Políticas públicas para incentivar el acceso a la financiación de las PYME's en España: el mercado alternativo bursátil (MAB). En: *Revesco* No 109: La financiación complementaria y la respuesta de la economía social: la situación del "des-crédito" bajo la crisis financiera – ISSN: 1885-8031. (Jul 2012). p. 81-109.

CARRO MEANO, David; SOLER VÁZQUEZ-GUILLÉN, Luis. El mercado alternativo bursátil, nuevo impulso a la financiación. *Estrategia financiera*, 2009, no 263, p. 58-62.

CLAVIJO, Sergio; MALAGON, David y ZULUAGA, Ana. Enfoque de mercado de capitales: El segundo mercado de valores y su regulación. [En línea] [Consultado el 27 de diciembre de 2015] Disponible en: <https://www.deceval.com.co/portal/page/portal/Home/Gestion_Corporativa/informe_de_investigacion/2014/Enfoque%2082.pdf>.

CLASS & ASOCIADOS S.A. Fundamento de clasificación de riesgo MEDROCK CORPORATION S.A.C. [En línea] [Consultado el 5 de septiembre de 2016] Disponible en: <<http://www.classrating.com/medrock.pdf>>.

COLOMBIA. SUPERINTENDENCIA DE VALORES Resolución 400. (22, mayo, 1995). Por la cual actualizan y unifican las normas expedidas por la Sala General de la Superintendencia de Valores. Bogotá D.C., 1995.

COLOMBIA. SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA. Decreto 3139. (12, septiembre, 2006). Por el cual se dictan las normas relacionadas con la organización y funcionamiento del Sistema Integral de Información del Mercado de Valores-SIMEV-. Bogotá D.C., 2006.

COLOMBIA. MINISTERIO DE HACIENDA Y CRÉDITO PÚBLICO. Decreto 1019 (28, mayo, 2014). Por el cual se modifica el Título 3 del Libro 2 de la Parte 5 del

Decreto 2555 de 2010 en lo relacionado con el Segundo Mercado. Bogotá D.C: El Ministerio, 2014. 11 p.

COLOMBIA. MINISTERIO DE HACIENDA Y CRÉDITO PÚBLICO. Resolución 1200. (Diciembre, 22, 1995). Por la cual se actualizan y unifican las normas expedidas por el Superintendente de Valores. BOGOTÁ D.C: El Ministerio, 1995.

CORREA, Jorge. Entre mayor el plazo, menor la tasa de intereses en Balcondex, según presidente de la compañía. Portafolio [En línea] Diciembre, 2010 [Consultado el 30 de marzo de 2016] Disponible en: <<http://www.portafolio.co/economia/finanzas/mayor-plazo-menor-tasa-interes-bancoldex-presidente-compania-santiago-rojas-149922>>.

EL CONFIDENCIAL. Catenon echa a andar en el MAB. [En línea] [Consultado el 4 de septiembre de 2016] Disponible en: <http://www.elconfidencial.com/economia/2011-06-06/catenon-echa-a-andar-en-el-mab_325487/>.

FERRER, María Alejandra; TANAKA, Álvaro Tresierra. Las PYME y las teorías modernas sobre Estructura de Capital. *Compendium: revista de investigación científica*, 2009, no 22, p. 65-84.

FRANCO CASTILLA, Miguel Ángel. Segundo Mercado para PYME´s en Colombia: Oportunidades por Aprovechar y para Crecer. Tesis (Magister en Administración). Bogotá D.C: Colegio de Estudios Superiores de Administración- CESA, 2013, 52 p.

GIRALT, Antonio; NIETO, Jesús González; BURSÁTIL, Mercado Alternativo. Financiación de la PyME en el mercado financiero español. La experiencia y proyección del MAB. *Papeles de la Fundación*, 2012, vol. 45, p. 235-258.

GÓMEZ Antonio; GARCIA Domingo y MARIÑO Teresa. El comportamiento de las empresas familiares frente al Mercado Alternativo Bursátil (MAB): evidencia empírica. En: Spanish Journal of Finance and Accounting. Vol. 44, No. 2 (Dic, 20015); p. 208 – 237.

JUNCO RAMIREZ, Leidi y PÉREZ, Víctor Rafael. Mercado alternativo bursátil: una fuente de financiamiento para las PYME´s del Municipio Libertador del Estado Mérida. En: Visión Gerencial. ISSN 1317-8822. Año 12. N° 2. P (Julio, Diciembre. 2013); p.325–343.

LARSEN, Melisa, et al. FINANCING THROUGH NEGOTIABLE OBLIGATIONS. THE PROBLEM OF BEING SMEs. *Visión de Futuro*, 2014, vol. 18, no 2.

