

## **Información Importante**

La Universidad Santo Tomás, informa que el(los) autor(es) ha(n) autorizado a usuarios internos y externos de la institución a consultar el contenido de este documento a través del Catálogo en línea de la Biblioteca y el Repositorio Institucional en la página Web de la Biblioteca, así como en las redes de información del país y del exterior con las cuales tenga convenio la Universidad.

Se permite la consulta a los usuarios interesados en el contenido de este documento, para todos los usos que tengan **finalidad académica**, nunca para usos comerciales, siempre y cuando mediante la correspondiente cita bibliográfica se le dé crédito al trabajo de grado y a su autor.

De conformidad con lo establecido en el Artículo 30 de la Ley 23 de 1982 y el artículo 11 de la Decisión Andina 351 de 1993, la Universidad Santo Tomás informa que “los derechos morales sobre documento son propiedad de los autores, los cuales son irrenunciables, imprescriptibles, inembargables e inalienables.”

**Bibliotecas Bucaramanga**  
**Universidad Santo Tomás**

**EL ACCESO DE LAS PYMES AL MERCADO DE CAPITALES COMO FUENTE  
DE FINANCIACION**

César Humberto Gómez Luna y Olger Leonardo Herrera Sanjuán

Trabajo de grado presentado como requisito para obtener el título de  
Magister en Administración

Director:

Gustavo García Cediel

Dr. (c) en Dirección de Empresas

Universidad Santo Tomás, Bucaramanga

Maestría en administración de empresas

Bucaramanga

2015

***Dedicatoria***

*A nuestras familias, compañeros de estudio y a todas las personas que nos brindaron su apoyo para la culminación del presente proyecto de investigación.*

***Agradecimientos***

*A nuestro director Gustavo García por su ánimo, apoyo y consejos para continuar  
trabajando en este proyecto*

*Dra. Ruby Arbeláez por su frase “se vale soñar” con la cual brindó su respaldo en la  
escogencia del tema de investigación.*

*Dra. Sonia Hernández por su paciencia y aliento a proseguir con perseverancia.*

## Contenido

1. EL ACCESO DE LAS PYMES AL MERCADO DE CAPITALS	14
1.1 Problema de investigación	14
1.2 Planteamiento del Problema	14
1.3 Objetivos	21
1.3.1 <i>Objetivo General:</i>	21
1.3.2 <i>Objetivos específicos</i>	21
1.4 <i>Impacto potencial</i>	22
2. Fundamentación teórica	23
2.1 <i>Antecedentes</i>	23
2.2 <i>Bases teóricas</i>	23
2.2.1 <i>El Modelo de Modigliani y Miller</i>	24
2.2.2 <i>Teoría del equilibrio estático (Trade-off Theory)</i>	25
2.2.3 <i>Teoría de la Jerarquía Financiera (Parking Order Theory)</i>	26
2.2.4 <i>Conexión entre la teoría del equilibrio estático y de jerarquía financiera con la estructura del capital de las Pymes, y breve presentación del modelo Berger y Udell (1998)</i>	27
2.2.5 <i>Relaciones entre la profundización financiera y el Desarrollo Económico de un País</i>	27
2.2.6 <i>Marco conceptual</i>	32
2.2.7 <i>Marco legal y normativo</i>	34
2.2.8 <i>Tipos de empresas en Colombia</i>	35
2.2.9 <i>Bolsa de Valores de Colombia:</i>	36
2.3 <i>Hipótesis</i>	37
3. Metodología	38
3.1 <i>Diseño</i>	38
3.2 <i>Población y muestra</i>	40
3.3 <i>Instrumentos</i>	41
3.4 <i>Procedimientos</i>	41

<i>El acceso de las pymes al mercado de capitales</i>	6
4. Resultados	43
4.1 Análisis de las condiciones actuales de acceso al financiamiento para las PYMES en Colombia ofrecidas por el sistema financiero tradicional y el mercado de capitales.	43
4.2 <i>Revisión literaria sobre los tipos de financiación de las pymes colombianas</i>	43
4.3 <i>Principales barreras para el ingreso de las pymes al mercado de capitales</i>	52
4.4 <i>Comparación de los costos de financiación de las pymes en el sistema financiero tradicional frente a la financiación en el segundo mercado</i>	59
4.5 <i>Barreras normativas y culturales para que las pymes ingresen al segundo mercado</i>	63
4.6. <i>Experiencias exitosas de países que han logrado la profundización del mercado de capitales a partir de la inclusión de las pymes en este segmento.</i>	66
4.7 <i>La PYME agrícola y ganadera chavín y su éxito en la inmersión del mercado de capitales – el caso peruano</i>	77
4.8 <i>Propuesta de estrategias para la inclusión de pymes – caso colombiano</i>	82
5. Conclusiones	89
6. Recomendaciones	92
Bibliografía	93
Anexos	102

**Listado de Tablas**

Tabla 1 Principales teorías del crecimiento económico .....	30
Tabla 2 Efecto positivo del mercado de valores en el crecimiento económico de los países.....	32
Tabla 3 Fuentes de financiamiento y tamaño de las firmas.....	44
Tabla 4 Operacionalización de las variables Hipótesis 1 .....	52
Tabla 5 Clase de información a reportar por parte de los emisores de títulos de renta fija en países asiáticos .....	56
Tabla 6 Clase de información a reportar por parte de los emisores de títulos de renta fija en USA y la Unión Europea .....	57
Tabla 7 Clase de información a reportar por parte de los emisores de títulos de renta fija en Brasil, Chile y Perú .....	57
Tabla 8 Operacionalización de las variables Hipótesis 2 .....	58
Tabla 9 Parámetros del crédito bancario .....	59
Tabla 10 Amortización crédito .....	59
Tabla 11 El total del costo de la financiación por el sistema financiero tradicional es:.....	60
Tabla 12 Simulación emisión de bonos en la BVC .....	62
Tabla 13 Resumen costo de emisión de bonos en la BVC .....	62
Tabla 14 Operacionalización de las variables Hipótesis 3 .....	63
Tabla 15 Participación accionaria - Agrícola Ganadera Chavín .....	78
Tabla 16 Secuencia de colocaciones en el MAV – 2013 .....	81

### **Lista de figuras**

Figura 1. Evolución de Emisiones Primarias en la BVC 2008-2012. Cifras en Billones de pesos .....	17
Figura 2. Porcentaje tasas de interés de créditos aprobados por tamaño de empresas -II semestre 2013 .....	49
Figura 3. Porcentaje de Pymes que accedieron a otras fuentes de financiación para satisfacer sus requerimientos .....	50
Figura 4. Destinación de los recursos recibidos .....	51
Figura 5. Porcentaje de Pymes colombianas que tienen sitio web .....	54

**Listado de Ilustraciones:**

Ilustración 1 Fases metodológicas..... 38

Lista de anexos

Anexo A Simuladores Bancario .....	102
Anexo B Simulador BVC .....	103
Anexo C Pymes de la Base de Datos de la Supe financiera .....	104
Anexo D Cotización constitución hipoteca .....	105

## **Glosario**

**Acciones:** Una acción es un título emitido por una sociedad que representa el valor de una de las fracciones iguales en que se divide su capital social. Las acciones, generalmente, confieren a su titular, llamado accionista, derechos políticos, como el de voto en la junta de accionistas de la entidad, y económicos, como participar en los beneficios de la empresa.

**Boceas** Dentro de los bonos, existen un tipo llamados bonos convertibles en acciones, son aquellos en que el emisor redime, otorgándole al inversionista acciones, emitidas por el emisor, en lugar de un capital en dinero.

**Bonos:** Un bono es una forma de tomar un crédito. Los gobiernos y las empresas emiten bonos en forma de títulos o certificados por medio de los cuales se comprometen a devolver al comprador del bono una cantidad específica de dinero correspondiente al valor inicial del bono más unos intereses.

**Capital de riesgo:** Una entidad de capital riesgo (también conocido como capital emprendedor, en Hispanoamérica) es una entidad financiera cuyo objetoprincipal consiste en la toma de participaciones temporales en el capital de empresas no cotizadas, generalmente no financieras y de naturaleza no inmobiliaria.

**Dividendos:** Es la parte de las utilidades que la empresa paga a sus accionistas como resultado de la inversión que éstos han realizado

El objetivo es que con la ayuda del capital de riesgo, la empresa aumente su valor y una vez madurada la inversión, el capitalista se retire obteniendo un beneficio.

**Emisor:** Son aquellas entidades que deciden financiar sus actividades a través de la emisión de valores (por ejemplo bonos o acciones).

Las entidades de capital-riesgo pueden tomar participaciones en el capital de empresas cotizadas en las bolsas de valores siempre y cuando tales empresas sean excluidas de la cotización dentro de los doce meses siguientes a la toma de la participación. Ejemplo de este tipo de inversión ha sido sobre la compañía Twitter, por parte de entidades de capital riesgo.

**Mercado de capitales:** El mercado de capitales es un tipo de mercado financiero en el que se realizan la compra-venta de títulos (principalmente las "acciones"), representativos de los activos financieros de las empresas cotizadas en bolsa. Se puede decir que constituye un mecanismo de ahorro e inversión para los inversionistas

**Mercado de valores:** Los mercados de valores son un tipo de mercado de capitales en el que se negocia la renta variable y la renta fija de una forma estructurada, a través de la compraventa de valores negociables. Permite la canalización de capital a medio y largo plazo de los inversores a los usuarios

Normalmente las acciones son transmisibles sin ninguna restricción, es decir, libremente.

Profundización Financiera: Es la capacidad del sistema financiero de transmitir los recursos hacia el sector real y es medida como la relación entre la cartera y el PIB.

**Segundo Mercado:** 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.

**Warrants:** El warrant es un contrato o instrumento financiero derivado que da al comprador el derecho, pero no la obligación, de comprar/vender un activo subyacente (acción, futuro, etc.) a un precio determinado en una fecha futura también determinada. En términos de funcionamiento, los warrant están incluidos dentro de la categoría de las opciones.

## **Resumen**

Este trabajo de investigación tiene como objetivo identificar y plantear estrategias para que las pymes colombianas ingresen al mercado de valores a través del segundo mercado y así acceder a financiación a menores costos y mayores plazos.

Dicha construcción de estrategias se basó en la revisión a partir de fuentes secundarias de los mecanismos actuales de financiación de las pymes en el país. Posteriormente se estudió el modelo de segundo mercado colombiano y las normativas vigentes encontrando que es de interés del Gobierno Nacional la profundización del mercado motivo por el cual han relajado los requisitos del mercado principal de valores para que el segundo mercado permita beneficiar el crecimiento y desarrollo del país con el crecimiento económico.

Palabras Claves: PYMES, mercado de capitales, acciones, financiación, profundización, bonos

## **Abstract**

This research aims to identify and propose strategies for SMEs to enter the Colombian market through the second market and to access funding at lower costs and longer terms.

The construction of this strategies have been based on the review from secondary sources of current mechanisms for SME financing in the country. After of that have been studied the model of the second market in Colombia and it regulations and finding it the interest of the national government market deepening why have relaxed the requirements of the main market for the second market benefit allows the growth and development of country with economic growth.

Keywords : SMEs , capital markets , stocks, finance, deepening bonds

## 1. EL ACCESO DE LAS PYMES AL MERCADO DE CAPITALES

### 1.1 Problema de investigación

### 1.2 Planteamiento del Problema

En el año 2005 el Gobierno Nacional creó el Sistema Nacional de Competitividad donde se definió la Visión de convertir a Colombia para el año 2032 en el tercer país más competitivo de América Latina la cual plantea “*Con un nivel de ingreso por persona equivalente al de un país de ingresos medios altos, a través de una economía exportadora de bienes y servicios de alto valor agregado e innovación, con un ambiente de negocios que incentive las inversiones local y extranjera, propicie la convergencia regional, mejore las oportunidades de empleo formal, eleve la calidad de vida y reduzca sustancialmente los niveles de pobreza*” visión esbozada en el Sexto Informe Nacional de Competitividad, INC, 2012-2013 (Moreno et al., 2013).

Sin embargo, de acuerdo con el Anuario Mundial de Competitividad que elabora el *Institute for Management Development*, (2014), para el año 2013 Colombia pasó del puesto 48 en 2012 al puesto 51, entre 59 países; De la misma manera, el indicador Global de competitividad del *World Economic Fórum*, documento citado en el sexto Informe Nacional de competitividad ubicó a Colombia en el puesto 69 en 2012 bajando del 68 en 2011, alejando al país de la meta impuesta para el 2032, lo que indica que algo está haciendo mal Colombia en cuanto a sus acciones para alcanzar esta visión proponiendo en dicho documento avanzar fuertemente en áreas como la innovación, infraestructura y un mayor desarrollo de la profundización financiera.

Este tema, la profundización financiera, se presenta en dicho informe en el capítulo titulado Sistema Financiero, donde se analiza el desarrollo del sistema financiero colombiano en dos facetas: La Inclusión Financiera y el Acceso a Capital y donde el INC recomienda “redoblar esfuerzos para canalizar recursos hacia iniciativas productivas,

mediante el fortalecimiento de los fondos de capital privado y *venture capital*, y el establecimiento de una estrategia de promoción del mercado de capitales” (Moreno et al., 2013). Este trabajo pretende entonces analizar la variable acceso a capital y las implicaciones que tiene el difícil acceso a este por parte de las Pymes formulando una propuesta para facilitar la financiación del aparato productivo.

Ahora bien, el universo de las micro, pequeñas y medianas empresas (Pymes) en Colombia puede ofrecer una oportunidad de crecimiento para la economía del país, pues es en éste nicho donde se encuentran la mayor cantidad de emprendimientos siendo este tipo de empresas las que cuentan con una mayor flexibilidad para adaptarse a procesos de innovación que les permita generar productos con mayor valor agregado, o nuevos productos. Entre algunas cifras que resaltan la importancia de las Pymes se encuentra, por ejemplo: que representan actualmente el 95 por ciento de las empresas del país, generan el 76 por ciento del empleo y originan el 40 por ciento de los salarios registrados a nivel nacional <sup>1</sup> En 2011, se crearon 227.555 nuevas empresas lo que representa un incremento del 6,7% con respecto a 2010. Sin embargo, más de la mitad desaparece en el primer año y solo una tercera parte sobrevive al tercer año. Diversas explicaciones tratan de justificar esta mortandad donde se destaca las razones planteadas por Beltrán Benjumea: “Una causa muy importante de esta situación es la falta de gestión o direccionamiento”

Otro factor importante que se destaca es el dato que entrega la Gran encuesta Pyme realizada por ANIF (Asociación Nacional de Instituciones Financieras, 2014b) la cual revela que la segunda de las principales causas por las cuales las medianas empresas de los 3 principales macro sectores (Industria 19%, comercio 18% y servicios 23%) no solicitan créditos con el sistema financiero, se debe a sus elevados costos. A su vez para éste caso las empresas pequeñas de industria y servicios reportaron que los elevados costos financieros son su mayor obstáculo para solicitar crédito en comparación con sus pares de tamaño mediano.

---

<sup>1</sup> Beltrán Benjumea, Dir. Michael Page Colombia, Las PyMEs También Necesitan Gerentes. Artículo del Periódico El Colombiano, Publicado el 26 Mayo 2012.

Así mismo, revisando la composición de los pasivos de las Pymes en Colombia se evidencia que en el caso de las pequeñas empresas, encuentra que desde el punto de vista de los pasivos, la deuda a corto plazo es del 79%, a largo plazo del 21% representando el corto plazo los siguientes elementos representativos: Obligaciones financieras el 15%, proveedores el 22% y cuentas por pagar el 23%, lo que permite observar que la gran mayoría de las Pymes se financian con créditos a corto plazo lo que hace más difícil hallar el equilibrio para proyectos que generarían utilidades en el largo plazo (Carvajal & Mora, 2012).

En cuanto a las medianas empresas, en dicho estudio, no se encontraron diferencia con las pequeñas ya que su patrimonio total representa el 49,38% y sus pasivos a corto plazo representan el 73% mientras que, a largo plazo son solo del 27%. Este análisis demuestra que la principal fuente de financiación de las Pymes en Colombia son el patrimonio y las deudas a corto plazo. Independientemente de ello, la empresa tiene la opción de realizar diferentes composiciones que le permitan contar con los recursos necesarios para su funcionamiento (corto plazo) o para realizar inversiones en ampliación o mejoramiento (largo plazo) (Cruz, 2006).

Otro estudio que revisa la estructura de capital fue realizado Arbeláez, Perry, & Becerra en el 2010 en el cual se evaluaron las restricciones financieras que enfrentan las empresas en Colombia y se identificaron los determinantes de su estructura de financiamiento; en dicho estudio se analizó la evolución de su estructura en el período 1996-2008 encontrando que las grandes empresas se financian principalmente con recursos propios (27% capital para invertir y 22% reinversión de utilidades), seguido de recursos financieros con entidades nacionales (22%). El crédito externo representa apenas un 7% y los proveedores en su totalidad (nacionales y extranjeros) originan alrededor de 14% de los recursos de financiamiento. El mercado de valores, incluyendo la emisión de bonos y acciones, aporta apenas cerca de 9% del financiamiento total. Igualmente, se encontró que “Las empresas más pequeñas enfrentan restricciones financieras fuertes y el costo de la deuda limita su inversión (Arbeláez et al., 2010).

Como se nota, la participación del mercado de valores en la financiación de las empresas es muy pequeña en el país a pesar del excelente crecimiento que ha tenido este en los últimos años. Esta afirmación se respalda al revisar cifras actuales de la Bolsa de Valores de Colombia; así por ejemplo, revisando cifras de la página oficial de la BVC<sup>2</sup> se encuentra un crecimiento en el volumen de transacciones en el mercado de valores del 37,7% comparando el periodo 2008 -2012 pasando de 1.147,82 billones de pesos en 2008 a 1.581,28 billones de pesos en 2012 alcanzando su pico más alto en 2010 con un volumen histórico total transado de 2.214,05 billones de pesos.

Por otra parte, Las emisiones primarias en los mercados 2007 – 2012 tuvieron evoluciones muy positivas. En efecto, según el gráfico pasaron de un total de aproximadamente 11 billones a 80 billones en el 2012.

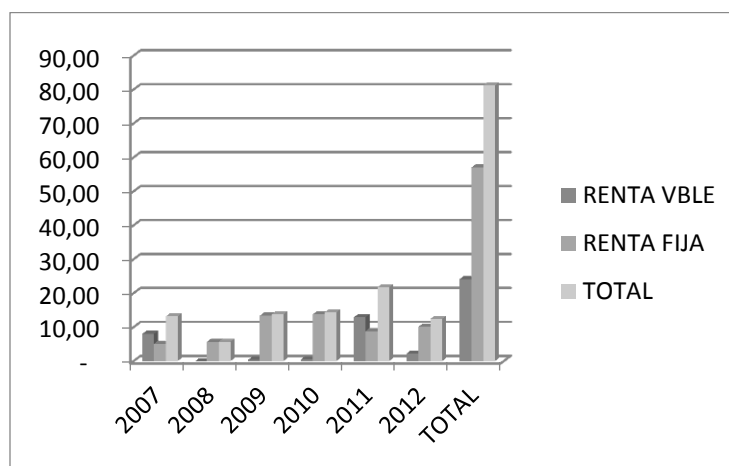


Figura 1. Evolución de Emisiones Primarias en la BVC 2008-2012. Cifras en Billones de pesos

Fuente: Bolsa de Valores de Colombia

<sup>2</sup> <http://www.bvc.com.co>

Este crecimiento puede explicarse por el crecimiento en los nuevos emisores, pasando de 150 en 2008 a 230 en 2012 mostrando el interés de las empresas por financiarse a través del mercado de capitales por medio de la emisión de Bonos o acciones y obtener así financiación a largo plazo.

Esta afirmación puede verificarse en el Reporte de estabilidad financiera del Banco de la República de Colombia (Quicazan Moreno, 2012) en el que, al calcular el efecto de la deuda con establecimientos de crédito y del indicador de profundización financiera (Cartera comercial sobre PIB), en el crecimiento de las firmas en Colombia durante el periodo 1999-2011, y discriminando la deuda por plazo, se encontró un efecto mayor de la deuda de largo plazo. Por otro lado, se calculó el efecto de la deuda con el sistema financiero en la inversión y estructura de financiamiento de las firmas. Se encontró que el efecto de la deuda con establecimientos de crédito en las actividades de inversión de una firma depende en parte si esta puede o no emitir títulos de deuda.