MARIÑO, María Teresa. Alternext, un espejo para el MAB EE: el caso Antevenio, una empresa que buscó capital en la bolsa alternativa. *Análisis financiero*, 2009, no 110, p. 88-97.

ORLANDINI, Pablo. Un análisis de las alternativas de financiación para las Pyme exportadoras. 2006. Palermo: Series del Centro de Estudios para el Desarrollo Exportador-CEDEX. [En línea]. [Consultado el 7 mar de 2016]. Disponible en <<http://www.palermo.edu/economicas/cedex/pdf/CEDEXenero06PYME´sFin.pdf>>.

PACIFIC CREDIT RATING. Medrock Corporation S.A.C. [En línea] [Consultado el 22 de Agosto de 2016] Disponible en: <http://www.ratingspcr.com/uploads/2/5/8/5/25856651/medrock_0615-final.pdf>.

PALACÍN-SÁNCHEZ, María José; JARA-CORRALES, Eulalia María. El mercado alternativo bursátil en España: una valoración. *Cuadernos de economía*, 2012, vol. 35, no 98, p. 77-88.

PATIER, Carmen Calderón; LORENTE, Álvaro González. Políticas públicas para incentivar el acceso a la financiación de las PYME's en España: El mercado alternativo bursátil (MAB). *Revesco: Revista de estudios cooperativos*, 2012, no 109, p. 81.

PEREZ-URIBE, Ignacio y RAMIREZ, MARIA. Por qué fracasan las PYME's en Colombia. *Revista Dinero*. [En línea] Septiembre, 2015. [Consultado 27 de diciembre de 2015]. Disponible en <<http://www.dinero.com/economia/articulo/PYME's-colombia/212958>>.

REVISTA DINERO ¿Por qué fracasan las PYME's? En: *Economía*. [En línea] [Consultado el 8 de marzo de 2016] Disponible en: <<http://www.dinero.com/economia/articulo/PYME's-colombia/212958>>.

REVEST, Valerie y SAPIO Alessandro. Does the alternative investment market nurture firm growth? A comparison between listed and private companies. EN: *Industrial and corporate change. Social Sciencies*. Vol. 22, issue 4. P 953-979.

RONCALLO SARMIENTO, Carlos. Estrategias para estimular el mercado de capitales en Colombia como generador de riqueza. Trabajo de grado Administrador de Empresas. Bogotá D.C: Universidad Javeriana. Facultad de Administración, 2009. 83 p.

SEMANAECONÓMICA.COM. Mercado alternativo de valores (MAV): Un financiamiento en condiciones que la empresa quiere. [En línea] [Consultado el 4 de agosto de 2016] Disponible en: <http://semanaeconomica.com/article/mercados-y-finanzas/banca-y-finanzas/141175-mercado-alternativo-de-valores-mav-un-financiamiento-en-las-condiciones-que-tu-quieres/>

STANGER, Anthony M. *Developments in SME Financing in Australia: Wallis Report Findings and Corporations Law and Stock Exchange Initiatives*. New Zealand Centre for SME Research, Massey University, 2001.

TRANFIELD, David R.; DENYER, David; SMART, Palminder. Towards a methodology for developing evidence-informed management knowledge by means of systematic review. En: *British journal of management*. 2003. P. 207-222.

VASILESCU, Laura Giurca. Financing gap for SME's and the mezzanine capital. *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, 2010, vol. 23, no 3, p. 57-67.

VELÁZQUEZ Vadillo, F., & Butze Aguilar, W. (2009). Neutralidad o influencia indirecta del sistema financiero sobre la estructura de capital de las empresas?

(Neutrality, or Indirect Influence of the Financial System's Structure on the Capital Structure of Firms? With English summary.). *Análisis Económico*, 24(55), 279-301.

VIGIER, H. A. Demand-side Approach to SME's Capital Structure. Evidence from Argentina. Citado por LARSEN, Melisa. *Financing Through Negotiable Obligations. The Problem of Being SMEs*. Bahía Blanca (Argentina), Volumen I. Trabajo de investigación. Universidad Provincial del Sudoeste. Facultad de Micro, Pequeña y Mediana Empresa.

VILLARRUEL, Nancy, et al. Algunos aportes para el desarrollo del financiamiento por medio del mercado de capitales argentino en el contexto actual. *Boletín*, 2010, vol. 56, no 4, p. 231-248.

ZABALA, Gustavo. Comenzó la operación de Colombia Capital. *El Mundo.com*. [En línea] Agosto, 2006. [Consultado el 15 de agosto de 2016] Disponible en: <<http://www.elmundo.com/portal/pagina.general.impresion.php?idx=29515>>.