En éste contexto, si muchas de las grandes empresas están ingresando al mercado de capitales, puede deducirse que es por las oportunidades y ventajas que éste les ofrece y las cuales, según la BVC, son las siguientes:

*“La emisión de acciones permite que una empresa pueda obtener recursos para financiar su operación actual o sus planes de expansión, permitiéndole reunir más fondos de los que podría pedir prestados o adquirir con un solo inversionista, de ésta forma no se generan presiones sobre el flujo de caja de la compañía. Adicionalmente, participar en el mercado de capitales permite mejorar la percepción frente a sus grupos de interés, adquirir mayor visibilidad y adoptar prácticas de gobierno corporativo.*

*Cuando una compañía está listada en bolsa tiene una mayor exposición a inversionistas y analistas locales e internacionales, quienes hacen seguimiento a la compañía.<sup>3</sup>”*

No obstante todo lo anterior y las obvias ventajas de financiarse con renta variable, para que una empresa pueda emitir acciones o títulos valor de renta fija debe cumplir con una serie de requisitos entre los cuales están:

- Los trámites ante la Superintendencia Financiera el cual inicia con una solicitud formal de inscripción de los valores en el Registro Nacional de Valores y Emisores
- Otro trámite ante el Depósito Central de Valores –DECEVAL, entidad privada que se encarga de manejar y controlar las transferencias, registros, pagos de capital e intereses y todos los aspectos relacionados con la administración de emisiones privadas, tanto de renta fija como de acciones
- Inscripción ante la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) lo que permite la negociación secundaria de los títulos emitidos por las empresas en el mercado público. Los requisitos se mencionan en el capítulo Marco Legal, y de los cuales se destacan principalmente los siguientes:
  - *Que el emisor tenga como mínimo cien (100) accionistas.*
  - *Que el emisor cuente con un patrimonio de al menos siete mil millones (7.000.000.000) de pesos<sup>4</sup>*

Estos requisitos no diferencian entre empresas grandes, medianas o pequeñas, y dada su complejidad podría afirmarse que están diseñados para empresas grandes; sin embargo dentro de la normatividad de la Superfinanciera se creó desde 1995, mediante la Resolución

---

<sup>3</sup> Bolsa de Valores de Colombia, Colombia Capital Fascículo 19 [artículo de internet] [www.bvc.com.co/50.63.53.217/BVCeducacion/media/12716/19.pdf](http://www.bvc.com.co/50.63.53.217/BVCeducacion/media/12716/19.pdf) [consulta: Octubre de 2012]

<sup>4</sup> Bolsa de Valores de Colombia, Cómo inscribirse en Bolsa [Artículo de Internet] [www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Empresas/Empresas/C%C3%B3mo+inscribirse+en+la+bolsa%3F](http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Empresas/Empresas/C%C3%B3mo+inscribirse+en+la+bolsa%3F) [consulta: Septiembre de 2012].

400, el “segundo mercado” y junto al decreto 2555 de 2010 se otorga una mayor “flexibilidad” para la inscripción de acciones y Boceas (bonos obligatoriamente convertibles en acciones), para las Pymes, permitiendo entonces, una base fundamental para su acceso al mercado de capitales.

Paralelamente existe una entidad denominada “Colombia Capital” que es producto de un convenio de cooperación técnica suscrito entre la Bolsa de Valores de Colombia – BVC (Entidad Ejecutora), el Banco Interamericano de Desarrollo – BID y otras entidades asociadas incluyendo las Cámaras de Comercio de Bogotá, Cali, Medellín y Bucaramanga, ANDI, ASOFONDOS, SuperFinanciera, DECEVAL y ProExport la cual tiene como objetivo:

- Apoyar a emisores por primera vez
- Impulsar el capital de riesgo y capital privado
- Desarrollar instrumentos informativos sobre el mercado de capitales
- Difusión de resultados y lecciones aprendidas

Para una mejor contextualización también es necesario hacer la pregunta: ¿Cuáles son los requisitos para recibir el apoyo de Colombia capital?

Estos requisitos son similares a los de inscripción a la BVC dentro de los cuales para el contexto de las Pymes se puede destacar el que se refiere a tener un patrimonio superior a siete mil millones de pesos. No obstante Colombia capital publica en su página web la mención de casos exitosos de empresas como Ecopetrol, Bancolombia e Isa entre otras, que fueron asesoradas por esta entidad y facilitaron su ingreso al mercado de capitales mediante la adopción de políticas de gobierno corporativo y la emisión en primera instancia de bonos y posteriormente de Acciones. Pero ¿cuánto era el patrimonio de ISA, de Bancolombia y de Ecopetrol cuando se suscribieron a Colombia Capital? Es fácil deducir que superaban los 7.000 millones de pesos de patrimonio.

Ahora bien, aunque el desempeño actual del mercado de capitales colombiano es notable, sus niveles de profundización continúan siendo relativamente bajos. La capitalización bursátil colombiana se ubicó en 60,7% del PIB para el periodo 2009 – 2012 por debajo de la capitalización bursátil de países como Suráfrica (209,6%), Malasia (141,8%) y Chile (89,1%). El rezago en el indicador de volumen de acciones negociadas es aún mayor, puesto que en Colombia se sitúa en 8,2% del PIB, mientras que el promedio para los países de referencia es de 55%<sup>5</sup>

Por lo tanto el mercado de capitales colombiano tiene aún un gran terreno por avanzar en cuanto a profundización y desarrollo se refiere; adicionalmente las Pymes requieren mayores posibilidades de financiación más barata y a largo plazo para su crecimiento y desarrollo. Estas necesidades y posibilidades de cada uno, pueden tener una oportunidad de ser superadas si se suman compromisos y esfuerzos por parte de la BVC, Colombia Capital y las Pymes en Colombia, lo que nos conduce a la pregunta objetivo de éste trabajo de investigación:

¿Cuáles serían las estrategias más adecuadas para facilitar el acceso de las Pymes al mercado de capitales como fuente de financiación para su crecimiento?

### **1.3 Objetivos**

#### *1.3.1 Objetivo General:*

Formular estrategias que faciliten el acceso de las Pymes al mercado de capitales

#### *1.3.2 Objetivos específicos*

1. Analizar las condiciones actuales de acceso al financiamiento para las Pymes en Colombia ofrecidas tanto por el sistema financiero tradicional como por el mercado de capitales.

---

<sup>5</sup> Consejo Privado de Competitividad, Óp. Cit., P.192

2. Examinar experiencias exitosas de países que han logrado la profundización del mercado de capitales a partir de la inclusión de las Pymes en este segmento.
3. Caracterizar procesos exitosos de inclusión de Pymes al mercado de capitales

#### ***1.4 Impacto potencial***

Teniendo como elementos de partida lo expuesto anteriormente, en este trabajo de investigación se pretende agregar algunos elementos a esta discusión, justificándose en la importancia de las Pymes, la posibilidad de crecimiento de aquellas empresas que aún no alcanzan los 7.000 millones de pesos en patrimonio, que han logrado crecer en los últimos 3 años, que quizás tengan estrategias de crecimiento como por ejemplo, la internacionalización para aprovechar los tratados de libre comercio suscritos y vigentes; y con compromisos de adopción de políticas de gobierno corporativo, tomando como ejemplo el análisis profundo de la reglamentación para el segundo mercado de las Bolsas de Brasil, Londres y USA, y con base en esa reglamentación realizar una propuesta adaptada a las condiciones del mercado colombiano, que facilite el acceso de las Pymes al mercado de capitales a través de la emisión de bonos o acciones.

Adicionalmente, con esta propuesta se pretende contribuir a la comprensión y culturización de las Pymes hacia las oportunidades que representa el mercado de capitales, como fuente de financiación a largo plazo, para sus proyectos de crecimiento o la recomposición de sus pasivos de corto a largo plazo, al igual que la flexibilización de las normas que hagan más fácil y alcanzable el acceso de éstas al segundo mercado, mediante la emisión de bonos o acciones usando como puente la comunicación con y a través de la Bolsa de Valores de Colombia y el programa Colombia Capital, ya que la propuesta se elevará a hasta éstas organizaciones buscando aportar a la profundización y ampliación del mercado de valores en Colombia.

## **2. Fundamentación teórica**

### ***2.1 Antecedentes***

Revisando la literatura existente en Colombia sobre el tema a tratar en esta investigación, se encuentran pocos estudios que analicen la problemática en mención; dos de ellos son los trabajos elaborados por Ingrid Yisel Carvajal y Wilson Monroy Mora titulados: “Preparación de las Pymes para el Ingreso al Mercado de Capitales” y “Segundo Mercado: Balance y Propuestas para su Profundización desde la Perspectiva de las Pequeñas y Medianas Empresas, elaborado por Remolina León y Alba Molina.

En el estudio de Monroy y Carvajal se encuentra que las Pymes fundamentan su financiación con deudas a corto plazo. Así también, se revisa la normatividad que rige la emisión de bonos y acciones comparándola con la reglamentación de países como USA, Londres, Brasil y Argentina donde se han trazado estrategias exitosas que han permitido el acceso de las Pymes al mercado de capitales. Así también estos autores proponen el uso de mecanismos novedosos como los Warrants y la titularización de activos no hipotecarios para incrementar la financiación de Pymes.

### ***2.2 Bases teóricas***

A lo largo de este apartado se describen los modelos y teorías que sustentan la investigación, comenzando con el modelo de Modigliani y Miller, pasando por la teoría del equilibrio estático y de jerarquía financiera.

A su vez, se indica cómo se conectan estas teorías con la estructura del capital de las Pymes y se establecen las relaciones entre la profundización financiera y el desarrollo económico de un país.

### *2.2.1 El Modelo de Modigliani y Miller*

Las decisiones de financiación condicionan las oportunidades de inversión real y determinan, a su vez, la composición del capital entre deuda y recursos propios. Luego de ser considerados aspectos como el coste de la deuda, la presión fiscal, el riesgo de quiebra, entre otros, se determina la estructura del capital que adoptará la empresa.

Modigliani & Miller (2008) argumentan que en un escenario de competencia perfecta, en donde la deuda y los recursos propios pueden considerarse sustitutos, el valor de mercado de la empresa está determinado por sus activos reales y no por los títulos que ha emitido, haciendo que la estructura del capital con respecto a éste valor se considere irrelevante e independiente.

No obstante, para Brealey, Myers y Allen, (2010), el modelo de Modigliani y Miller es poco explicativo e irreal, ya que omiten el efecto de los impuestos, suponen que la quiebra es instantánea, no existen costes ni penalizaciones y tampoco tienen en cuenta la incertidumbre. Algunos aspectos a considerar son:

- a) Aun cuando se evite la quiebra legal, existen costes asociados a la insolvencia financiera.
- b) Los posibles conflictos de intereses que podrían tener lugar entre los propietarios de los títulos de la empresa son ignorados.
- c) Se omiten los problemas de información que surgen cuando se recurre a la financiación externa a partir de la emisión de nuevos títulos y que favorecen a la deuda sobre el capital.
- d) No se tuvo en cuenta el efecto incentivador del apalancamiento financiero sobre las decisiones de inversión u de pago de dividendos.

De la anterior discusión se desprenden dos de las teorías modernas que intentan dar explicación a la composición del capital y, por ende, a la estructura del capital: la teoría del

equilibrio estático (Trade-off Theory) y la teoría de la Jerarquía Financiera (Parking Order Theory).

### *2.2.2 Teoría del equilibrio estático (Trade-off Theory)*

Hace referencia al equilibrio entre los beneficios y costes producto de la deuda que mantiene constantes los activos y los planes de inversión, y que tiene como resultado la estructura de capitales de la empresa.

Esta teoría es fruto de la incorporación de nuevos conceptos al modelo de Modigliani y Miller, como son las ventajas fiscales del endeudamiento por el beneficio producido al considerar las deducciones por concepto de los intereses pagados de la deuda, el efecto de los impuestos corporativos y los del inversor sobre la ventaja fiscal de la deuda, los costes de quiebra directos y los escudos fiscales distintos a los de la deuda (Myers, 1995).

Bajo esta teoría se admite un índice de deuda óptimo, tomando como referencia las ventajas y desventajas de las fuentes de financiación, es así como la deuda es sustituida por recursos propios o viceversa, hasta culminar en la maximización del valor de la empresa. Así bien, con ciertos retrasos producto de los costes asociados al ajuste de la estructura del capital y basados en el índice de deuda, donde el coste de capital es mínimo, la empresa tenderá al óptimo. Se espera entonces que las empresas con activos tangibles, altos beneficios y más impuestos por compensar, tengan un índice de endeudamiento elevado; mientras que las empresas poco rentables, con activos arriesgados e intangibles, basarán su financiación en recursos propios. A su vez, esta teoría expone que las empresas deben evitar el uso extremo del apalancamiento y racionaliza los índices de endeudamiento (Brealey et al., 2010).

Aunque esta teoría predice el establecimiento de un índice de deuda óptimo y las diferencias en la estructuras de capital entre las diferentes industrias, no explica el por qué

las empresas más rentables dentro de una misma industria mantienen bajos índices de deuda.

### *2.2.3 Teoría de la Jerarquía Financiera (Parking Order Theory)*

Esta teoría surge ante el interés de explicar el por qué las empresas prefieren acudir a fondos generados internamente y sólo a la financiación externa si los fondos internos son insuficientes. Bajo esta premisa, son consideraciones de segundo orden lo relacionado con los ahorros fiscales generados por los intereses pagados por el concepto de endeudamiento, al igual que las amenazas de la insolvencia financiera (Donaldson, 1961).

El modelo se desarrolla bajo el supuesto de asimetría de información en el contexto en que los directivos tienen mayor información acerca de las expectativas, riesgos y valor de la empresa, y tiene las siguientes características (Ferrer & Tresierra, 2009):

- a) Las empresas prefieren la financiación interna
- b) La tasa de reparto de dividendos estimada se adapta a las oportunidades de inversión
- c) Las fluctuaciones en la rentabilidad y las oportunidades de inversión son impredecibles aun cuando la política de dividendos es fija; por lo que los flujos de caja generados internamente pueden ser mayores o menores a sus gastos de capital.
- d) En el caso en que se necesite financiación externa, la empresa emite primero los títulos más seguros (en orden: deuda, títulos híbridos y recursos propios)

En ese sentido, las empresas más rentables, con oportunidades de inversión limitadas, mantienen bajos niveles de apalancamiento, simplemente porque no necesitan endeudarse; mientras que las empresas menos rentables se endeudan más porque sus oportunidades de inversión superan los fondos generados internamente (Fama & French, 2002).

*2.2.4 Conexión entre la teoría del equilibrio estático y de jerarquía financiera con la estructura del capital de las Pymes, y breve presentación del modelo Berger y Udell (1998)*

Bajo los supuestos de la teoría del equilibrio estático, el nivel de apalancamiento de las Pymes tendería a la baja ya que los bajos niveles de rentabilidad no les permite el aprovechamiento significativo del ahorro fiscal por concepto de intereses pagados por el endeudamiento; además, pagan menos impuestos y, por ende, un menor monto potencial a deducir, dadas las bajas tasas fiscales marginales. A su vez, el riesgo financiero se eleva gracias a la alta probabilidad de quiebra de estas empresas (Chittenden, Poutziouris, & Michaelas, 1999).

Por otra parte, la teoría de la jerarquía financiera predice la preferencia por la financiación interna antes que la externa, y a la deuda antes que la emisión de acciones; no obstante, estudios empíricos no han logrado sustentar estas teorías durante todo el ciclo de vida de las Pymes.

Bajo esta premisa, Berger y Udell (1998) elaboran un modelo que explica la estructura del capital adoptado por las Pymes en cada una de las etapas de desarrollo en función de su tamaño y edad.

En este modelo se incorpora la constante evolución de las Pymes y los efectos que ello tiene sobre la estructura del capital, ya que, dependiendo de la fase en que se encuentre la empresa, la disponibilidad de fondos será distinta.

*2.2.5 Relaciones entre la profundización financiera y el Desarrollo Económico de un País*

La profundización financiera es interpretada como el acceso que los diferentes agentes económicos tienen a los mercados financieros intermediados y no intermediados lo cual ha comprobado que tiene efectos positivos para el aumento de la riqueza de un país.

Una de las explicaciones clásicas de esta relación positiva es la planteada por Solow en 1956. Este autor argumenta que el producto es función de tres componentes: capital,

trabajo y tecnología y plantea que la tasa de crecimiento del producto es establecida por la tasa de acumulación de capital por trabajador; es decir que una tasa de inversión mayores logrará que los países aumenten los crecimientos del producto. Esta tasa de inversión es a su vez determinada por la tasa de ahorro, lo que llevaría a que finalmente mayores tasas de ahorro incrementaran el producto en el largo plazo.

Adicionalmente Levine y Zervos comprueban cómo la liquidez del mercado de valores y el desarrollo bancario pueden predecir positivamente el crecimiento económico, la acumulación de capital y las mejoras en la producción. El documento sostiene que los mercados financieros proveen importantes servicios para el crecimiento y los mercados de valores proveen importantes servicios para los bancos.

Posteriormente Quicazan Moreno (2012) en el documento Reporte de estabilidad financiera del banco de la República, destaca que

*“La efectividad del sistema financiero es de suma importancia pues un mercado desarrollado con intermediarios profesionales, sirve como fuente directa de capital de largo plazo a la vez que permite a los inversionistas contar con información más completa sobre el uso de su capital.”*

Además, según estudios como el propuesto por Beck y Levine, para las pequeñas firmas es más complicado acceder a fuentes externas de capital dado los costos transaccionales y la poca vida crediticia, sin embargo, el desarrollo financiero relaja estas fricciones, ocasionando inclusive un impacto positivo mayor en el crecimiento de las firmas pequeñas que en las grandes.

Adicionalmente investigaron el impacto de los mercados bursátiles y los bancos, en el crecimiento económico mediante un panel de datos para el período 1976-1998 y la aplicación de técnicas recientes GMM, (método desarrollado para paneles dinámicos y estimación de parámetros en modelos estadísticos). Encontrándose con que los mercados

de capitales y los bancos influyen positivamente en el crecimiento económico aclarando que tales resultados no se deben a los posibles sesgos inducidos por la simultaneidad, variables omitidas o a los efectos específicos no observables de cada país.

Por consiguiente existe una interrelación entre el desarrollo o profundización del sistema financiero y el crecimiento de una economía que ha sido, y es, objeto de estudio por varios autores. Entre los trabajos más relevantes adicionales a los de Levine y Zerbos por ejemplo; se encuentran los de Miller, y Rajan y Zingales, que en general proponen y encuentran evidencia de una relación positiva entre el grado de desarrollo del sistema de intermediación financiera y el crecimiento de la economía. Por lo tanto, la profundización financiera, que permite el mayor acceso a instrumentos financieros como la emisión de bonos o acciones al mercado de capitales para las empresas, la posibilidad de que incluso personas naturales con excedentes de liquidez puedan actuar como inversionistas, y en el caso de las empresas que estas puedan recomponer sus pasivos de corto plazo, hacer mayores inversiones, influye positivamente en el crecimiento de las organizaciones y por ende en el crecimiento de un país.

En general se evidencia la relación entre el desarrollo del sistema financiero de un país y su crecimiento económico, para el cual se resumen a continuación las tres teorías generales:

Escuela	Modelo	Hipótesis básica	Supuesto básico y conclusión	Variable clave
Keynesiana	Harrod (1939)	El libre juego del mercado genera desempleo y acentúa las desigualdades económicas	Para generar una senda de crecimiento sostenida en el largo plazo se debe reducir el ahorro, es decir, evitar la existencia de un nivel de ahorro que esté por encima de las necesidades que la economía presenta para conseguir el pleno empleo e introducir las innovaciones tecnológicas, esto indica que siempre debe existir equilibrio entre el ahorro y la inversión, para garantizar el crecimiento del producto.	Tasa de ahorro

Escuela	Modelo	Hipótesis básica	Supuesto básico y conclusión	Variable clave
Neoclásica	Solow (1956) Domar (1956)	El libre juego del mercado propicia la convergencia económica	En el largo plazo, el cambio tecnológico exógeno es el determinante de la tasa de crecimiento del producto per cápita, por lo que en el estado estacionario (steady- state) existirá convergencia entre los diferentes países (ricos y pobres), es decir, un valor inicial de ingreso per cápita más bajo que otro, tiende a generar una tasa de crecimiento de dicho ingreso más elevada, pero dependiendo siempre de los determinantes del estado estacionario.	Progreso exógeno
Neoclásica (Crecimiento endógeno)	Romer P (1986) Lucas (1988) Mankiw (1992)	El libre juego del mercado no asegura la convergencia económica	El crecimiento a largo plazo depende de la acumulación de capital físico, de capital humano y de conocimientos, explicadas endógenamente en función de expectativas de ganancia, externalidades y rendimientos crecientes	Acumulación de capital humano

*Tabla 1 Principales teorías del crecimiento económico*

*Fuente: Adaptado de (Ál. A. Pulido, 2009)*

La tabla anterior, sintetiza tres enfoques en tres tópicos: hipótesis, supuestos y conclusiones, determinando las variables claves que explican el crecimiento económico de los países y la reducción en la brecha existente entre países ricos y pobres (Á. Pulido, 2007).

La teoría económica contempla el análisis del crecimiento como resultado de la dinámica donde se entrecruzan producción de formas de conocimiento, relaciones de poder e instituciones del desarrollo (Cardona Acevedo, Cano Gamboa, Zuluaga Díaz, & Gómez Alvis, 2004). Solow señala que en los últimos 50 años el interés por las teorías que expliquen el crecimiento económico de los países han estado dentro de tres de los principales enfoques, a saber: el modelo de Harrod-Domar, el modelo neoclásico de Solow-Swan y el modelo de crecimiento endógeno desarrollado por P. Romer, R. Lucas y Mankiw, Weil y Romer, entre otros autores (Á. Pulido, 2007).

Estas teorías tienen como objetivo fundamental determinar el crecimiento económico de largo plazo pues desviaciones del producto transitorias, se corregirían a

través del tiempo, lo cual no implica que las fluctuaciones de corto plazo no afecten el comportamiento del producto en el largo plazo (Ramón & Sancho, 2004).

Así, en la medida en que el corto plazo (ciclos) afecte el largo plazo (estado estacionario), la teoría económica buscará hacer compatibles los diferentes planteamientos y encontrar posibles explicaciones del crecimiento de los países con el transcurrir del tiempo.

Complementando las teorías relacionadas con el crecimiento económico, que soportan la base de la relación beneficiosa entre el mercado de capitales y el crecimiento de los países, en Colombia no se han escatimado esfuerzos para que fundamentados en esas premisas se desarrollen mecanismos para profundizar el mercado de capitales. Tan importante y fuerte son los resultados positivos del mercado de capitales en el crecimiento económico, que se ha propuesto incluso incluir este mercado dentro de los objetivos gubernamentales para fomentar el crecimiento económico. Para ello, Ernesto Aguirre asesor del Banco Mundial, del Fondo Monetario Internacional y miembro del grupo creado para asesorar las reformas a la regulación bancaria en la Unión Europea, realizó en compañía de Asobolsa y la Bolsa de Valores de Colombia un análisis sobre las nuevas razones por las cuales Colombia debe incluir el desarrollo de su mercado de capitales dentro de los objetivos para fomentar el crecimiento económico que se complementan con lo establecido en las teorías de crecimiento descritas en la tabla anterior.

*“Estas razones tienen como objetivo demostrar que el correcto o incorrecto funcionamiento de los mercados de capital afecta la vida diaria de personas y empresas y por lo tanto el agregado de la economía de un país”, expresó Aguirre<sup>6</sup>. (Ver tabla 3.)*

<b>1. Canales de financiación para proyectos de innovación</b>	<b>2. Desarrollo del sistema financiero como un todo</b>	<b>3. Redistribución del ingreso y reducción de la pobreza</b>
Los mercados de capitales bien desarrollados facilitan la inversión, la obtención de capital, sirven para	El desarrollo del mercado de capitales no va en contravía con el desarrollo del mercado bancario	En la medida en que se desarrolla un mercado de capitales organizado, se reducen los costos

<sup>6</sup> <http://www.dinero.com/negocios/articulo/por-importante-mercado-capitales/104433>

1. Canales de financiación para proyectos de innovación	2. Desarrollo del sistema financiero como un todo	3. Redistribución del ingreso y reducción de la pobreza
conducir la inversión hacia actividades más productivas y el desarrollo de proyectos de mayor tamaño y con mayor cantidad de innovación. En un estudio realizado en Nueva Zelanda se probó que en los mercados financieros más desarrollados se dispara la tasa de innovación tecnológica.	como se pensaba hace algunos años, si no que contribuyen de manera positiva al mayor desarrollo del sistema bancario, al complementarse con el mercado de valores. El mercado de capitales se convierte en una fuente de financiación para los Bancos, quienes entre más capacidad patrimonial tengan, mayor aumento en sus colocaciones van a poder realizar.	de adquirir la información y se dispone de fuentes alternativas de crédito. “Está demostrado que en países en donde se ha desarrollado el mercado de valores, se logra un aumento en el quintil más pobre de la población y además que reduce el número de personas bajo la línea de pobreza.

Tabla 2 Efecto positivo del mercado de valores en el crecimiento económico de los países.

Fuente; Adaptado de Ernesto Aguirre – Revista dinero 2012

### 2.2.6 Marco conceptual

**Valor:** “Es todo derecho de naturaleza negociable que haga parte de una emisión, cuando tenga por objeto o efecto la captación de recursos del público, incluyendo los siguientes:

- Las acciones;
- Los bonos;
- Los papeles comerciales;
- Los certificados de depósito de mercancías;
- Cualquier título o derecho resultante de un proceso de titularización;
- Cualquier título representativo de capital de riesgo;
- Los certificados de depósito a término;
- Las aceptaciones bancarias;
- Las cédulas hipotecarias;
- Cualquier título de deuda pública.<sup>7</sup>

<sup>7</sup>Ley 964 de 2005 Título Primero – Capítulo Segundo

**Mercado de Capitales y el Sistema Financiero:** El mercado de capitales también conocido como Bolsa de Valores es el ambiente virtual y/o lugar donde se reúnen en forma organizada y periódicamente profesionales o personas naturales con conocimiento para la negociación de valores públicos o privados.

*“Un sistema financiero es aquel que pone en contacto, a través de un mercado, a dos tipos de agentes económicos: los agentes económicos con superávit de fondos (oferentes de dinero) y los agentes económicos con déficit de fondos (demandantes de dinero), siendo los activos financieros la mercancía objeto de intercambio”*(Crespo, 2002).

Actualmente el mercado de capitales o bolsa de valores, además de tener un lugar o espacio físico en su sede central en Bogotá, ejecuta la mayor parte de sus operaciones de compra y venta de manera virtual, a través de plataformas en línea operadas y facilitadas por las firmas comisionistas que hacen las veces de intermediarios. Una de las funciones que realiza la Bolsa de valores de Colombia es la capacitación a personas naturales y posibles emisores de acciones (empresas).

**Mercado de capitales** *“es el lugar de concurrencia de oferentes y demandantes de recursos financieros a través de títulos valores de vencimiento a largo (o a corto) plazo, también se denomina mercado de valores porque los fondos que se canalizan se documentan en títulos valores, apelándose al ahorro público, al de los particulares y al de las empresas en general. A éstos se les ofrece una rentabilidad por orientar sus dineros hacia inversiones productivas y no para consumo* (Baldeón Ríos, 2009)”

Las principales características de los mercados financieros son:

**“Conexión:** *Pone en contacto a las empresas con los inversores, lo que permite a dichas personas acceder al capital de grandes sociedades.*

**Seguridad:** *Es un mercado organizado con instituciones reguladoras que velan por la protección al inversor y la eficiencia de las transacciones.*

**Liquidez:** *Permite el fácil acceso al mercado en donde el inversor puede comprar y vender valores en forma rápida y a precios determinados de acuerdo a la oferta la demanda.*

**Transparencia:** *A través de diversas publicaciones y sistemas de información electrónicos permite a los inversores contar con información veraz y oportuna sobre los valores cotizados y las empresas emisoras. De esta manera los inversionistas cuentan con los elementos necesarios para tomar adecuadamente sus decisiones.*

**Indicador:** *Sirve como índice de la evolución de la economía al determinar el precio de las sociedades a través de la valuación de sus acciones (Martín Mato, 2007).*

#### 2.2.7 Marco legal y normativo

Con miras a lograr una vinculación de las pequeñas y medianas empresas –PYMES- al mercado de valores, se expidió en Colombia la Resolución 400 de 1995, incluyendo en su título cuarto las disposiciones que reglamentan el denominado segundo mercado. Este mercado fue creado para facilitar el acceso y permanencia de las PYMES en el mercado de capitales, a través del establecimiento de requisitos más flexibles para su vinculación que los necesarios para participar en el mercado principal.

Adicionalmente Según la ley 964 de 2005 las actividades del mercado de valores son:

- La emisión y la oferta de valores;
- La intermediación de valores;
- La administración de fondos de valores, fondos de inversión, fondos mutuos de inversión, fondos comunes ordinarios y fondos comunes especiales;
- El depósito y la administración de valores;
- La administración de sistemas de negociación o de registro de valores, futuros, opciones y demás derivados;
- La compensación y liquidación de valores;
- La calificación de riesgos;

- La autorregulación a que se refiere la presente ley;
- El suministro de información al mercado de valores, incluyendo el acopio y procesamiento de la misma;
- Las demás actividades previstas en la presente ley o que determine el Gobierno Nacional, siempre que constituyan actividades de manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público que se efectúen mediante valores.

Para que una empresa pueda emitir sus acciones o títulos valor de renta fija debe cumplir con una serie de requisitos entre los cuales están los trámites ante la Superintendencia Financiera el cual inicia con una solicitud formal de inscripción de los valores en el Registro Nacional de Valores y Emisores, administrado por la Superintendencia Financiera de Colombia, y trámite ante el Depósito Central de Valores –DECEVAL: entidad privada que se encarga de manejar y controlar las transferencias, registros, pagos de capital e intereses y todos los aspectos relacionados con la administración de emisiones privadas, tanto de renta fija como de acciones, recientemente ha anunciado su fusión con la Bolsa de Valores de Colombia, con el fin de simplificar y unificar el trámite y la administración de éstos recursos

#### *2.2.8 Tipos de empresas en Colombia*

La ley 590 de 2000 define las pequeñas empresas en Colombia como Micro, pequeñas y medianas empresas de acuerdo a los siguientes parámetros:

Para todos los efectos, se entiende por micro incluidas las Famiempresas pequeña y mediana empresa, toda unidad de explotación económica, realizada por persona natural o jurídica, en actividades empresariales, agropecuarias, industriales, comerciales o de servicio, rural o urbano, que responda a dos (2) de los siguientes parámetros:

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

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

Microempresa:

- Planta de personal no superior a los diez (10) trabajadores o,
- Activos totales excluida la vivienda por valor inferior a quinientos (500) salarios mínimos mensuales legales vigentes

#### *2.2.9 Bolsa de Valores de Colombia:*

La BVC pone en contacto a oferentes y demandantes de títulos valores mediante la intervención de las sociedades comisionistas de bolsa. Es el lugar donde se emiten por primera vez los títulos valor y posteriormente estos se negocian en el mercado secundario, los requisitos para la emisión de los títulos valor son:

- Que por lo menos el diez por ciento (10%) del total de las acciones en circulación del emisor, está en cabeza de personas distintas a aquellas que conforman un mismo beneficiario real.
- Que el emisor tiene como mínimo cien (100) accionistas.
- Que el emisor cuente con un patrimonio de al menos siete mil millones (7.000.000.000) de pesos
- Que el emisor o su controlante hayan ejercido su objeto social principal durante los tres años anteriores a la fecha de solicitud de inscripción. Este requisito no será exigido a emisores que surjan con ocasión de fusiones o escisiones.
- Que el emisor haya generado utilidades operacionales en alguna de las tres vigencias anuales anteriores al año en que se solicita la inscripción.

- Que el emisor cuente con una página web en la cual se encuentra a disposición del público la información que establezca la Bolsa.
- Que se comprometa a presentar un informe anual de gobierno corporativo que contenga la información que requiera la Bolsa, y adicionalmente para los emisores nacionales el estado de cumplimiento de la regulación sobre gobierno corporativo existente en el país y de lo dispuesto en el Código de Mejores Prácticas Corporativas de Colombia.<sup>8</sup>

### ***2.3 Hipótesis***

- Hipótesis 1. Existen dificultades en los métodos y mecanismos normativos que obstaculizan el acceso de las Pymes al mercado de capitales para su fortalecimiento.
- Hipótesis 2, El mecanismo de financiación actual de las Pymes es más costoso a través del sector financiero que a través del mercado de capitales.
- Hipótesis 3. Existen barreras normativas, culturales y económicas que impiden el fácil acceso de las Pymes al mercado de capitales.

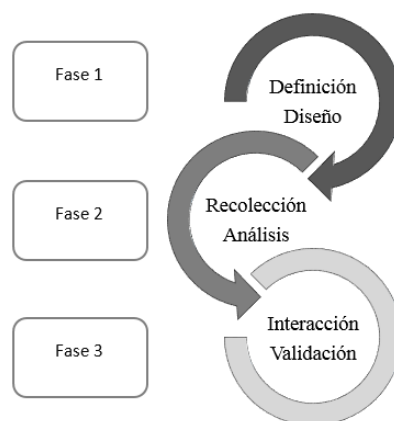
---

<sup>8</sup>Bolsa de Valores de Colombia, Cómo inscribirse en Bolsa [Artículo de Internet] [www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Empresas/Empresas/C%C3%B3mo+inscribirse+en+la+bolsa%3F](http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Empresas/Empresas/C%C3%B3mo+inscribirse+en+la+bolsa%3F) [consulta: Septiembre de 2012].

### 3. Metodología

#### 3.1 Diseño

Esta investigación se compuso de 3 fases denominadas diseño, recolección-análisis e interacción-validación (Ver Ilustración 2)



*Ilustración 1 Fases metodológicas*

*Fuente: Elaboración Propia*

El proceso metodológico que se diseñó se basó en los lineamientos de Yin, quien propone tres etapas: definición/diseño – preparación/recolección y análisis/resultados y en los fundamentos propuestos por Galeano Marín y que denominó: diseño, trabajo de campo y análisis/resultados.

En ambos casos las tres etapas se enfocaron en seguir el proceso de búsqueda de información, procesamiento y análisis y finalmente verificación de los resultados obtenidos. La investigación desarrollada fue de tipo cualitativo y el posicionamiento epistemológico de los investigadores de tipo interpretativista.

A continuación se describen cada una de las etapas expuestas anteriormente:

### **Fase 1: Definición / Diseño**

La fase de definición y diseño se enfocó en el análisis de fuentes documentales e investigaciones relacionadas. La primera etapa consistió en revisar el estado del arte sobre el tema en Colombia, el análisis de la situación actual de financiación de las Pymes en el país y el planteamiento del problema de investigación materializado en las preguntas y objetivos del trabajo de grado, así como la delimitación del estudio.

Tomando en consideración los objetivos específicos de éste trabajo, se procedió a seleccionar la información más relevante en cuanto a la descripción del estado actual de las Pymes en Colombia respecto de sus métodos de financiación y las características de la reglamentación actual para el ingreso al mercado de capitales en Colombia. La revisión de literatura tuvo en cuenta técnicas de análisis de referencias como la metodología snowball que consiste en revisar las referencias de los documentos principales hasta encontrar los artículos seminales de la investigación.

### **Fase 2: Preparación / Recolección**

La Fase dos se basó en la revisión y análisis de fuentes secundarias, documentales y de investigaciones relacionadas. Se procedió a conformar el marco teórico, que permitió verificar la hipótesis del trabajo de investigación sobre el beneficio que representa para el crecimiento económico y social de un país la profundización del mercado de capitales. Se revisaron bases de datos publicadas por la Superfinanciera y SuperSociedades para evaluar la situación y tamaño de las Pymes que estén cerca de reunir los requisitos para el ingreso al mercado de capitales y adicionalmente se analizaron los casos de otros países que han generado programas para facilitar el acceso de las Pymes para financiarse a través del mercado de capitales. Finalmente se procedió a construir una propuesta adaptada al contexto colombiano.

### **Fase Interactiva (Conclusiones e informe final)**

Luego de recolectada y ordenada la información, se realizó el análisis de los resultados, confrontándolos con los objetivos del trabajo de grado. Finalmente se discutieron los resultados para la redacción de las conclusiones, lo mismo que el reporte final del trabajo y su socialización.

### **3.2 Población y muestra**

En la Fase 1 se revisó literatura y las condiciones actuales de financiación de las PYMES. Para la hipótesis 2: El mecanismo de financiación actual de las Pymes es más costoso a través del sector financiero que a través del mercado de capitales se seleccionó una muestra de 49 Sociedades Anónimas de la base de datos financiera de la SuperSociedades teniendo en cuenta los siguientes criterios de inclusión y exclusión:

Población total: 27319 Empresas

Criterios de inclusión:

- Sólo sociedades anónimas teniendo en cuenta que son las que pueden ingresar al mercado de capitales y las únicas que pueden emitir acciones abiertas. Luego de aplicar este criterio quedaron: 5995 Pymes.

Criterios de exclusión

- Se excluyeron todas las Pymes que tuvieran un patrimonio menor de 4.000 millones de pesos o superior a 6.000 millones de pesos ya que este último valor es el tope mínimo de patrimonio que una sociedad debe tener para poder ingresar al mercado de capitales y es para este tipo de Pymes para el cual se hace la propuesta de estrategias para su incorporación a la BVC en este trabajo de investigación. Luego de aplicar este criterio se obtuvieron 556 Pymes.
- Se excluyeron las empresas que tenían reflejado en su balance general pérdidas acumuladas debido a que este indicador podría eventualmente hacer poco interesante la empresa para los futuros inversionistas.

- Se excluyen las Pymes que no tienen utilidades acumuladas debido a que por requerimientos de la BVC, los nuevos emisores deben tener reflejado en el balance general de los últimos tres periodos utilidades netas.

De este modo quedaron únicamente 47 Pymes.

### ***3.3 Instrumentos***

Los instrumentos utilizados se aplicaron en la Fase 2. A continuación se describe cada uno. Fase 2 Recolección y análisis: Se usaron 2 herramientas financieras. La primera fue el simulador bancario para hacer el cálculo del costo de la financiación por medio del sistema financiero tradicional para las PYMES. Se verificaron los datos en los simuladores de Bancoldex (banco de segundo piso) y de 3 bancos intermediarios (ANEXO 1). Los resultados permitieron obtener el valor promedio del costo de financiación para las PYMES en el sistema financiero tradicional para luego compararlo con los costos de emisión en la BVC de acuerdo a los datos obtenidos con el segundo instrumento: Simulador de costos de inscripción y mantenimiento de la BVC (ANEXO 2).

La comparación de ambos costos permitió inferir sobre la Hipótesis 2: El mecanismo de financiación actual de las Pymes es más costoso a través del sector financiero que a través del mercado de capitales.

### ***3.4 Procedimientos***

Se procesó información tipo texto y número. El tratamiento de la información tipo texto se consolidó en el gestor de referencias Mendeley para organizar la bibliografía evaluada e incluirla en el documento final de la investigación. Por otra parte la información numérica se procesó de acuerdo al tipo:

- Base de datos de empresas: Para la selección de las Pymes se utilizó la base de datos de la SuperSociedades que contiene el balance general y los estados financieros de las PYMES en Colombia. Se filtró en Excel las casillas de tipo de sociedad

(únicamente las S.A.) posteriormente se filtró por monto de patrimonio y finalmente por valor de pérdidas acumuladas igual a cero (ANEXO 3).

- Simulación del sistema financiero tradicional: En las páginas web de los bancos de primer piso y de Bancoldex. Los datos se compararon en Excel y se tabularon para revisar los costos promedio de financiación a través de estos medios.
- Simulación de cotización en BVC: Se utilizó el formato de Excel de la BVC y se extrajeron los datos de las bases de la SuperSociedades. Se procesó en Excel, se identificaron las varianzas en los costos calculados y se comparó con el costo promedio de financiación obtenido de la simulación del sistema bancario tradicional.

## **4. Resultados**

### **4.1 Análisis de las condiciones actuales de acceso al financiamiento para las PYMES en Colombia ofrecidas por el sistema financiero tradicional y el mercado de capitales.**

En éste capítulo se hace la descripción de los resultados obtenidos relacionados con el objetivo específico 1: Analizar las condiciones actuales de acceso al financiamiento para las Pymes en Colombia ofrecidas tanto por el sistema financiero tradicional como por el mercado de capitales, por medio

Para el desarrollo del objetivo, se hizo una revisión de la literatura, una revisión de la información financiera disponible en las páginas web de las entidades bancarias y finalmente la revisión de las condiciones de financiación alternativas a través de la Bolsa de Valores de Colombia.

### ***4.2 Revisión literaria sobre los tipos de financiación de las pymes colombianas***

La literatura económica sobre acceso de las pymes a financiamiento justifica la intervención del Estado en el desarrollo de las Pymes y su potencial de crecimiento, ante la presencia de fallas de mercado ligadas a la estructura del mercado financiero respecto del diseño y facilitación del acceso de las pymes al crédito; por ejemplo, el uso de credit scores<sup>9</sup>, garantiza un mejor acceso para las empresas grandes que para las de menor porte (Ferraro, Goldstein, Zuleta, & Garrido, 2011). No obstante en países como Colombia, los entornos dinámicos y de mayor competencia, innovación y de mayor profundidad financiera colaboran a mejorar las condiciones de acceso (Beck & Demirguc-Kunt, 2006).

---

<sup>9</sup> Sistema de calificación de créditos que intenta automatizar la toma de decisiones en cuanto a conceder o no una determinada operación de riesgo, normalmente un crédito

La evolución de los productos financieros para las pymes resultan del tamaño de la empresa y su historial de crédito cómo se explica en la siguiente tabla.

Tipo de financiación, características y requisitos	Pequeñas		Medianas
	Posiblemente con garantías y sin historial de crédito	Posiblemente con potencial de crecimiento pero con historia limitada de crédito	Con algún historial crediticio y garantía si fuese necesario
Financiamiento interno	x		
Financiamiento lento e informal	x	x	
Capital de riesgo		x	x
Mercado público de acciones			x
Crédito comercial		x	x
Papeles comerciales			
Créditos de corto plazo en instituciones financieras		x	x
Créditos de mediano plazo en instituciones financieras		x	x
Financiamiento de segundo piso		x	x
Papeles mediano plazo			x
Colocaciones privadas			x
Deudas públicas			x

*Tabla 3 Fuentes de financiamiento y tamaño de las firmas*

Fuente: Adaptado de (Berger & Udell, 1998)

En Colombia, se han creado por parte del Gobierno Nacional programas para apoyar el financiamiento para las Pymes que incluyen fondos de desarrollo a largo plazo y garantías parciales de crédito. Existen establecimientos de crédito de segundo piso como:

- **BANCOLDEX:** su principal objetivo es proporcionar líneas de crédito con bajos intereses a través de establecimientos de crédito de primer piso para exportadores y Pyme. Asumió la cartera de redescuento y las funciones de otra institución crediticia de segundo piso (Instituto de Fomento Industrial) que desapareció en el año 2002, y en años recientes se ha reorientado para convertirse en un “banco de desarrollo empresarial y de comercio exterior”.
- **Fondo para el Financiamiento del Sector Agropecuario (FINAGRO):** fue creado en 1990 como parte de la legislación que estableció el Sistema Nacional de Crédito

Agropecuario. Es una filial del Ministerio de Agricultura y su objetivo principal es proporcionar financiamiento con bajos intereses para proyectos de agricultura, ganadería, silvicultura y proyectos rurales relacionados.

- Financiera de Desarrollo Territorial (FINDETER): fue establecido en 1989 para prestar (a través de bancos de primer piso) a entidades subnacionales para infraestructura y otros proyectos de desarrollo.

Todas ellas proporcionan financiamiento para el desarrollo a mayor plazo principalmente en la forma de líneas de redescuento a tasas por debajo del mercado (préstamos de fomento). Las garantías parciales de crédito, normalmente alrededor del 50% de las pérdidas de un préstamo incobrable, son proporcionadas por el Fondo Nacional de Garantías (FNG), así como también por el Fondo Agropecuario de Garantías (FAG) para el sector agrícola (Banco Mundial, 2008).

Las fuentes de financiamiento le permite a las Pymes tener el flujo de fondos necesarios para la operación (capital de trabajo) o para ampliación, mejoramientos, entre otros (capital de inversión). Estas fuentes pueden ser de características espontáneas, es decir, dadas por la operación de la empresa o financiamiento negociado (por ejemplo con el sector financiero y/o proveedores); en el mercado público o privado (bonos, pagarés con terceros o papeles comerciales); de acceso al mercado de capitales como fuente de largo plazo”(Van Horne, 1998).

Las fuentes de financiación se conocen como tradicionales y no tradicionales; “las primeras son las fuentes de corto o largo plazo más conocidas y utilizadas por las empresas en Colombia, Por el contrario las fuentes no tradicionales son de corto, mediano y largo plazo poco utilizadas por las empresas en Colombia” (Navarrete & Mayorga, 2006).

Las fuentes más representativas del mercado colombiano son:

- Crédito comercial y bancario: Según la ASOBANCARIA, en un estudio que se publicó el 22 de Febrero de 2007, las PYMES se financian en un 55% por medio de

crédito bancario y extrabancario, convirtiéndose así en la mayor fuente a la que acceden para el desarrollo de sus actividades o para inyectar capital.

- Capitalización de la empresa. Esta opción de financiamiento requiere de aportes de los socios bien sea nuevos o antiguos, así como también, reinversión de utilidades, las cuales deben ser aprobadas con anterioridad por los socios. Esta capitalización no es muy atractiva para las PYMES, ya que requiere que la empresa pertenezca a más dueños de los que se tenía previsto inicialmente.
- Leasing. Es un mecanismo que facilita el acceso a bienes de capital, promueve la inversión en capital fijo, incrementa la productividad de la inversión, estimula el crecimiento económico a largo plazo y conlleva a la modernización empresarial. También, contribuye en forma importante a la financiación y expansión de las empresas, constituye un mecanismo importante para las grandes empresas representando el 10% del total de recursos para inversión en 2002 y 20% en 2004, pero especialmente en las PYMES, en donde el porcentaje asciende a 18% para la expansión en 2002 y 42% en 2004.
- Papeles comerciales. Es una alternativa que tienen las empresas para adquirir recursos; lo cual les permite financiar el capital de trabajo. Aquí un emisor adquiere la obligación de pagarle el capital más un interés. Este tipo de fuentes por lo general son de corto plazo (máximo 270 días) y su negociación generalmente está por encima de los US\$100.000.00.
- Aceptaciones bancarias. Operación comercial mediante la cual el vendedor o beneficiario, ve garantizada su transacción comercial por una entidad financiera (aceptante), el pago de una letra de cambio girada por el comprador para pagar las mercancías adquiridas. La entidad financiera se compromete a pagar la letra a su vencimiento.
- Titularizaciones. La titularización, es un mecanismo a través del cual se emiten títulos respaldados por un conjunto de activos que constituyen un patrimonio autónomo. Los activos a titularizar pueden ser de distinto tipo, tales como cartera, bienes inmuebles, proyectos de construcción, rentas esperadas o flujos futuros de fondos. Se pueden emitir títulos con características similares a los de renta fija (de

contenido crediticio), de renta variable (de participación) o mixtos (CORPORACIÓN FINANCIERA DEL VALLE, 2005). Esta figura, ha tenido un papel protagónico en años anteriores y genera grandes perspectivas a largo plazo a nivel de financiación para las pymes de familia en el país, tanto por sus características como por su alta transaccionalidad y facilidad de negociación; Es allí donde se encuentra que esta fuente de financiación contribuye en buena parte a lograr la profundización del mercado público de valores colombiano (San Miguel - Petro asociados consultores financieros y jurídicos, 2000)

- Fondos de capital de riesgo. Los inversionistas que invierten su dinero en fondos de capital de riesgo, buscan empresas que puedan crecer rápidamente y que tengan modelos de negocios innovadores. Las inversiones de los fondos de capital de riesgo se instrumentan a través de la compra de participaciones accionarias, en un porcentaje minoritario (no mayor del 49%) y con carácter temporal (típicamente 10 años), con la expectativa de obtener rentabilidades significativas al momento de liquidar la inversión (venta definitiva de las participaciones accionarias) (BRC Investor Services S.A., 2006).
- Fondos de Private Equity. Los fondos de capital de riesgo o portafolios de inversión de capital privado son un vehículo de inversión a través del cual se inyecta capital “inteligente” a compañías consolidadas, con trayectoria, que no cotizan en bolsa y que cuentan con un alto potencial de crecimiento; mientras que algunos fondos invierten en cualquier tipo de proyecto, otros se especializan hacia algún tipo de sector o actividad. La finalidad de estos portafolios es generar plusvalías apoyadas en el valor desarrollado en las empresas durante el periodo de inversión; proporcionar apoyo técnico, financiero o de gestión a los socios beneficiarios; mejorar los procesos de gobierno corporativo; y fomentar a través de sus aportes el desarrollo de las sociedades en las cuales se invierte (Posada Tique, 2008).
- Capital Semilla. Normalmente este tipo de fondos se orienta a nuevas empresas y negocios que estén en etapa de inicio que tengan oportunidades de crecimiento en el mercado y que cumpla con las expectativas de invertir en ellas (SENA, 2006).

- Alianzas estratégicas. “Es un mecanismo de cooperación que puede darse entre empresas pequeñas y medianas, en donde cada empresa participante, manteniendo su independencia jurídica y autonomía gerencial, decide voluntariamente participar en un esfuerzo conjunto con los otros participantes para la búsqueda de un objetivo común” (López, 2003).

En Colombia es de suma importancia la participación de las Pymes en la economía debido a que representan valores significativos en variables como producción y empleo (Oyola Sanchez, 2014) Las pequeñas y medianas empresas (PYMES) en Colombia constituyen cerca del 44% de las empresas totales en el país, aportan más del 38% del PIB y son responsables del 70% del empleo formal a nivel nacional (Arteaga Hurtado & Monsalve Uribe, 2010).

De acuerdo a lo anterior, toma mayor importancia el acceso eficiente a fuentes de financiamiento de las Pymes para que puedan mejorar sus indicadores financieros, acceder a nuevos mercados y en términos generales ser más productivas y competitivas (Ministerio de Hacienda y Crédito Público, 2013). Actualmente la fuente principal de fondeo de las Pymes son el sistema financiero y recursos propios; no obstante lo anterior, se evidencia una disminución en el porcentaje de Pymes que solicitan crédito directo con el sistema financiero entre los años 2012 y 2014 de acuerdo a la Gran encuesta PYME 2014 realizada por la Asociación Nacional de Instituciones Financieras. La variación depende del tipo de empresa: industria (48% - 36%), comercio (42%-39%) y servicios (46%-29%).

De igual forma, se evidencia en la gran encuesta Pymes que las empresas medianas solicitan más crédito al sector financiero que las pequeñas, lo anterior puede ser explicado, entre otros, por los trámites a realizar, los requisitos de información para el acceso a estos servicios, el tiempo de aprobación y los costos asociados al crédito.

Adicionalmente se encuentra que el plazo al que les fue aprobado el crédito principalmente es a corto y mediano plazo. Los créditos aprobados a largo plazo

representan menos del 30% para este tipo empresas. Esto demuestra las dificultades de acceso a recursos de largo plazo para las Pymes y soporta la idea que pueden ser solucionadas con el desarrollo del segundo mercado en Colombia.

Con relación al acceso a crédito es importante resaltar que el Gobierno Nacional ha establecido una serie de líneas de redescuento dirigidas a las Pymes por medio de FINAGRO y Bancoldex, las cuales representan entre el 14% y el 15% de los créditos aprobados (Ministerio de Hacienda y Crédito Público, 2013)

En relación con la tasa de interés para las Pymes del sector industria, las entidades financieras ofrecen tasas menores a la DTF + 8 % al 80% de las pequeñas empresas y al 88% de empresas medianas. Tasas de interés superiores a la DTF+8% se ofrecen en mayor medida a empresas pequeñas que medianas, debido a la percepción de mayores niveles de riesgo y de dificultades de recolectar información.

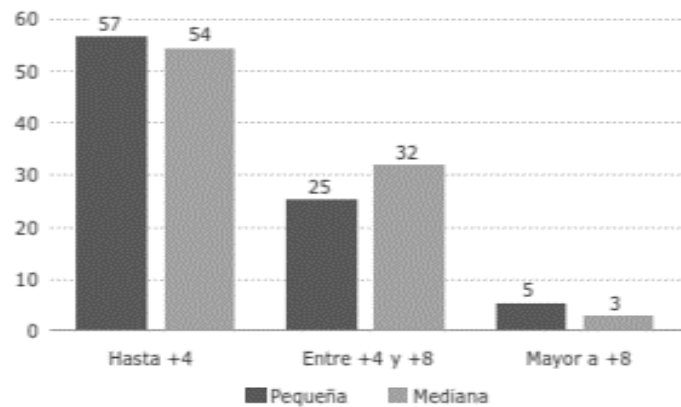


Figura 2. Porcentaje tasas de interés de créditos aprobados por tamaño de empresas - II semestre 2013

Fuente: Gran encuesta Pymes 2014

Aparte del fondeo mediante crédito y los otros tipos de instrumentos prestados por el sistema financiero, de acuerdo con la gran encuesta 2014 se establece que las Pymes

utilizan otras fuentes alternativas de financiamiento para poner en marcha sus proyectos como lo son proveedores, recursos propios y reinversión de las utilidades.

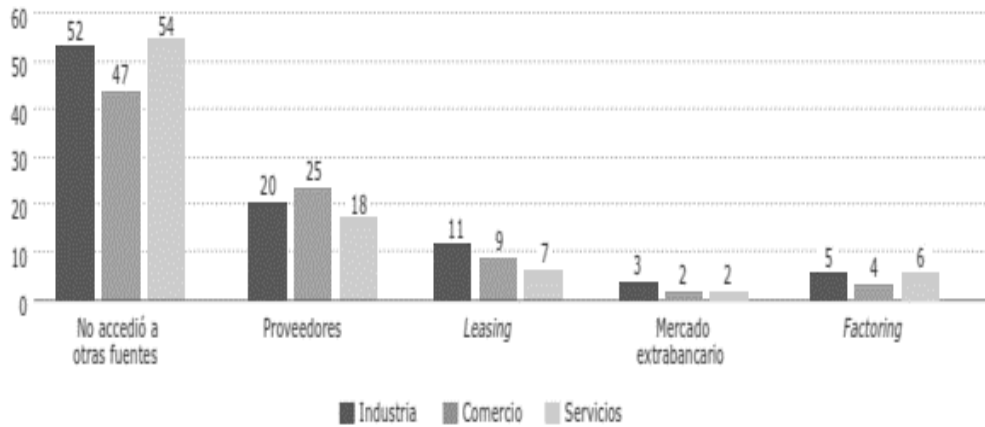


Figura 3. Porcentaje de Pymes que accedieron a otras fuentes de financiación para satisfacer sus requerimientos

Fuente: Gran encuesta Pymes 2014

Es importante destacar que los recursos obtenidos por las Pymes se destinan principalmente a financiar su capital de trabajo. Este capital, por su naturaleza, se caracteriza por ser financiado con recursos de corto y mediano plazo y se hace con los instrumentos financieros tradicionales, proveedores y recursos propios. Por otra parte, las necesidades de financiación de largo plazo, como remodelación de instalaciones, compra de maquinaria, y en general adquisición de activos fijos, no tienen un peso importante dentro de los usos de los recursos obtenidos, lo cual como se dijo anteriormente, puede estar relacionado a las dificultades de acceso a este tipo de fondeo de largo plazo.

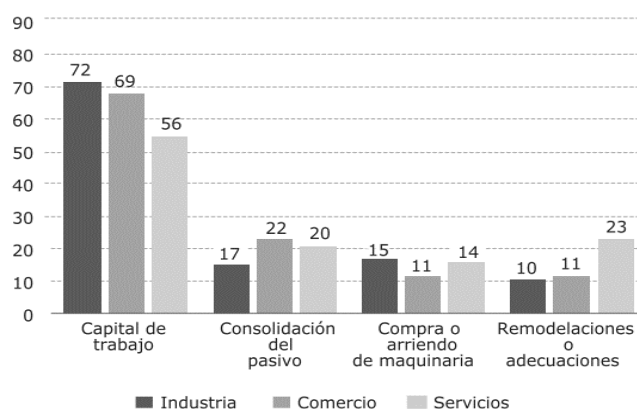


Figura 4. Destinación de los recursos recibidos

Fuente: Gran encuesta Pymes 2014

Debido a las dificultades percibidas por las Pymes para acceder a créditos de largo plazo con el propósito de financiar mejoras tecnológicas, de infraestructura o activos por medio del sistema financiero tradicional, el Gobierno Nacional por medio del Ministerio de Hacienda ha planteado la construcción de reformas para incrementar el acceso de pequeñas y medianas empresas al mercado de renta fija con una particular concentración en dos tipos de emisores, (i) pequeñas y medianas empresas (PYMES) y (ii) emisores por una sola vez tales como proyectos de infraestructura. Entre las principales dificultades expuestas por MinHacienda se aprecia el origen de los títulos en el mercado de valores en el que sólo el 3% de las emisiones tienen su fuente en el segundo mercado y disminuye si se tiene en cuenta lo que se origina en las pequeñas y medianas empresas. Por ejemplo, el mercado de bonos corporativos en Colombia es dominado en una gran proporción por compañías grandes con una alta calificación, el 81% de los títulos de renta fija de carácter no público tienen una calificación AAA los demás con AA+. Según datos de la Asociación Nacional de Instituciones Financieras (ANIF) el mercado bursátil cuenta solo con una empresa que se puede clasificar como mediana y la BVC asegura que la plaza bursátil local no cuenta actualmente con ninguna pyme en su lista de emisores. Frente a ésta situación y durante el desarrollo del presente trabajo de investigación, el Gobierno Nacional a través del Ministerio de Hacienda y Crédito Público emitieron el decreto 1019 de 2014 con el cual se

hacen modificaciones relacionadas al Segundo Mercado a fin de disminuir los costos, eliminar requerimientos y facilitar los trámites para atraer pequeñas y medianas empresas (Pymes) y cerca de 2.000 grandes compañías al mercado bursátil de una forma más fácil y eficiente.

“Los principales clientes para este tipo de proyecto serán en teoría las pyme, aunque teniendo en cuenta las condiciones del mercado local, esto podrá generar que se interesen en ingresar más de 2.000 empresas grandes que no están por miedo a abrir la información requerida”<sup>10</sup>

#### 4.3 Principales barreras para el ingreso de las pymes al mercado de capitales

El nuevo esquema mitigaría las principales barreras que impiden la participación en el mercado de valores por parte de las Pymes y las cuales se exponen en la hipótesis 1:

Hipótesis 1	Variable	Dimensión	Indicador	Unidad
Existen dificultades en los métodos y mecanismos normativos que obstaculizan el acceso de las Pymes al mercado de capitales para su fortalecimiento.	Métodos y mecanismos	Patrimonio	7.000 millones de pesos	\$
		Número de socios	Número socios $\geq 100$	#
		Utilidades	Generación de utilidades en los últimos 3 años	\$ y años
		Acceso virtual de la empresa	Contar con pág. web	Und.

Tabla 4 Operacionalización de las variables Hipótesis 1

Fuente: Elaboración autores

Barreras sobre el patrimonio: A partir de la base de datos de la SuperSociedades se encontró que de las empresas que registraron su información financiera a corte 2013 diciembre, 5995 son Sociedades Anónimas y de éstas 2113 tienen patrimonios por valor mayor o igual a \$7.000 millones de pesos. Esto equivale al 35.24% de las sociedades que

<sup>10</sup><http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/NoticiasDetalle?> Consultado 17 de marzo de 2014.

registraron información. El decreto 1019 de 2014, no contempla el monto mínimo para los emisores, ya que es un requisito de la BVC para la inscripción de los títulos valor en la misma BVC. Además de ello, si las Pymes se acogen al segundo mercado, en otras palabras que la oferta solo se emita a nivel institucional la inscripción de títulos para ser negociados será automática en el RNVE.

Barreras relacionadas con las utilidades: De acuerdo a lo establecido por la circular única de la Bolsa de Valores de Colombia, los emisores deben demostrar utilidades acumuladas por al menos un periodo de tres años. En el ejercicio actual se evidencia que de las 2113 Sociedades Anónimas que potencialmente podrían ingresar al mercado de valores al tener un patrimonio de al menos 7.000 millones de pesos, 1119 demuestran utilidades acumuladas. Esto equivale al 52% de las empresas. Este requisito no ha sido derogado por ningún decreto ni se encuentra a la fecha incluido en algún proyecto de ley. Lo anterior indica que la mitad de las Pymes potenciales a ingresar al mercado de capitales con la emisión de bonos, quedaría excluida de esa oportunidad ya que no cuentan con ese indicador financiero a su favor, este requisito limita su posibilidad de financiarse a través del mercado de capitales.

Acceso virtual de la empresa: De acuerdo a la Circular Única de la Bolsa de Valores de Colombia (2015) las empresas que se inscriban en la BVC debe contar con una página web en la cual se encuentre a disposición del público la información del emisor. Éste requisito se plantea como barrera debido a que en estudios realizados se evidencia que en Colombia, sólo el 36% de las pequeñas empresas tienen un sitio web propio frente al 75% de las medianas. Con relación al porcentaje de empresas pequeñas que usan su propio sitio web, Colombia frente a 9 países más de Latinoamérica, tiene el segundo valor más bajo. Esta proporción mejora con relación a los demás países para las empresas medianas donde Colombia ocupa el tercer lugar. Por lo anterior se determina que el requisito de acceso a información por parte del inversionista en la página web del emisor es una barrera importante sólo para las pequeñas empresas colombianas.

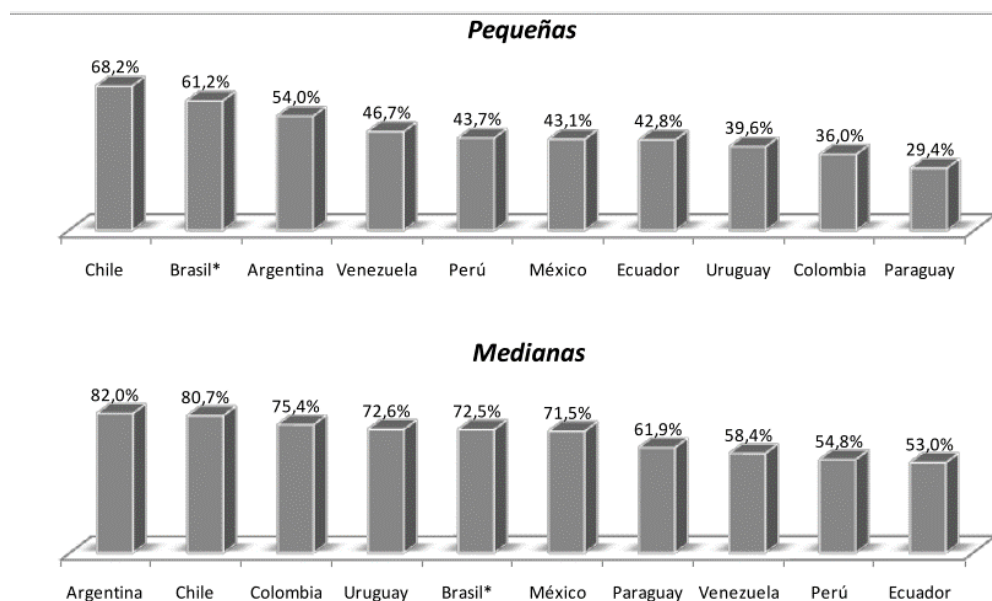


Figura 5. Porcentaje de Pymes colombianas que tienen sitio web

Fuente: Tomado de (Cohen Arazi & Baralla, 2012)

**Otras barreras:** Según el oficio del Ministerio de Hacienda y Crédito Público (2013), para las pymes es poco atractiva su inmersión en el segundo mercado debido a requisitos del sistema que consideran no están a su alcance ni financiero ni operativo. Ejemplo de estas otras barreras es la obligatoriedad de calificar los títulos de renta fija frente al mercado principal para ser comprados ante la SuperFinanciera. Entretanto no se implementen todas las condiciones para abrir el mercado de capitales plenamente a las Pymes en Colombia por medio del Decreto 1019 de 2014, se considera una barrera importante contrastado con lo expuesto anteriormente. El Ministerio de Hacienda busca mediante el decreto 1019 de 2014 que los títulos de renta fija del mercado principal se califiquen ante instancias expertas y que por el contrario el perfil de posible inversionista sea institucional y cuenta con las capacidades de analizar la oportunidad de inversión con la adquisición de los bonos por encima de la revisión de la calificación del título. Con la implementación del Decreto 1019 de 2014, se considera una nueva visión donde las Pymes entregarán su información

financiera directamente a sus inversionistas, mientras que el resto de emisores tienen que enviar esta información a la SuperFinanciera y al Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE). Según estudios realizados por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público de Colombia, la entrega de información financiera y los perfiles de los inversionistas son requisitos para la negociación en las bolsas de valores. Algunos ejemplos se describen a continuación.

#### a. Países asiáticos:

Clase de información a reportar	India	Tailandia	Malaysia
Información del Emisor respecto de la descripción del negocio del mismo.	Obligatoria	Obligatoria	Obligatoria
Partes involucradas en el proceso de emisión.	Obligatoria y debe incluir información respecto de Directores Financieros, Oficiales de cumplimiento, calificadoras de la emisión, auditores. No hay mención frente al underwriter o colocador de la emisión.	Obligatoria, Auditores, Instituciones financieras que tengan constante contacto con el emisor y asesores legales.	Obligatoria, incluyendo asesores principales, colocadores principales, asesores técnicos y financieros, underwriters, contadores, entre otros.
Inversionistas a los que va dirigido.	Se determina en condiciones de número de inv.(-50)	Inversionistas Calificados	Inversionistas Calificados
Composición Accionaria.	Obligatoria.	Obligatoria.	Obligatoria.
Detalles de la emisión. Tipo de valor, cantidad ofrecida, cupones, como serán pagados los intereses y el valor de la inversión (frecuencia) garantías.	Obligatorio.	Obligatorio.	Obligatorio.
Estados Financieros.	Obligatorios los últimos tres reportes anuales (auditados).	Obligatorios para el último periodo fiscal y último reporte anual.	Obligatorios los últimos estados auditados.
Calificación de la emisión.	Obligatorio obtenerla y divulgarla.	Obligatorio obtenerla y divulgarla.	Obligatorio obtenerla y divulgarla.
Restricciones en la negociación de los valores emitidos.	No existe.	Obligatoria.	Obligatoria.
Representación de los tenedores de bonos.	Obligatoria.	Obligatoria.	Obligatoria.

Clase de información a reportar	India	Tailandia	Malaysia
Eventos de incumplimiento. (Responsabilidad)	Obligatoria.	Obligatoria.	Obligatoria.
Factores de riesgo.	No requerido.	Obligatorio solo para propósitos de titularización.	No obligatorio.
Eliminación de comisiones y gastos relacionados con la emisión.	No obligatoria.	No obligatoria.	Obligatoria.
Eventos relevantes, desarrollos, cambios que afecten la posición financiera del emisor o su calidad crediticia.	Obligatoria.	No obligatoria.	No obligatoria.
Indicación si los valores serán listados y en que bolsa o sistema.	Obligatorio.	No obligatoria.	Obligatorio.

*Tabla 5 Clase de información a reportar por parte de los emisores de títulos de renta fija en países asiáticos*

*Fuente: Adaptado del oficio 2013 del Ministerio de Hacienda y Crédito Público*

## **b. Estados Unidos y Unión Europea.**

Clase de información a reportar	Estados Unidos	Unión Europea
Información del Emisor respecto de la descripción del negocio del mismo.	No es Obligatoria	No es obligatoria a menos que los valores vayan ser listados en un mercado regulado.
Partes involucradas en el proceso de emisión.	N/A	N/A
Inversionistas a los que va dirigido.	Inversionistas calificados.	Inversionistas Calificados que en cantidad sean menos de 150 inversionistas.
Calificación de la emisión.	No es obligatoria.	No es obligatoria.
Restricciones en la negociación de los valores emitidos.	Obligatoria.	Obligatoria.
Provisiones antifraude.	Obligatoria.	Obligatoria.
Indicación si los valores serán listados y en que bolsa o sistema.	N/A	Se pueden listar con requerimientos de información menos estrictos.

*Tabla 6 Clase de información a reportar por parte de los emisores de títulos de renta fija en USA y la Unión Europea*

*Fuente: Adaptado del oficio 2013 del Ministerio de Hacienda y Crédito Público*

**c. Brasil, Chile y Perú.**

<b>Clase de información a reportar</b>	<b>Brasil</b>	<b>Chile</b>	<b>Perú</b>
Remisión de cualquier clase de información del Emisor.	Obligatoria	Obligatoria	Obligatoria Sector Minero.
Inversionistas a los que va dirigido.	Se determina que deben ser inversionistas calificados y máximo 20 inv.	Inversionistas Calificados	Inversionistas Calificados-Retail
Detalles de la emisión. Tipo de valor, cantidad ofrecida, cupones, como serán pagados los intereses y el valor de la inversión (frecuencia) garantías.	Obligatorio: Breve resumen de la oferta.	Obligatorio un prospecto simplificado.	Obligatorio.
Calificación de la emisión.	No obligatoria.	Obligatorio para inversionistas institucionales.	
Requerimientos de divulgación de información continua.	No requerida.	Mismos requerimientos que para una oferta pública.	
Restricciones en la negociación de los valores emitidos.	Obligatoria solamente para inversionistas institucionales.	Obligatoria solamente para inversionistas institucionales.	
Indicación si los valores serán listados y en que bolsa o sistema.	Posible si se cumplen con los requisitos de divulgación de una oferta pública.	Posible si se cumplen con los requisitos de divulgación de una oferta pública.	

*Tabla 7 Clase de información a reportar por parte de los emisores de títulos de renta fija en Brasil, Chile y Perú*

*Fuente: Adaptado del oficios 2013 del Ministerio de Hacienda y Crédito Público*

Los cambios que conlleva el Decreto 1019 de 2014 pretenden que Colombia mejore posiciones en el conjunto de países que conforman el Mercado Integrado Latinoamericano (MILA) ya que tan solo cuenta con 77 emisores mientras que Perú cuenta con 281 y Chile con 227. La implementación de este nuevo esquema beneficiará a las Pymes principalmente en su forma de financiación que tradicionalmente se ha basado en créditos bancarios o microcréditos con el sector financiero en el cual pagan tasas de interés bancario corriente de cerca del 19% y 40% en microcréditos según asegura Rosmery Quintero, presidente de la Asociación Colombiana de Medianas y Pequeñas Industrias (ACOPI). Ahora pasan a financiarse por medio de la emisión de oferta pública sujetándose a la tasa inflacionaria del país que puede oscilar alrededor del 3.6%.

Lo anterior indica, que es más beneficioso para las Pymes financiarse por medio del mercado de capitales que por el sistema financiero tradicional. Ésta proposición se plantea en la hipótesis 2.

Hipótesis 2	Variable	Dimensión	Indicador	Unidad
El mecanismo de financiación actual de las Pymes es más costoso a través del sector financiero que a través del mercado de capitales.	Mecanismo de financiación actual	Composición actual de los pasivos de las Pymes	Corto plazo, Largo plazo, Proveedores, Tasas de interés	Tiempo, tasas %, descuentos
	Costos de emisión para el acceso al mercado de capitales	Tasas y Valores de inscripción y sostenimiento de la pyme en la bolsa	DECEVAL BVC SuperFinanciera	Precios de inscripción y sostenimiento

*Tabla 8 Operacionalización de las variables Hipótesis 2*

*Fuente: Elaboración autores*

Para verificar la hipótesis anterior, se desarrolló un ejercicio comparativo de financiación por medio del sistema financiero tradicional (bancos) y la emisión de bonos en la BVC descrito en el siguiente numeral.

#### 4.4 Comparación de los costos de financiación de las pymes en el sistema financiero tradicional frente a la financiación en el segundo mercado

De acuerdo a Guía del mercado de valores de la BVC el monto mínimo de la emisión debe ser de por lo menos 2000 salarios mínimos legales vigentes (Fradique Méndez & Brigard & Urrutia Abogados, 2014). Por lo anterior se tiene que el monto a financiar en el ejercicio es de 1.288.700.000 de pesos.

En el primer caso, financiación a través del sistema financiero tradicional, los costos asociados a la financiación son los intereses más los gastos notariales y de hipoteca.

Monto a solicitar	\$ 1.288.700.000
Tipo de crédito	Ordinaria
Tiempo en meses	60
Amortización	Anual
Periodos de gracia	4 años
Tasa anual mes vencido	8%* (valor mínimo posible en el mercado. No incluye la tasa de redescuento de los bancos intermediarios)

Tabla 9 Parámetros del crédito bancario

Fuente: Elaboración propia basado en información del Grupo Bancolombia

Número de cuota	Cuota	Abono interés	Abono capital
1	\$ 106.961.464	\$ 106.961.464	\$ 0
2	\$ 106.961.464	\$ 106.961.464	\$ 0
3	\$ 106.961.464	\$ 106.961.464	\$ 0
4	\$ 106.961.464	\$ 106.961.464	\$ 0
5	\$ 1.395.661.464	\$ 106.961.464	\$ 1.288.700.000
	Total	\$ 534.807.320	\$ 1.288.700.000

Tabla 10 Amortización crédito

Fuente: Elaboración propia basada en información del Grupo Bancolombia

Se simula un comportamiento como el de la emisión de bonos, donde se pagan intereses anuales y al finalizar el tiempo del crédito (o la emisión) se cancela el total del capital financiado. El total de los intereses en estas condiciones es de \$ 534.807.320. Adicional a éste valor, se deben costear los gastos de notariado e hipoteca los cuales se calcularon en la Notaría 6<sup>ta</sup> de Bucaramanga según se puede verificar en el ANEXO 4.

Para el valor solicitado		
1.288.700.000		
Derechos Notariales:		
Derechos Notariales - Hipoteca		\$ 3.882.379
Hojas de la Escritura		\$ 24.800
Copias de Escritura		\$ 77.500
Fotocopias Autenticadas		\$ 16.720
Representación Legal		\$ 2.000
	Subtotal	\$ 4.003.399
Cuentas de Orden:		
Superintendencia de Notariado		\$ 21.250
Fondo Nacional de notariado		\$ 21.250
IVA		\$ 640.544
	Subtotal	\$ 683.044
Otros gastos		
Boleta Fiscal		\$ 19.865.157
Registro		\$ 6.443.500
	Subtotal	\$ 26.308.657
	Costo Total	\$ 30.995.100

Total intereses	\$ 534.807.320
Costos notariales	\$ 30.995.100
<b>Total costo financiación</b>	<b>\$ 565.802.420</b>

Tabla 11 El total del costo de la financiación por el sistema financiero tradicional es:

Ahora bien, los costos de financiación por medio del mercado de capitales de emisiones equivalentes a los 2000 SMMLV que equivale a 1.288.700.000 pesos, corresponden a los montos de la DECEVAL y la BVC. Teniendo en cuenta que el decreto 1019 de 2014 no obligará a las Pymes a calificar el riesgo de la emisión, se omiten en el ejercicio los costos de las calificadoras. Suponemos una empresa con un patrimonio de 7000 millones de pesos y una emisión de bonos a 5 años.

	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	TOTAL
<b>1. Bolsa de Valores de Colombia (BVC). Fuente: Artículo 6.7.4 de la Circular Única BVC</b>							
<b>1.1. Inscripción BVC</b>	760.333						<b>760.333</b>
<b>1.2. Sostenimiento BVC</b>		377.589	377.589	377.589	377.589		<b>1.510.356</b>
<b>2. Banca de Inversión (Agente Estructurador)</b>	8.000.000						<b>8.000.000</b>
<b>3. Asesor Legal</b>	8.000.000						<b>8.000.000</b>
<b>4. Superintendencia Financiera de Colombia (SFC). Fuente: Resolución 1245 de 2006</b>							<b>-</b>
<b>4.1. Inscripción en el RNVE</b>	193.305.000						<b>193.305.000</b>
<b>4.2. Derechos para realizar oferta pública</b>	3.866.100						<b>3.866.100</b>
<b>4.3. Cuota Anual RNVE</b>		3.866.100	4.040.075	4.221.878	4.411.862		<b>16.539.915</b>
<b>5. Depósito Centralizado de Valores (DECEVAL)</b>	244.853	252.199	252.199	252.199	252.199		<b>1.253.649</b>
<b>6. Colocación y adjudicación</b>							<b>-</b>
Subtotal Colocadores	1.288.700						<b>1.288.700</b>
Adjudicación y anotación en cuenta	12.000.000						<b>12.000.000</b>

	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	TOTAL
<b>BVC</b>							
<b>7. Publicaciones y Gastos Mercadeo</b>	5.000.000						<b>5.000.000</b>
<b>8. Revisoría Fiscal</b>	6.000.000						<b>6.000.000</b>
<b>9. Representante Legal de los Tenedores de Títulos Porcentaje sobre el saldo en circulación 0,02%</b>	257.740	257.740	257.740	257.740	257.740		<b>1.288.700</b>
<b>10. Calificación de riesgo</b>	NA						-
<b>Flujo de caja</b>							
Monto de la emisión	1.288.700.000						1.288.700.000
Redención						1.288.700.000	1.288.700.000
Pago de intereses		51.548.000	51.548.000	51.548.000	51.548.000	51.548.000	<b>257.740.000</b>
<b>Total flujo de caja</b>	1.049.977.274	-56.301.628	-56.475.602	-56.657.406	-56.847.390	-1.340.248.000	-516.552.752
<b>Total flujo servicio de la deuda</b>	1.288.700.000	-51.548.000	-51.548.000	-51.548.000	-51.548.000	-1.340.248.000	-257.740.000
<b>Costo de la emisión (TIR%)</b>	9,10%						
<b>Costo servicio deuda (TIR%)</b>	4,00%						

Tabla 12 Simulación emisión de bonos en la BVC

Fuente: Autores

El total del costo de la emisión incluyendo pago de intereses, sostenimiento, inscripciones en SuperFinanciera, DECEVAL y BVC es de:

Inscripción	\$ 760.333
Sostenimiento	\$ 1.510.365
Agente estructurador	\$ 8.000.000
Asesor Legal	\$ 8.000.000
Pago intereses	\$ 257.740.000
Otros costos	\$ 240.542.064
<b>TOTAL</b>	<b>\$ 516.552.762</b>

Tabla 13 Resumen costo de emisión de bonos en la BVC

Fuente: Autores

Con lo anterior se cumple que el costo de financiación por medio del sistema financiero tradicional es más costoso que por medio del mercado de capitales. En un mismo horizonte de tiempo de 5 años e igual valor de financiación equivalente a 2000 SMMLV, la financiación por el sistema tradicional es de 565 millones de pesos, frente a 516 millones de pesos aproximadamente. Se cumple la Hipótesis 2.

#### ***4.5 Barreras normativas y culturales para que las pymes ingresen al segundo mercado***

El desarrollo del análisis de los métodos de financiación actual de las Pymes planteado en el objetivo específico 1, se verificó el cumplimiento de la hipótesis 3:

Hipótesis 3	Variable	Dimensión	Indicador	Unidad
Existen barreras normativas, culturales y económicas que impiden el fácil acceso de las Pymes al mercado de capitales.	Barreras culturales	Temor a perder el control de la empresa.	Número de socios y su participación	#
		Desconfianza por hacer públicos los estados financieros de la empresa	Empresas familiares	#
		Desconocimiento de los beneficios de acceder al mercado de capitales	Capacitación	#

*Tabla 14 Operacionalización de las variables Hipótesis 3*

*Fuente: Autores*

Cómo se ha mencionado, la creación de un segundo mercado para las Pymes en Colombia se soporta principalmente en la necesidad que tengan la oportunidad de acceder a recursos del público inversionista sin tener que sobrellevar todos los requisitos que el mercado principal exige a un emisor de valores. Ahora bien, al examinar cuáles son las características de las Pymes colombianas, encontramos que gran proporción de ellas son empresas familiares lo cual genera una dinámica organizativa distinta y la cultura dentro de

la empresa eventualmente puede cambiar en comparación con una sociedad cuyos accionistas no tengan vínculos de consanguinidad.

Se han desarrollado múltiples investigaciones sobre las barreras y las posibles soluciones y tratamientos para las situaciones problemáticas que impiden el crecimiento organizativo en las Pymes, destacándose de manera general que:

- Existe un desconocimiento por parte de las Pymes sobre el acceso al mercado de valores mediante la oferta pública de títulos de renta fija que se realiza principalmente mediante la emisión de bonos, papeles comerciales y valores emitidos como resultado de procesos de titularización. La emisión de deuda representa una excelente alternativa para financiar diversos proyectos, contrayendo obligaciones financieras directamente con los inversionistas y obteniendo ventajas en términos de plazos, tasas de interés y tipos de amortización (Bolsa de Valores de Colombia, 2014).
- Ausencia de planificación del relevo generacional y la baja capacitación del recurso humano familiar (Pautt, 2004). Para lograr apropiados índices de competitividad, garantizar la permanencia en el mercado y contribuir a prolongar el ciclo de vida de las organizaciones, resulta necesario que las familias propietarias generen consensos de manejo sobre aspectos fundamentales de la vida del negocio; como son una cultura de formalidad, transparencia, confianza y solidaridad, que lleven a acuerdos que deben enmarcarse dentro de una nueva cultura (Pautt, 2004).
- Para las pymes familiares, la estructura financiera está soportada especialmente en el capital de los accionistas y en las utilidades, que son reinvertidas en el negocio, así mismo, adquieren pasivos corrientes y no corrientes que posteriormente invierten en la materia prima.
- Las Pymes de familia tienden a presentar un elevado capital de deuda, especialmente cuando se está en etapa de crecimiento o cuando se inicia un proyecto que requiera capital de trabajo (Posada Tique, 2008).

Según el estudio realizado por Posada Tique, las Pymes y en especial las de tipo familiar ven en la financiación alternativa dificultades generadas principalmente por su cultura organizativa y por la desinformación. Las barreras culturales principales son:

- Temor a perder la esencia de familia dentro de la organización.
- Negación a aceptar nuevos socios, externos a la familia.
- Temor a utilizar nuevas formas de financiación.
- Dificultad en la implantación de prácticas de gobierno corporativo

Sobre el último punto cabe resaltar que la gran mayoría de las empresas familiares se conduce a través de decisiones en ocasiones, unilaterales, es decir, tomadas por los dueños y directores, quienes son familiares. En estas condiciones no es de sorprender que la estructura de Gobierno Corporativo sea precaria y muestren resistencia en contar con consejeros independientes, quienes les den puntos de vista objetivos y orientación sobre como conducir los mecanismos de control interno, políticas de riesgos, remuneraciones, planes de sucesión, el propio consejo de administración, etc.

De acuerdo a la experiencia a través de diversos foros o encuentros empresariales documentados en el diagnóstico general sobre la problemática en el mercado primario de capitales en México (México, 2014), se observa que existen percepciones distorsionadas en los dueños de las empresas y que existen mitos o estereotipos equivocados en torno a la inmersión en el mercado de capitales. Algunas de las principales menciones de los empresarios son:

- El financiamiento bursátil es inaccesible o lo es sólo para grandes corporaciones.
- Es muy costoso.
- Se solicita demasiada información.
- Es complejo, ya que el gobierno corporativo es muy difícil, caro y complicado de instrumentar...

Pero el mito por excelencia que resulta verdaderamente preocupante para el empresario es el riesgo de perder el control de la empresa y muchos directivos tienen una reacción casi automática ante la posibilidad de evaluar el financiamiento bursátil que lo ligan a una pérdida del control de la organización.

#### *4.6. Experiencias exitosas de países que han logrado la profundización del mercado de capitales a partir de la inclusión de las pymes en este segmento.*

En este capítulo se describen los hallazgos del desarrollo del objetivo específico 2: Examinar experiencias exitosas de países que han logrado la profundización del mercado de capitales a partir de la inclusión de las Pymes en este segmento.

Tal como se ha descrito en diferentes apartados del documento, la participación de las Pymes en el mercado de capitales es una opción certera para solucionar y mejorar sus problemas de financiación ya que facilita el acceso a recursos a largo plazo y a tasas menores comparada con el sistema financiero tradicional. Alison Harwood del Banco Mundial detalló durante la 53 Asamblea General del World Federation of Exchanges que como no se han visto muchos casos de éxito de pymes que hayan cotizado en la Bolsa, no se cuenta con reglas específicas que fortalezcan su crecimiento; sin embargo, están “en el punto de hablar con diferentes bolsas pymes para aprender de ellas, saber si se tienen consejeros para reducir la brecha entre la información que se publica y los inversores, si se cuentan con incentivos fiscales para reducir las tarifas y para saber cómo hacer que esto funcione en mercados emergentes”.

Se revisaron las experiencias de 11 países, 3 de Norte América, 3 Europeos y 5 de Sur América, basados en los estudios realizados por Cassio Rabello de la ABDI, Bruno Caldas Aranha de BNDES, Cristiana Pereira, Edna Holanda, Helen Yao, Lucy Pamboukdjian, Renato Issatugo y Sérgio Gullo de BM&FBOVESPA, Paula Sarno de

CVMy Wang Jiang Horng de FINEP. A continuación se describe el estado de inclusión de las Pymes para cada uno:

### **El Segundo Mercado en América:**

- **Canadá:** Con relación a la Pymes en este país cuentan con un mercado de riesgo específico que promueve el fortalecimiento de las empresas junior o principiantes y en el cual cotizan cerca de 3700 empresas. De esas empresas, 2800 tienen un mercado de capital menor a los 100 millones de dólares. Según Tom Kloet CEO de TMX Group, uno de los puntos clave para lograr este mercado definido es que en Canadá cuentan con una estructura reguladora proporcional que reconoce que los criterios de cotización para pymes pueden ser ligeramente distintos a los de alguien que ya está en mercados maduros.

El mercado alternativo canadiense se conoce como Toronto Stock Exchange Venture (TSXV) el cual fue creado en 1997 y cotizan 2.277 empresas. Por otra parte el mercado principal es el Toronto Stock Exchange (TSX) que fue creado en el año 1861 y en el que cotizan 1.577 empresas. El mercado alternativo TSXV está dominado por empresas muy pequeñas (startups y greenfield) y se evidencia que el 53% de las empresas cotizadas tienen una capitalización de mercado inferior a US\$5 MM. Cabe resaltar el TSXV tiene una concentración sectorial en empresas greenfield de minería y de petróleo y gas, y además de ello la presencia de inversores personas físicas es muy fuerte frente a la presencia de inversores institucionales.

En Canadá los mercados principal y alternativo adoptan reglas cualitativas sectoriales para la admisión de empresas. Estas reglas pueden variar según el sector económico en que las empresas se enmarcan, sus recursos financieros, el capital circulante o el plan de negocios. No obstante lo anterior, en el mercado principal estas reglas son más rígidas en comparación con el mercado alternativo; también se evidencia que el mercado principal exige una capitalización mínima, mientras el TSXV no y además el mercado

principal requiere una base mínima de accionistas y de acciones emitidas en mayor número que las exigidas por las reglas de la TSXV.

Una de las barreras identificadas en ésta investigación estaba relacionada con la aversión a revelar información financiera (*disclosure*) y el gobierno corporativo. En Canadá para ambos mercados es necesaria la implementación de normas de transparencia y gobierno. Sin embargo para el mercado alternativo que se centra más en las empresas muy pequeñas o *startups* se deben hacer trámites especiales como por ejemplo: el diligenciamiento de un Formulario Anual de Informaciones, una auditoría en los Estados Financieros trimestrales, así mismo se concede un plazo mayor para la entrega de los Estados Financieros anuales y trimestrales, se exige sólo un formulario simplificado que contiene toda la información sobre gobierno corporativo y restringe la información al mercado a transacciones muy relevantes.

En la TSXV se permite la emisión de acciones preferenciales (con diferentes derechos), pero los emisores en general se limitan a emitir acciones ordinarias sin que esto afecte los costos asociados a la emisión que en promedio para ofertas entre US\$500 mil y US\$3MM pueden tener valores entre US\$25 mil y US\$140 mil es decir cerca del 7,22% en promedio.

A pesar que el costo fijo parece no ser una barrera en algunos mercados, puede ser importante si el emisor no está seguro de la captación: son costos que hay que pagar incluso en la eventualidad de que la oferta no funcione. En este escenario, los valores posiblemente serian importantes, especialmente en el caso de las PYMES, cuyo flujo de caja no puede soportar el pago adicional de estos gastos. En la TSXV se tomaron algunas medidas que incluyen la creación de acuerdos con los asesores/consultores, basado en el éxito de la operación, lo que mitigaría un poco la situación adversa, si la oferta falla. En otros casos, parte del costo fijo se paga con warrants y acciones.

- **Estados Unidos:** En el año 1840 se crea una Bolsa de Valores para las empresas que no podían cotizar en el *New York Stock Exchange* (NYSE), denominado *Outdoor Curb Market*. Este Segundo Mercado destinado al financiamiento de las pymes, se creó con la finalidad de evitar los exigentes requisitos para admisión de títulos valores ante el NYSE. En el año 1953, pasa a denominarse American Stock Exchange (AMEX) y ocupa actualmente el segundo lugar en importancia (después del NYSE). Este mercado, principalmente, concentra acciones de empresas de tamaño mediano (Aranda, Martínez, & Corona, 1989) que pueden acceder de acuerdo a su patrón de crecimiento, la naturaleza del negocio, las perspectivas financieras futuras y la implementación de modelos de gobierno corporativo. El AMEX es un mercado híbrido, que ofrece una amplia difusión de los índices, y acciones, cuenta con más de 1900 tipos de opciones para los inversionistas, el volumen promedio diario es de 800.000 contratos, es el tercer mayor mercado de los Estados Unidos en términos de volumen en negocios, y maneja aproximadamente el 10% de todos los valores negociados en los EE.UU.<sup>11</sup>. Existen otras formas que tienen las Pymes para acceder al mercado bursátil de los EE.UU. y son los Russell 2000 este mide el comportamiento de las dos mil compañías que siguen en nivel de capitalización después de las grandes. Este indicador es representativo en las llamadas acciones pequeñas (Small-Cap). La mayor compañía incluida en este índice tiene una capitalización aproximada de \$1.000 millones<sup>12</sup>.

Los Segundos Mercados más desarrollados del mundo, son los mercados *Over The Counter Market* (OTC), los cuales son mercados libres que no están oficialmente regulados, ni poseen una ubicación física concreta y donde se negocian valores financieros directamente entre sus participantes. El principal mercado OTC en el mundo es el *National Association Securities Dealers Automates Quotation* (NAS-DAQ) creado en febrero de 1971, el cual financia tanto a las grandes empresas (Primer Mercado) como a las pymes (Segundo Mercado) (Ramírez, 2013).

---

<sup>11</sup> <http://www.stocks-for-beginners.com/amex-stock-exchange.html>

<sup>12</sup> <http://www.invertironline.com/Aprender/Nivel1/N1IndicesAcci.asp>

- **Brasil:** En Brasil desde el año 1996 se han desarrollado acciones para establecer el segundo mercado en miras de permitir a las pymes negociar sus valores. Inicialmente se creó la Sociedad Operadora de Mercados de Activos (SOMA) creado por las bolsas de Rio de Janeiro y de Paraná (Portugal N, 2005), que operaba mediante entidades gestoras o Market Makers<sup>13</sup>. Este mercado fue exitoso y en tan sólo 5 meses de inicio ya tenía 170 socios, 50 creadores de mercado y 16 empresas listadas a cotizar con operaciones de 5 millones de reales (Fagua, 1998). En la actualidad el mercado balcón está regulado por la CVM (Comisión de Valores Mobiliarios) para crear un ambiente informatizado y transparente en el registro de las operaciones de menor riesgo y con mayor información para los inversionistas (Comisión Nacional del Mercado de Valores de España, 2009).

Cabe resaltar que a mediados del año 2000 se creó en Brasil el Novo Mercado el cual es un segmento destinado a la negociación de acciones que emiten empresas que se comprometen voluntariamente a la implantación de estándares altos en materia de buen gobierno corporativo adicionales a las exigidas por la legislación) (Bovespa Brasil, 2008). Pueden participar en este nuevo mercado emisores en disposición de firmar con la bolsa contratos por los que se comprometen a mantener buen gobierno según las especificaciones que da el reglamento respectivo. A julio de 2008, de 165 compañías listadas en BOVESPA el 37% pertenecían al *Novo Mercado*, las que representaban el 62% de la capitalización bursátil y el 66% del volumen negociado (Bovespa, 2008). En febrero de 2008 fue inaugurado dentro del *Novo Mercado* un nuevo segmento destinado a lograr un acceso gradual al mercado de valores de nuevos emisores de valores, mediante el sistema de ofertas públicas iniciales IPOS<sup>14</sup>.

Como tal, Brasil aún no tiene un mercado desarrollado y maduro para pymes. Según Eduardo Refinetti, Chief Product e Investor Relations Officer de BM&FBOVESPA en 2005 se lanzó un mercado de acceso y desde entonces se tuvieron seis compañías que

---

<sup>13</sup> Los Market Makers son entidades gestoras que se caracterizan por el compromiso de cotizar continuamente en el mercado de precio de oferta y demanda respecto del valor o valores para los que hace Market-Makers, y está dispuesto a comprar o vender esos valores a los precios que publica

<sup>14</sup> IPO significa Initial Public Offering, es la primera venta de acciones de una empresa privada al público. Generalmente las empresas más jóvenes y pequeñas que están buscando capital para expandirse, hacen una oferta pública en la bolsa de valores y venden al público en general las primeras acciones de la compañía

cotizaban en el segmento, demostrando ello que aún están en el principio, de las seis compañías tres comenzaron a cotizar en la Bolsa<sup>15</sup>. A éste segundo mercado se le conoce como mercado balcón y se destaca porque predominan instrumentos de renta fija que buscan tener un precio justo, con bajos costos de financiación, y transparencia en la formación de los precios. Luego de ello, se creó en Brasil el Bovespa MAIS, un nuevo segmento relacionado con las Pymes que funciona de forma similar al Novo Mercado.

- **Argentina:** Si bien no tiene propiamente un segundo mercado constituido, se han creado alternativas para el acceso de Pymes al mercado de capitales. Argentina es pionera en este tema debido a que a partir de la crisis del 2001 la Bolsa creó el Departamento Pyme para simplificar el acceso al mercado de valores, obteniendo éxito a través de su modelo de la “escalera” donde llevan a la empresa desde el instrumento más sencillo hasta el más sofisticado (Correa González & García Montealegre, 2014) además de lo anterior la Bolsa de Comercio de Buenos Aires realizó un acuerdo con el Centro de Estudios de la Pequeña y Mediana Empresa (CEPYME) para ayudar a las Pymes que tienen dificultades por los plazos para colocar obligaciones negociables. Según Lerner (2005) el ejemplo de Bolsa más destacado en América Latina dedicada a financiar a las pymes es el de Argentina, con su Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA). Esta Bolsa funciona desde el año 2003 y mantiene un departamento especializado en asesoría y atención técnica, personalizada y gratuita para las pymes. Como particularidad, el departamento busca a las pymes (y no las pymes a éste como ocurre en micro finanzas) para asesorarlas hasta que decidan entregar formalmente sus papeles en la mesa de entrada de la BCBA (Ramírez, 2013). Según el decreto del Poder Ejecutivo, las Pymes pueden emitir acciones y obligaciones negociables bajo un régimen simplificado de oferta pública y cotización, previo registro en la Comisión Nacional de Valores (CNV).

El monto máximo en circulación para las emisiones de obligaciones negociables es de 570 mil USD aproximadamente por empresa. Los inversores no pueden suscribir o comprar títulos de una emisora comprendida en el régimen especial de Pymes por valores

---

<sup>15</sup> <http://eleconomista.com.mx/mercados-estadisticas/2013/10/30/mercado-valores-inmaduro-pymes>

nominales inferiores a 570 USD. Deben ser colocadas y negociadas en el ámbito de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires con mercados de valores adheridos, o de otros mercados autorregulados autorizados por la CNV. El caso argentino, tiene la peculiaridad que al igual que los emisores, los compradores también deben ser calificados esto quiere decir que el inversor que quiera adquirir estos papeles debe tener algunas características que demuestren que ya realizó negocios en la Bolsa (Carvajal & Mora, 2012).

- **Chile:** El mercado de valores en Chile tuvo sus inicios en el año 1880, llevándose a cabo las primeras actividades de corretaje, debido a que en ese tiempo había abundancia de dinero, negocios, compañías de seguros, bancos y colonias extranjeras. Doce años después en 1892, un grupo de comisionistas crean el salón de corredores, el cual luego se transformó en la Bolsa de Valores de Valparaíso, que fue constituida en 1898 con un capital de 96 USD y posteriormente en 1905 se transformó en Bolsa de Corredores de Valparaíso Sociedad Anónima (Macarlupo Cajas, 2014).

En 1893 se fundó otra bolsa chilena, denominada Bolsa de Comercio de Santiago con un capital de 80 USD, la mayoría de sociedades que negociaban en bolsa en esa época eran del sector minero. Años más tarde en 1989 se creó la Bolsa Electrónica de Chile, que se transformó en la primera institución de Latinoamérica en implementar un sistema electrónico de transacciones en tiempo real. Desde el año 1989 en mercado bursátil chileno operan las tres bolsas de valores anteriormente mencionadas, siendo la Bolsa de Valparaíso la más antigua. En la actualidad el mercado de valores chileno también pertenece al Mercado Integrado Latinoamericano (MILA), mediante el cual se está desarrollando con mayor rapidez, y a su vez a la Federación Iberoamericana de Bolsas.

El indicador de profundización financiera que relaciona la cartera total del sector bancario como porcentaje del PIB en Chile alcanza el 90.2% (Rodríguez Valero, 2014). No obstante no cuenta con un segundo mercado propiamente desarrollado. Desde el año 2010 el gobierno dispuso nuevas reformas al mercado de capitales que busca alcanzar mayores

grados de liquidez, mejorar los estándares de seguridad en las transacciones, aumentar los niveles de transparencia y lograr la integración financiera incorporando a las Pymes <sup>16</sup>.

- **Bolivia:** Hace 7 años las Pymes bolivianas comenzaron a participar en el mercado de capitales a través de la Bolsa Boliviana de Valores (BBV) por medio de un mecanismo centralizado denominado Mesa de Negociación que fue creado por el Gobierno con el objeto fundamental de desarrollar un mercado de valores organizado. Durante el primer año las operaciones llegaron a 300 mil dólares y cinco años más tarde alcanzaron los tres millones de dólares<sup>17</sup>.

En Bolivia, para financiar las Pymes en el mercado de capitales se implementaron pagarés. Ésta modalidad debe cumplir por lo establecido en la Metodología de Estratificación Pyme para el Mercado de Valores<sup>18</sup> además las Pymes deben tener autorizado un margen de endeudamiento que podrá ser hasta cuatro veces el EBITDA de la empresa y mantener 1.2 veces la razón entre su EBITDA y los gastos financieros.

- **Perú:** Actualmente procura ayudar a las pequeñas para tener una economía sólida y estable a futuro (Barboza, 2013) siendo de gran expectativa para de la Bolsa de Valores de Lima (BVL) y a su vez las Pymes están interesadas por iniciarse en el mercado de valores principalmente porque son conscientes de la oportunidad de financiación que ello significa, esto a su vez evidencia que las Pymes carecen de un proceso de madurez interno para reconocer otras oportunidades que la inmersión en el mercado de capitales puede ofrecerles como una herramienta para tener más eficiencia <sup>19</sup>.

Perú ha logrado el desarrollo de mercados paralelos por medio del segmento de capital de riesgo de la BVL. Este segmento está constituido por empresas mineras denominadas junior - el 38% de las empresas mineras con actividades en Perú que cotizan en esta bolsa

---

<sup>16</sup> <http://www.diariopyme.com/2010/05/mercado-de-capitales-la-evolucion-de-la-politica-financiera-chilena/>

<sup>17</sup> Consultado en: <http://www.hoybolivia.com/Noticia.php?IdEdicion=532&IdSeccion=3&IdNoticia=21860>

<sup>18</sup> Consultado en: <http://www.bbv.com.bo/pymes.pymes2.asp>

<sup>19</sup> Consultado en: <http://www.expreso.com.pe/noticia/2011/06/04/pymes-deben-madurar-para-ingresar-la-bvl>

son las empresas junior del segmento de capital de riesgo (Blanco Barón, 2008) a las que se otorga una opción de obtener financiamiento a través del mercado de valores, así como se da a los inversionistas la oportunidad de obtener rentabilidades más altas que las que obtendrían en el resto del mercado. Estos emisores cumplen con una regulación especial para la emisión de acciones en mercado primario contenida en Reglamento de emisión de acciones con derecho a voto de empresas junior emitido por la Bolsa de Lima<sup>20</sup>.

- **México:** En el año 2006 se dispuso la Ley del mercado de valores como mercado alternativo y que se conoce internacionalmente como *Over The Counter* regulado para las Pymes y dirigido para los inversionistas institucionales y calificados<sup>21</sup>. El mercado alternativo tiene como objeto ofrecer a las empresas una nueva opción para capitalizarse. El proceso de operación es en primera instancia Cara a Cara y su promoción es a través de la página web. Al momento de realizar la operación entre el emisor y el inversionista, se requiere el apoyo de un especialista<sup>22</sup>.

### **El Segundo Mercado en Europa**

El Segundo Mercado ha sido difícil de implementar en Europa y podría considerarse que la principal causa de su fracaso es la falta de transparencia y escasa liquidez que caracteriza a las empresas de poca capitalización. Las pymes se enfrentan a la competencia de las grandes empresas, las cuales son más atractivas para los inversionistas.

**España:** Existe un segundo mercado denominado Mercado Alternativo Bursátil (MAB) Creado y en el año 2008 bajo un sistema multilateral de negociación que fue autorizado por el gobierno y regulado por lo previsto en el art. 31.4 de la Ley española del Mercado de Valores (Carro Meana & Veloso Pereira, 2010). El sistema español es denominado Mercado Alternativo Bursátil – MAB y se especializa en empresas en expansión, mediante el mismo se permite a las PYMES el acceso a los mercados de capitales obteniendo así financiamiento, visibilidad y liquidez a un menor costo que el mercado tradicional de Bolsa

---

<sup>20</sup> <http://www.bvl.com.pe/scr/inicio.htm>

<sup>21</sup> <http://fox.presidencia.gob.mx/buenasnoticias/?contenido=27744&pagina=18>

<sup>22</sup> <http://acciones.infobolsa.es/tag/mercado+para+pymes.html>

de Valores y a su vez constituye una alternativa de desinversión para el capital riesgo (García Stuyck, 2010). Cuenta con cerca de 25 empresas cotizadas. Frente al mercado principal el MAB no exige a las empresas el histórico de rentabilidad. El caso español tiene la particularidad que algunos incentivos regionales que se refieren a los recursos disponibles para las empresas con el objetivo de cubrir los costos involucrados en el proceso de preparación de la oferta. (BM&F Bovespa, BNDES, ABDI, CVM, & FINEP, 2013).

Para hacer frente a la reducida liquidez en el mercado secundario, los inversionistas cuentan con alternativas como el *market maker* obligatorio que como se mencionó anteriormente son especialistas o gestores del mercado.

Martínez (2001) menciona otras causas del escaso desarrollo de los Segundos Mercados en España y que deben ser consideradas para evitar el fracaso en la implementación del mercado bursátil para pymes, haciendo especial énfasis en que el Segundo Mercado indicado es para las medianas empresas y no para las pequeñas, pues estas últimas carecen de estructura administrativa y contable adecuada.

Se evidencia en los estudios de Martínez que tal como se evidenció en las Hipótesis 1 y 3, en España también existen barreras para la inmersión de Pymes en el segundo mercado:

- Los propietarios sienten aversión al Segundo Mercado por miedo a perder el control de la empresa
- Las empresas se resisten a proporcionar información financiera
- El tratamiento fiscal es poco incentivador
- Ha sido escasa la divulgación sobre el Segundo Mercado, los requisitos de admisión y los instrumentos financieros bursátiles
- Los Segundos Mercados son excesivamente reglamentistas Existe temor de las empresas a sufrir una Oferta Pública de Adquisición (OPA)
- El empresario valora negativamente asociarse con desconocidos

- Las empresas no perciben como atractivo incorporarse en la Bolsa y tienen como fuente de financiamiento tradicional la banca.

No obstante lo anterior, en España los segundos mercados existen desde 1982 en la Bolsa de Barcelona, y desde 1986 en la Bolsa de Madrid con énfasis en el mercado especial de las Pymes.

- **Polonia:** El mercado alternativo polaco se conoce como New Connect (NC) y fue creado en el año 2007. A 5 años de su creación contaba con 397 empresas cotizadas. Este mercado alternativo se asimila al TSXV de Canadá en cuanto está dominado por empresas muy pequeñas (startups y greenfield) lo cual repercute en que los ticket de las ofertas públicas iniciales (IPO) sean extremadamente bajos (el promedio de la captación es de US\$1 MM). Lo anterior puede estar relacionado con que el 62% de las empresas cotizadas tienen una capitalización de mercado inferior a US\$5 MM.

El NC es se compone de empresas de distintos sectores, se considera un mercado diversificado, con la presencia de startups y de empresas que se podrían considerar como microempresas en países como Brasil. Cabe rescatar que el NC de Polonia no exige capitalización mínima y ni porcentaje de acciones en circulación.

Con relación a las prácticas de gobernanza y *disclouser* se tiene que en el NC se deben entregar por parte del emisor los Estados Financieros semestrales y un Informe semestral. A diferencia de otro países donde se solicitan Estados Financieros trimestrales, éstos se sustituyen por un informe y el plazo para la presentación de informaciones periódicas es mayor, y para las informaciones de gobernanza la lista de cumplimiento y/o explicación (*Comply or Explain*) es más simplificada que las implementadas en otros países.

Al igual que en el TSXV de Canadá, el NC de Polonia permite la emisión de acciones preferenciales (con diferentes derechos), pero los emisores en general se limitan a emitir acciones ordinarias (BM&F Bovespa et al., 2013).

- **Inglatera:** El mercado alternativo se conoce como *Alternative Investment Market* (AIM) y fue creado en el año de 1995 con un total de empresas cotizadas a 2012 de 1.114. En particular, el AIM (Inglaterra) llama la atención por la madurez y el tamaño de sus empresas: el 38% de las empresas cotizadas tienen una capitalización de mercado entre US\$16 MM y US\$80 MM y 24% por encima de los US\$ 80 MM.

En el AIM, Las reglas de admisión son más flexibles en relación con el mercado principal de la London Stock Exchange, al no presentar un descuento reglamentario significativo con respecto a las exigencias informativas, en comparación con las requeridas por el segmento Standard del mercado principal.

A diferencia del TSXV (Canadá) y del NC (Polonia), donde la presencia de inversores personas físicas es muy fuerte, en el AIM (Inglaterra) los inversores institucionales tienen una mayor presencia.

En Europa, las empresas con acciones negociadas en los mercados alternativos AIM (Inglaterra), MAB (España) y NC (Polonia), debido a la prerrogativa dada por las Directivas Europeas, no son supervisadas por el regulador del mercado de capitales. En esos casos se desarrolla un modelo que consiste en un acuerdo privado en el que la supervisión del regulador da origen a la supervisión llevada a cabo por Asesores (Nominated Advisor – NOMAD (Inglaterra), Asesor Registrado (España) y Authorized Advisor (Polonia)). En cierta medida, el modelo se basa en la reputación de esos agentes lo que genera controversias sobre la efectividad de la actuación de los mismos.

#### *4.7 La PYME agrícola y ganadera chavín y su éxito en la inmersión del mercado de capitales – el caso peruano*

Por medio del desarrollo del caso de éxito de la agrícola Chavín la primera pyme peruana en ingresar al mercado alternativo de valores de ese país, se desarrolla en éste capítulo el

objetivo específico 3: Caracterizar procesos exitosos de inclusión de Pymes al mercado de capitales

La caracterización del proceso exitoso de inclusión de una Pyme en el mercado de capitales se desarrolló con el estudio del caso de la Pyme peruana Agrícola y Ganadera Chavín que se convirtió en la primera de su tipo en entrar al MAV (Mercado Alternativo de Valores) en la Bolsa de Valores de Lima (BVL).

#### Descripción de la empresa:

La compañía Agrícola y Ganadera Chavín de Huántar SAC es una empresa comercial especializada en la producción y exportación de frutas y vegetales, tanto frescos (espárrago verde, uva, mango, tangelo, granada y palta) como congelados (mango, espárrago, camote y granada). Adicionalmente, brinda servicios de empaque de productos agrícolas y agroindustriales para exportación. Agrícola y Ganadera Chavín de Huántar se constituyó en la ciudad de Casma el 10 de agosto de 1998. Originalmente, la compañía se encargaba de las operaciones agrícolas, mientras que la empresa relacionada AgroInversiones Chavín SAC era la encargada de comprar materia prima a terceros y a la propia Agrícola y Ganadera Chavín de Huántar para procesarla como productos frescos y congelados de exportación. Actualmente, la empresa concentra la totalidad de las operaciones agrícolas y agroindustriales. La integración vertical tiene lugar en las diversas líneas de productos, pasando del abastecimiento de la materia prima hasta su envasado y/o procesamiento.

Agrícola y Ganadera Chavín de Huántar es una empresa familiar que cuenta con un capital social de 15'378,460 nuevos soles (aproximadamente 5.012.362 de USD).

Accionistas	Nuevos soles	Participación accionaria
Mónica Salazar	7'535,446	49%
Mario Salazar	7'535,446	49%
Luis Salazar	307,568	2%

*Tabla 15 Participación accionaria - Agrícola Ganadera Chavín*

*Fuente: Elaboración propia adaptado de BVL 2013*

Operaciones de la empresa:

Según Mendiola et al. (2014) “la oferta diversificada que mantiene la empresa le permite tener un flujo permanente de producción a lo largo del año. Las industrias a las que vende sus productos son las de productos frescos y congelados, lo que le permite optimizar sus retornos ante las fluctuaciones del mercado”.

La empresa Agrícola y Ganadera Chavín de Huántar ha logrado conformar un portafolio de productos muy diversificados y desestacionalizados. En el 2012, el mango se mantuvo como el principal producto de exportación al igual que el espárrago tanto en la línea de congelados como de frescos. La empresa se dedica principalmente a la exportación en América del Norte, Europa y Asia.

Decisión de ingreso al MAV:

La inmersión de la empresa al mercado de capital se dio luego de los cuestionamientos que los altos directivos se hicieron al enterarse sobre el MAV creado en su país y las ventajas que en la teoría podrían tener en términos de financiación si participaban en este segundo mercado. Según Mario Salazar gerente general de la compañía agroexportadora Agrícola y Ganadera Chavín “En el Perú, había un divorcio entre el sector agroindustrial y el mercado de capitales que se debía a la distancia condicionada por el ‘chip’ que tienen los financistas sobre el riesgo agrícola, un riesgo que no existe en el Perú si se le compara con USA o Canadá, donde una helada puede liquidar las plantaciones. Si en esos países, donde sí existen riesgos agrícolas, existe un mercado de capitales para el agro, ¿por qué en el Perú no?”.

Según la entrevista realizada a Mario Salazar en periódico Gestión de Perú, fue ese convencimiento el que le permitió lanzarse al Mercado Alternativo de Valores (MAV), un mecanismo creado seis meses antes (inicios de 2012) para atraer a la BVL a pequeñas y medianas empresas que facturen como máximo S/. 200 millones (cerca de 65.186.788

USD<sup>23</sup>). En el 2012, la empresa agrícola cerró con ventas por US\$ 13 millones (S/. 33,7 millones) por lo tanto cumpliendo los requisitos iniciales Salazar y Souza, el gerente general de la sociedad agente de bolsa BNB Valores Perú, empezaron a gestar la decisión en los pasillos de la Universidad San Martín de Porres donde ambos eran profesores. Según el diario Gestión, Souza asesoró a la firma en la preparación de los trámites para ingresar al MAV para que antes de la primera quincena de abril, Chavín se convirtiera en la primera compañía que inaugurara las emisiones de deuda corporativa de corto plazo en este nuevo segmento.

Inicialmente, ambos ejecutivos se reservaron el monto de la emisión, expresando a los medios solamente que serían papeles comerciales, en dólares y por una cantidad “pequeña”, dentro de un programa de dos años que tendría colocaciones en tramos de seis meses. Esos datos son los que están presentando a sus potenciales inversionistas, fundamentalmente, jugadores retail de la región con experiencia en operaciones similares.

“Las tasas que pueden encontrar en el Perú a veces son más atractivas que las que encuentran en sus respectivos mercados”, sostiene Souza. Sin embargo, las tasas en dólares que esperaban obtener serían inferiores a las que se pagan en soles, que oscilan entre 5,25% y 5,50%.

Salazar y Souza aceptaron que deberían asumir una prima de mayor riesgo a fin de pagar su ‘derecho de piso’ en el mercado de capitales y, así, poder conquistar a los inversionistas. También buscaron convencer a estos de apostar por la empresa mostrándoles números ordenados y convenciéndolos de su solvencia financiera, reflejada en la calificación p2 (“certeza en el pago oportuno”) otorgada por Pacific Credit Rating. Dicho análisis fue parte de la preparación hacia el mercado alternativo, que también incluyó una prueba de estrés de endeudamiento y mejoras societarias y de gobierno corporativo. “Es lo máximo a lo que podría aspirar una empresa que entra al MAV”, dijo Souza sobre la calificación.

---

<sup>23</sup> La tasa se calculó según [http://es.coinmill.com/PEN\\_USD.html#PEN=200000000](http://es.coinmill.com/PEN_USD.html#PEN=200000000)

El objetivo inicial de la emisión fue adelantar órdenes de compra de espárrago, mango y palta. Los dos primeros productos representan el 60% de los frescos y congelados que exporta Chavín. Sin embargo, la primera emisión es solo una aproximación preparatoria. La aspiración profunda a mediano y largo plazo de la empresa, que cuenta con 470 hectáreas en Casma (Ancash), es ingresar al mercado principal, especialmente, cuando se concrete la licitación de las tierras del Proyecto Especial Chinecas, ubicado en la misma región. El interés de la empresa es adquirir 500 de las 33.000 hectáreas que serán puestas en venta.

Según Souza gerente de la BVB el agro tiene una oportunidad especial en el naciente segmento del mercado de capitales. Podría ser la puerta de entrada para estas empresas que requieren un montón de capital para comprar, preparar y mantener la tierra, para pagar mano de obra y para industrializar.

#### Primeras emisiones en el MAV:

De acuerdo a la Memoria Anual de la BVL (Lima, 2014), a lo largo del 2013, la agrícola realizó 4 exitosas colocaciones, en las que la demanda de sus valores superó ampliamente la oferta de los mismos, logrando disminuir progresivamente la tasa colocación.

Fecha	Tipo de documento	Valor	Monto Colocado en USD	Tasa	Plazo
12/12/2013	CP	CHAVI1CP1D	946.062	5,91	180
22/08/2013	CP	CHAVI1CP1C	485.511	5,97	180
29/05/2013	CP	CHAVI1CP1B	490.196	6	120
23/04/2013	CP	CHAVI1CP1A	485.437	6	180

*Tabla 16 Secuencia de colocaciones en el MAV – 2013*

*Fuente: Elaboración propia basado en la Memoria Anual de la BVL – 2013*

Inicialmente la empresa ofreció tasas del 6%, muy cercanas a las tasas que ellos deberían pagar a los bancos si se hubieran financiado por el método convencional, no obstante con ello pretendían atraer a los inversionistas y ganar presencia en el mercado. Como resultado,

la plaza bursátil local demandó en tres veces lo ofrecido. La última emisión se hizo con una tasa 0.9 puntos por debajo de la inicial<sup>24</sup>. Según el reporte financiero de la Agrícola y ganadera Chavín de Huantar (2013), la estrategia de inmersión en el MAV ofreciendo tasas inicialmente cercanas a las tasas que les cobran los bancos les permitió un ahorro del 23% en los costos financieros frente a la misma financiación pero en el sistema financiero tradicional.

#### *4.8 Propuesta de estrategias para la inclusión de pymes – caso colombiano*

Luego de identificar los mecanismos de financiación alternativa de Pymes en diferentes países del mundo por medio de la creación de Mercados Alternativos, el análisis de casos de éxito y la determinación de las barreras o limitantes que le impiden a las pymes ingresar al mercado de capitales, se exponen a continuación algunas estrategias para mitigar o eliminar las barreras identificadas y favorecer la profundización del mercado en Colombia. En primera instancia y teniendo en cuenta la novedad del Segundo Mercado en Colombia, se debe rescatar los esfuerzos del Gobierno Nacional por medio del decreto 1019 del 2014 en cual eliminan algunos requisitos y facilitan en términos de trámite el ingreso de Pymes al segundo mercado.

Las estrategias actuales del Gobierno Nacional a través del decreto mencionado así como las nuevas propuestas extraídas de los casos exitosos en otros países y del caso de la Pyme peruana se plantean a continuación:

##### **1. Creación de una plataforma de negociación orientada al segundo mercado**

Al revisar la misión de la BVC: “*Contribuir al crecimiento y desarrollo del mercado de capitales, posicionando a la Bolsa como un centro bursátil / financiero en la región que proporciona soluciones integrales. La Bolsa es confiable, transparente, eficiente y admirada por su innovación, conexión con el cliente y capacidad de aprendizaje*” Puede

---

<sup>24</sup> Extraído de: <http://www.eleconomistaamerica.co/flash-eAm-peru/noticias/4772436/04/13/Despega-Mercado-Alternativo-de-Valores-en-el-Peru.html#.Kku8Icv9uPweDPx>

resumirse que es la plataforma o centro de negociación de valores, no obstante al revisar algunos apartes del decreto 1019 de 2014, especialmente el artículo 5.2.3.2.1 indica que, la inscripción de los valores que hagan parte del segundo mercado, puede hacerse de manera voluntaria en “*una Bolsa de Valores*” o en un “*sistema de negociación de valores*”, investigando un poco más acerca de otras bolsas de valores, se encuentra con que en Colombia únicamente existe una Bolsa de Valores la BVC, respecto a Sistemas de Negociación de valores, según ... en Colombia existen básicamente dos:

- I) El Mercado Electrónico Colombiano (MEC), a través del cual se negocian valores que No son títulos de deuda pública, no obstante el MEC es administrado y reglamentado por la BVC.
- II) El Sistema Electrónico de Negociación (SEN), Este sistema es administrado por el Banco de la República y en el negocian fundamentalmente valores de deuda pública, aquí los usuarios o agentes pueden actuar directamente o a través de intermediarios de valores.

De acuerdo a lo anteriormente expuesto puede surgir la propuesta de hacer una sincronía entre la BVC, Colombia Capital y la nueva reglamentación expuesta en el decreto 1019 de 2014 de manera que la BVC cree una plataforma de negociación orientada al segundo mercado donde flexibilice los requisitos para el ingreso y a su vez Colombia Capital se encargue de promover el segundo mercado reclutando y preparando empresas: ayudando a vencer las barreras culturales y a preparar su información financiera y en temas de adopción de políticas de Buen Gobierno Corporativo.

- A través de Colombia Capital, podría prestarse asesoría y atención técnica, personalizada y gratuita para las pymes. Como particularidad se busca a las pymes para asesorarlas y de alguna manera incubarlas en su proceso hasta que decidan entregar formalmente sus papeles en la mesa de entrada al mercado de valores tal como sucede en el mercado alternativo de Argentina (BCBA).

- Por otra parte según conversaciones sostenidas con expertos de la Bolsa de Valores de Colombia, existe un tema muy interesante que es la liquidez de los mercados en cuanto a aversión al riesgo por parte de los inversionistas, si bien de acuerdo a la normatividad del segundo mercado, este está pensado o condicionado para inversionistas profesionales certificados, aún la constante es la inversión en títulos con calificación AAA o AA, en éste sentido podría analizarse una propuesta desde la óptica del capital de riesgo, por ejemplo según un artículo de portafolio.co <sup>25</sup>

Países como México, Perú y Colombia se encuentran alineados como uno de los “destinos favoritos para capital de Riesgo”, así mismo, uno de los factores que impulsó el crecimiento de Perú en cuanto al atractivo para el capital de riesgo fue la eliminación de un límite máximo del 3% para las inversiones de los fondos de pensiones en Renta variable, incluso a los fondos de capital privado, ahora bien, en Colombia estos fondos de capital de riesgo provienen de programas impulsados por el gobierno, como por ejemplo el Fondo Emprender, el programa Innpulsa, creado a través de Bancoldex, entre otros. No obstante según el mencionado artículo de Portafolio, según LAVCA, (Asociación Latinoamericana de Fondos de Capital Privado y Capital de Riesgo) Colombia aun no puede estar a la par de países como Chile que ocupan el primer lugar en el ranking de destinos favoritos para capital de riesgo, porque existe aún mucha corrupción en el manejo de los recursos del gobierno. Sin embargo existe otro gremio denominado Colcapital, entidad que agremia a los fondos de capital privado y sus gestores, la cual está conformada por 73 miembros, siendo 34, gestores profesionales que operan en Colombia y 39 proveedores de la industria. Y es aquí donde puede gestarse una propuesta en este sentido y es que mediante Colcapital se cree dentro de los fondos de capital de Privado un segmento de capital de riesgo para la inversión en el segundo mercado, que se destine en principio, emulando a Perú, un 3% de sus recursos para la creación de dicho fondo y este sea usado para la inversión en el segundo mercado, es decir en las PYMES. Apoyándose siempre en la reglamentación del decreto 1019 de 2014 y en la BVC.

---

<sup>25</sup> (<http://www.portafolio.co/columnistas/capital-riesgo-colombia>)

2. Facilitar el acceso de nuevos emisores, contemplando la reducción de costos y la simplificación de los trámites exigidos

De acuerdo a lo expuesto en los capítulos anteriores, se evidencian barreras y limitaciones internas y externas a las pymes, que no les facilita el ingreso al mercado de capitales. Se propone promover la inclusión de las pymes al segundo mercado, facilitar los trámites para iniciar negociaciones en el mercado de capitales. A continuación se describen cada una de las tres estrategias para facilitar el acceso de nuevos emisores tipo pymes al segundo mercado.

- Generar inclusión financiera mediante la promoción de las ventajas del segundo mercado: Incentivar a las empresas a ingresar al segundo mercado basados en las ventajas relacionadas con la disminución de las tasas ofrecidas a los inversionistas frente a los intereses que se deben pagar a las entidades del sistema financiero tradicional. Por otra parte es importante hacer conocer a las pymes “potenciales emisores en el mercado de capitales colombiano” que a través de la financiación en éste segmento, pueden obtener beneficios como: Mejores condiciones de endeudamiento ya que se crean nuevas formas de financiamiento y disminuir los altos costos de hacerlo mediante el crédito bancario o el sistema financiero tradicional. Por otra parte generar la inclusión financiera resaltando a los posibles nuevos emisores pyme, la oportunidad latente para que desarrollen y financien proyectos de largo plazo y obtengan capital de trabajo lo cual es el principal objetivo para garantizar la evolución de las pymes.

La estrategia de inclusión por medio de la promoción y énfasis de los beneficios que el emisor puede obtener, deberá incluir además de lo anterior, la descripción de la importancia que es para la pyme la adecuación que tiene el producto financiero a los requerimientos de su empresa, debido a que el monto, los plazos y las tasas, son establecidas, negociadas y analizadas dependiendo de las capacidades y los intereses del emisor.

Otras ventajas y beneficios que deben estar dentro de la estrategia de inclusión por promoción, son como ya se ha mencionado los plazos de endeudamiento acordes a las necesidades de financiación y expectativas de crecimiento de las Pymes, contar con la asesoría de un profesional designado que esté disponible en todo momento y que además de esto se encargue de proporcionar información durante el proceso. La imagen de la pyme mejora y la percepción de su imagen en los clientes abrirá la posibilidad de ampliar el mercado actual y así un círculo virtuoso que favorecerá el crecimiento de la pyme. El hecho de negociar en la plataforma de la BVC y de tener implementadas normas de transparencia para sus inversionistas, hace que la difusión de la información sea prueba fehaciente de los manejos económicos financieros de la pyme.

- Simplificación administrativa: Depuración de trámites y acompañamiento en el proceso de inscripción y emisión para los primeros ejercicios de cotización en el mercado secundario. La experiencia de las pymes colombianas indica en realidad, que para ellas resistir y crecer es una tarea heroica y que su lucha no sólo es en contra del mercado y sus circunstancias; sino, sobre todo en contra de los trámites, las regulaciones hostiles, los impuestos, el inadecuado acceso al financiamiento entre otros (Rodríguez, 2003).
- Facilitar el acceso de nuevos emisores y de nuevas emisiones en el mercado de valores: Hay que crear un mercado y eso implica que exista *Research*. Inicialmente puede pagarlo la BVC y los bancos de inversión cuando tienen clientes interesados en comprar acciones de esas compañías.

**3. Creación y fortalecimiento de programas que promuevan la cultura financiera y convoque la presencia de inversionistas y de capital de riesgo:**

Cómo se ha mencionado durante el documento, existe actualmente un convenio de cooperación técnica denominado Colombia Capital suscrito por el Banco Interamericano de desarrollo y la Bolsa de Valores de Colombia. El convenio cuenta además con la presencia de nueve socios locales: La Superintendencia Financiera de Colombia, Cámara de

Comercio de Bogotá, Cámara de Comercio de Medellín, Cámara de Comercio Cali, Cámara de Comercio Bucaramanga, la Asociación Nacional de Empresarios (ANDI), ProColombia (anteriormente llamado ProExport) la Asociación Colombiana de Administradoras de Fondos de Pensiones (ASOFONDOS) y el Depósito Centralizado de Valores (DECEVAL).

El convenio tiene como objetivo dar a conocer a los empresarios las ventajas del mercado de valores como fuente de financiación e inversión alternativos a largo plazo, además, coordinar a otros actores para modernizar la regulación y promover el desarrollo y la dinámica del mercado de capitales, que estamos seguros se convertirá en factor de competitividad de nuestras empresas y motor del desarrollo del país (Fradique & Brigard & Urrutia Abogados, 2014).

Teniendo en cuenta la existencia de Colombia capital, ésta estrategia resalta las acciones que ha venido trabajando desde sus inicios en varias ciudades de Colombia, en la capacitación a empresas, inversionistas y gestores de fondos de capital privado, el acompañamiento en los procesos de emisión, la promoción de modificaciones regulatorias y ha servido como catalizador de los diferentes agentes participantes de la industria de capital privado.

Como complemento al trabajo desarrollado en el marco de COLOMBIA CAPITAL se creó La Guía del Mercado de Valores la cual está dirigida a empresarios, asesores, inversionistas y agentes del mercado de valores y no pretende agotar los temas incluidos en la misma constituyéndose como punto de referencia y aplicación deberá evaluarse en cada caso en particular y será actualizada periódicamente para que los usuarios tengan una herramienta eficiente que responda a los cambios regulatorios propios de la dinámica del mercado.

Finalmente la estrategia propone que dentro de las funciones de Colombia Capital como nuevo promotor del Segundo mercado será además la encargada de buscar a las PYMES de

manera personalizada, llegando directamente a ellas por ejemplo usando la base de datos filtrada en el presente trabajo, con el fin de promover todos los beneficios que se han demostrado de cotizar en Bolsa a través del segundo mercado y despejar dudas en cuanto a prejuicios. Ésta estrategia se enfoca al igual que la anterior, a la difusión de los beneficios que el potencial inversionista percibirá cuando dedique fondos a negociaciones en el mercado de capitales.

## **5. Conclusiones**

Las condiciones actuales de acceso al financiamiento para las Pymes en Colombia ofrecidas por el sistema financiero tradicional se caracterizan principalmente por ser costosos y de corto plazo. La mayoría de las pymes colombianas acceden a créditos financieros, bajo la modalidad de leasing y en muchos casos optan por tener una financiación interna por medio de sus proveedores y manejo de cartera.

A pesar que en Colombia ya se creó un segundo mercado con el propósito de apoyar a las pymes para que se financien alternativamente obteniendo beneficios como mayor tiempo del crédito, menores tasas y costos financieros, no se ha presentado la primera inmersión oficial de una pyme en este sistema. Por ello, el Ministerio de Hacienda y Crédito Público modificó algunas condiciones que impedían el fácil ingreso de las pymes debido a que esos requisitos estaban sobre dimensionados para la realidad administrativa y financiera de este tipo de empresas.

Se ha comprobado que los costos asociados a la financiación por medio del sistema tradicional son mayores frente a los costos en los que incurre una pyme al colocar en el mercado de valores. Este incentivo no es suficiente para que las pymes colombianas deseen entrar al mercado de valores, y por el contrario temen entre otros perder el control de la empresa. Se pudo establecer que existen dificultades en los métodos y mecanismos normativos que obstaculizan el acceso de las Pymes al mercado de capitales para su fortalecimiento que pueden estar determinados por no cumplir con los requisitos mínimos de ingreso como lo son el mantenimiento de utilidades en los últimos tres periodos, contar con al menos 100 socios y tener un capital de mínimo 7000 millones de pesos.

Ya finalizando el estudio del segundo mercado y las otras alternativas de acceso que tienen las Pymes al mercado de capitales, se puede decir que el desarrollo y posicionamiento de algunas economías han tenido una evolución favorable, pero también la

falta de conocimiento e información para las Pymes hace que estas se vean limitadas en el fortalecimiento financiero que requieren para su crecimiento y sus participaciones en mercados tanto nacionales como internacionales.

Por otro lado se concluye que de acuerdo a la evidencia sobre la creación de mercados alternativos en otros países, únicamente en el caso de Estados Unidos éste mercado está en una etapa madura con la participación significativa de pymes. Frente a esto se evidencia que países Latinoamericanos como Chile, Bolivia, Argentina y Perú, han realizado esfuerzos importantes sin embargo Chile y Perú son los más avanzados en términos de empresas cotizando actualmente sin superar las 7 pymes.

Los países europeos no han escatimado esfuerzos para posicionar sus mercados alternativos, pero solo en el caso de Inglaterra, se cuenta con una experiencia de referencia exitosa, manteniendo una participación importante de pymes y abriendo además el segundo mercado a personas naturales y no solo instituciones especializadas en el mercado de valores.

Finalmente se concluye que en el caso colombiano no son suficientes los esfuerzos de Gobierno Nacional por relajar los requisitos para la entrada de las pymes al segundo mercado ya que desde la puesta en marcha del decreto 1019 en mayo del 2014 no se han incluido pymes en este mercado. Por eso se recomienda facilitar el acceso de nuevos emisores, contemplando la reducción de costos y la simplificación de los trámites exigidos, analizar la posibilidad de dar beneficios tributarios a los inversores y mejor acompañamiento a los posibles emisores en temas como transparencia, buen gobierno, mercado de valores, beneficios de la financiación.

Algunas estrategias internas para las pymes que se inscriban en el mercado y están próximas a emitir, es ofrecer tasas altas a los inversionistas, que no tengan muchas diferencia frente a las tasas que les cobrarían las entidades bancarias con el fin de generar mayor demanda y darse a conocer en este sector financiero. También se sugiere iniciar las

operaciones en el segundo mercado con la colocación de papeles comerciales a corto plazo, seguido de emisiones de bonos y porque no, más adelante emitir acciones.

## **6. Recomendaciones**

Se recomienda para futuras investigaciones analizar los cambios internos en las pymes luego de colocar valores en el segundo mercado, estudiando las variaciones en sus estados financieros y contables, así como los resultados de los ejercicios luego de varios periodos.

Otro factor interesante es la cuantificación del costo de oportunidad de las amortizaciones en el sistema financiero tradicional frente al único pago cuando se emiten bonos a largo plazo.

Por último cabe resaltar que el desarrollo del presente trabajo de investigación se encuentra determinado por las limitaciones que se presentaron en las fases metodológicas, como lo son el acceso a fuentes de información para el desarrollo de objetivos, siendo el caso específico la identificación de información detallada en la descripción del caso de éxito de pymes que ya hubieran ingresado al mercado de capitales en el esquema del segundo mercado. Se evidenció que no se han documentado rigurosamente casos de éxito desde la perspectiva Pyme extranjeras y a nivel nacional aunque ya se creó el segundo mercado, no se ha presentado el primer caso exitoso de una pyme que haya logrado financiarse por estos medios. Por otra parte, vemos que países como Brasil y Chile que ya tienen mercado alternativos creados desde 2001 y 2006 respectivamente, tienen a corte de septiembre de 2014 un total de 24 y 9 pymes inscritas demostrando un crecimiento anual de no más de 1.5 empresas emitiendo. El bajo número de pymes listadas en los mercados alternativos latinoamericanos y la adaptación a estos nuevos mecanismos han hecho de la búsqueda de información detallada un trabajo difícil, limitando la investigación al caso de éxito de la Agrícola Chavín descrito en el capítulo 5 de éste documento.

### **Bibliografía**

- Agrícola y ganadera Chavín de Huantar. (2013). *Memoria Anual 2013*.
- Aranda, F., Martínez, R., & Corona, J. (1989). *El Segundo Mercado: una fuente de financiación para la PyME* (Primera). España: Romaña-Valls, S.A.
- Arbeláez, M. A., Perry, G., & Becerra, A. (2010). *Estructura de financiamiento y restricciones financieras de las empresas en Colombia*. Bogotá, Colombia
- Arteaga Hurtado, A., & Monsalve Uribe, J. (2010). *Fondos de capital privado como alternativa de financiación para las PYMES del sector alimentos*. Envigado, Colombia.
- Asociación Nacional de Instituciones Financieras. (2014a). *La Gran Encuesta PYME*. Bogotá, Colombia.
- Asociación Nacional de Instituciones Financieras. (2014b). *La Gran Encuesta PYME 2014*.
- Baldeón Ríos, J. F. (2009). *Aspectos generales del mercado de valores de Quito*.
- Banco Mundial. (2008). *Colombia. Financiamiento bancario para las pequeñas y medianas empresas ( Pyme )*.
- Barboza, R. (2013). La República. Retrieved from <http://www.larepublica.co/>
- Beck, T., & Demirgüç-Kunt, A. (2006). Small and medium-size enterprises: Access to finance as a growth constraint. *Journal of Banking and Finance*, 30(11), 2931–2943. doi:10.1016/j.jbankfin.2006.05.009

- Beck, T., & Levine, R. (2004). Stock markets, banks, and growth: Panel evidence. *Journal of Banking and Finance*, 28, 423–442. doi:10.1016/S0378-4266(02)00408-9
- Berger, A. N., & Udell, G. F. (1998). The Economics of Small Business Finance: The Roles of Private Equity and Debt Markets in the Financial Growth Cycle. *Journal of Banking and Finance*, 22.
- Blanco Barón, C. (2008). Seguimiento al marco institucional del mercado de valores en Colombia. *Revista de Derecho Y Economía*, 20, 77–102.
- BM&F Bovespa, BNDES, ABDI, CVM, & FINEP. (2013). *Financiamiento para PyMEs en el Mercado de Capitales a través de acciones*.
- Bolsa de Valores de Colombia. (2014). Listarse en la bolsa, una decisión estratégica.
- Bolsa de Valores de Colombia. (2015). Circular Única BVC.
- Bovespa. (2008). bm&f bovespa a nova bolsa, Novo Mercado, la experiencia del gobierno corporativo. Retrieved from [www.bovespa.com.br](http://www.bovespa.com.br)
- Bovespa Brasil. (2008). *Novo Mercado*. Brasil.
- BRC Investor Services S.A. (2006). Notas del mercado de capitales - Fondos de capital de riesgo (private equity). Consultado el marzo 12 de 2015. Disponible en: Retrieved from [www.brc.com.co](http://www.brc.com.co)
- Brealey, Myers, & Allen. (2010). *Principios de Finanzas Corporativas*. México D.F.: Mc Graw Hill.

Cardona Acevedo, M., Cano Gamboa, C. A., Zuluaga Díaz, F., & Gómez Alvis, C. (2004). *Diferencias Y Similitudes*. Universidad EAFIT.

Carro Meana, D., & Veloso Pereira, P. (2010). *Mercado Alternativo Bursátil*. Netbiblo.

Carvajal, I. Y., & Mora, W. M. (2012). *Preparación de las PYMES para el ingreso al mercado de capitales*.

Chittenden, F., Poutziouris, P., & Michaelas, N. (1999). Financial Policy and Capital Structure Choice in U . K . SMEs: Empirical Evidence from Company Panel Data. *Journal of Business Economics*, 12(1992), 113–130. doi:10.1023/A:1008010724051

Cohen Arazi, M., & Baralla, G. (2012). *La situación de las PyMEs en América Latina*.

Comisión Nacional del Mercado de Valores de España. (2009). Los mercados de valores y sus agentes: situación y perspectivas. Retrieved July 12, 2009, from En: [http://www.cnmv.es/index\\_n.htm?publicaciones/publicaciones2.htm~/p\\_publicaciones\\_2.html](http://www.cnmv.es/index_n.htm?publicaciones/publicaciones2.htm~/p_publicaciones_2.html).

CORPORACIÓN FINANCIERA DEL VALLE. (2005). *Consultorio Económico Financiero*. Cali.

Correa González, A., & García Montealegre, N. (2014). *La titularización en el mercado PYME Colombiano*. Santiago de Cali.

Crespo, P. (2002). *“Invertir y Ganar en la Bolsa”* (Ediciones ). Barcelona.

Cruz, O. (2006). *Finanzas Corporativas*. (Thomson, Ed.). Bogotá, Colombia.

Donaldson, G. (1961). *Corporate debt capacity: a study of corporate debt policy and the determination of corporate debt capacity*. (E. U. Harvard Business School. Division of Research. Harvard University, Ed.). Boston, Massachusetts.

Fagua, N. (1998). *Market Makers o Especialistas del mercado bursátil*. Bogotá, Colombia.

Fama, E. F., & French, K. R. (2002). Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt.pdf. *The Review of Financial Studies*, 15(1), 1–33.  
doi:10.1093/rfs/15.1.1

Ferraro, C., Goldstein, E., Zuleta, L. A., & Garrido, C. (2011). *Eliminando barreras : El financiamiento a las pymes en América Latina*. Santiago de Chile. Retrieved from [http://www.eclac.cl/ddpe/publicaciones/xml/0/45220/Financiamiento\\_a\\_pymes.pdf](http://www.eclac.cl/ddpe/publicaciones/xml/0/45220/Financiamiento_a_pymes.pdf)

Ferrer, M. A., & Tresierra, Á. (2009). Las PYMES y las Teorías Modernas sobre Estructura de Capital. *Compendium*, 22, 65 – 83.

Fradique, C., & Brigard & Urrutia Abogados. (2014). Guía del Mercado de Valores. Consultado el marzo 12 de 2015. Disponible en: Retrieved from <http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc>

Fradique Méndez, C., & Brigard & Urrutia Abogados. (2014). Guía del mercado de valores.

Galeano Marín, M. E. (2012). *Estrategias de investigación social cualitativa. El giro en la mirada*. (La carreta, Ed.).

García Stuyck, M. (2010). El MAB, oportunidad de salida para el capital riesgo y de financiación para las PYMES. *Revista Española de Capital Riesgo*, 1, 81–86.

Grupo Bancolombia. (2014). *Créditos de consumo - tasas de intereses vigentes*.

Institute for Management Development. (2014). *The World Competitiveness - Scoreboard 2014*.

Lerner, C. (2005). PyMEs y Bolsa: el caso argentino. Caracas: Comisión Nacional de Valores.

Levine, R., & Zervos, S. (1998). Stock Markets , Banks , and Economic Growth. *The American Economic Review*, 88(3), 537–558.

Lima, B. de V. de. (2014). *Memoria anual 2013*. Lima, Perú.

López, C. C. (2003). *Experiencia en la región Andina. Redes Empresariales*. Bogotá, Colombia.

Macarlupo Cajas, A. H. (2014). *Registro especial de valores no inscritos (REVNI) en el mercado de valores Guayaquil – Ecuador para fomentar el desarrollo de las pymes*. UNIVERSIDAD CATÓLICA DE SANTIAGO DE GUAYAQUIL.

Martín Mato, M. Á. (2007). *Mercado de Capitales Los mercados de acciones y bonos en la Práctica*. (Thomson, Ed.).

Martínez, R. (2001). *El Segundo Mercado*. España.

Mendiola, A., Aguirre, C., Chuica, S., Palacios, R., Peralta, M., Rodríguez, J., & Suárez, E. (2014). *Factores críticos de éxito para la creación de un mercado alternativo de emisión de valores para las pymes en el Perú*.

México, C. E. N. (2014). Diagnóstico general sobre la problemática en el mercado primario de valores.

- Miller, M. H. (2012). Financial Markets and Economic Growth. *Journal of Applied Corporate Finance*, 24(1), 8–13. doi:10.1111/j.1745-6622.1998.tb00498.x
- Ministerio de Hacienda y Crédito Público. (2013). Documento conceptual de la Reforma de Segundo Mercado. Bogotá, Colombia.
- Ministerio de Hacienda y Crédito Público. Decreto 1019 de 2014 (2014).
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (2008). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *Revista de Administração E Contabilidade Da Unisinos*, 5(3), 154–155. doi:10.4013/base.20082.07
- Moreno, Á., Martín, C., Serrano, F., Quintero, J., Buitrago, P., & Herrera, O. (2013). *Informe nacional de competitividad*.
- Myers, S. C. (1995). The Capital Structure Puzzle Revisited. *The Review of Financial Studies*, 8(3), 1185–1208. doi:10.1093/rfs/8.4.1185
- Navarrete, C., & Mayorga, Z. (2006). *Diagnóstico integral a las empresas de familia de la ciudad de Bogotá*. Universidad de la Salle.
- Oyola Sanchez, N. (2014). *Financiamiento Incentivo para el comercio internacional en Pymes de America Latina*. Bogotá, Colombia. Retrieved from. Consultado el marzo 12 de 2015. Disponible en: <http://repository.unimilitar.edu.co/handle/10654/11052>
- Pautt, G. (2004). *Proyecto Empresas de Familia*. Universidad Externado de Colombia.
- Portugal N, R. F. (2005). *A Inclusão do Micro, Pequena e Média Empresa no Mercado Brasileiro dos Valores Mobiliários*. Universidade Federal de Rio de Janeiro.

- Posada Tique, R. A. (2008). *Identificación y caracterización de las fuentes de financiamiento de las PYMES de familia de los subsectores más representativos del sector Industria en Bogotá D.C.*
- Pulido, Á. (2007). *Algunas consideraciones sobre las teorías de crecimiento económico y su aplicación al caso colombiano.* Universidad de la Salle, Bogotá, Colombia.
- Pulido, Ál. A. (2009). Economía y Desarrollo. *Economía Y Desarrollo*, 8(1), 63. Retrieved from . Consultado el marzo 12 de 2015. Disponible en: [http://www.fuac.edu.co/download/revista\\_economica/volumen\\_8/volumen8numer01marzo2009.pdf](http://www.fuac.edu.co/download/revista_economica/volumen_8/volumen8numer01marzo2009.pdf)
- Quicazan Moreno, C. A. (2012). Reporte de Estabilidad Financiera. Profundización y su efecto en las firmas en Colombia. *Temas de Estabilidad Financiera*, 70, 38.
- Rajan, R. G., & Zingales, L. (1998). Financial Dependence and Growth. *American Economic Review*, 8(3), 559–586.
- Ramírez, J. (2013). Mercado alternativo bursátil : una fuente de financiamiento para las pymes del Municipio Libertador del Estado Mérida. *Visión Gerencial*, 2, 325–343.
- Ramón, M.-D., & Sancho, I. (2004). Un análisis de los efectos del ciclo económico sobre la velocidad de convergencia: el caso español. *Cuadernos Económicos: Información Comercial Española*, 814, 167– 178.
- Remolina León, N., & Alba Molina, A. P. (2011). *SEGUNDO MERCADO: BALANCE Y PROPUESTAS PARA SU PROFUNDIZACIÓN DESDE LA PERSPECTIVA DE LAS PEQUEÑAS Y MEDIANAS EMPRESAS.*
- Rodríguez, A. G. (2003). *La realidad de la pyme colombiana.*

Rodríguez Valero, A. (2014). *Financiamiento de las PyME en Colombia y el Papel de la Industria de Capital Privado: El Caso de las Cadenas de Restaurantes*. Bogotá, Colombia.

San Miguel - Petro asociados consultores financieros y jurídicos. (2000). La titularización en Colombia: un nuevo mundo de oportunidades financieras. ,.

SENA. (2006). *Fuentes de financiamiento, Emprendimiento y empresarismo*.

Solow, R. M. (1956). A Contribution to the Theory of Economic Growth. *The Quarterly Journal of Economics*, 70(1), 65–94.

Van Horne, J. (1998). *Fundamentos de Administración Financiera*. (Third). Pearson.

Yin, R. K. (1994). Case Study Research: Design and Methods. *Applied Social Research Methods Series*, 5, 219. doi:10.1097/FCH.0b013e31822dda9e

IMD World Competitiveness Center. [Artículo de Internet] <http://www.imd.org/uupload/IMD.WebSite/wcc/WCYResults/1/scoreboard.pdf> [consulta: Julio 2013]

ANIF , “La Gran Encuesta Pyme” [Artículo internet] Consultado el marzo 12 de 2015. Disponible en: <http://anif.co/sites/default/files/uploads/GranEncuesta%20II-2012.pdf> [consulta: 2 Mayo 2013]

Bolsa de Valores de Colombia, Mercado de Valores Colombiano 2012- 2013 [artículo de Internet]. [http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/ Home/Mercados/informesbursatiles?com.tibco.ps.pagesvc.action](http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Mercados/informesbursatiles?com.tibco.ps.pagesvc.action) [consulta: Febrero 2013]

Bolsa de Valores de Colombia, Colombia Capital Fascículo 19 [artículo de internet] Consultado el marzo 12 de 2015. Disponible en:


[www.bvc.com.co/50.63.53.217/BVCeducacion/media/12716/19.pdf](http://www.bvc.com.co/50.63.53.217/BVCeducacion/media/12716/19.pdf) [consulta: Octubre de 2012]

Bolsa de Valores de Colombia, Cómo inscribirse en Bolsa [Artículo de Internet] Consultado el marzo 12 de 2015. Disponible en: [ww.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Empresas/Empresas/C%C3%B3mo+inscribirse+en+la+bolsa%3F](http://ww.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Empresas/Empresas/C%C3%B3mo+inscribirse+en+la+bolsa%3F) [consulta: Septiembre de 2012].

## Anexos

### Anexo A. Simuladores Bancario


<http://www.grupobancolombia.com/centroSimuladores/pyme/Default.aspx>


 **Simulador Crédito Pyme**







---

**Simulador Crédito Pyme**  
Calcule el valor de la cuota de acuerdo al monto que desea desembolsar y al plazo que desea.

Ingresa el valor del crédito que quieres, para saber cuál sería el valor aproximado del canon o cuota mensual.

Monto a solicitar	\$	<input type="text"/>
Tipo de crédito		Ordinaria ▼
¿Por cuánto tiempo?		<input type="text"/> Meses
Amortización		Mensual ▼
Periodos de gracia Mensual		<input type="text"/> 0
¿Qué tipo de tasa?		Tasa Fija ▼
Tasa anual mes vencido (amv)		<input type="text"/> % 

 **Ayudas**

-  **Monto (En Pesos):** Desde \$1.000.000.
-  **Plazo (Meses):** Desde 1 hasta 60 meses.
-  **Tasa:** Fija y Variable
-  **Tipo de Crédito:** Tesorería y Ordinaria.
-  **Amortización:** Tesorería: mensual, trimestral y semestral. Ordinaria: mensual, trimestral, semestral y anual.
-  [Conozca las tasas vigentes para productos de financiación](#)

## Anexo B. Simulador BVC



## Oferta Pública de Bonos - Simulador de Costos

El presente documento se publica a manera de referencia para estimar los costos de una oferta pública de bonos por parte de una empresa perteneciente o no al sector financiero. Favor diligenciar en primer lugar la hoja Supuestos. Es necesario validar las tarifas vigentes por parte de cada una de las entidades participantes en la emisión.

Los campos en color amarillo deben ser diligenciados o validados

	Sector		No sector financiero	
	2015		2016P	
<b>1. Bolsa de Valores de Colombia (BVC)</b> Fuente: Artículo 6.7.4 de la Circular Unica BVC				
<b>1.1. Inscripción BVC</b>	\$	74.300.000		
<b>1.2. Sostentamiento BVC</b>			\$	36.359.000
<b>2. Banca de Inversión (Agente Estructurador)</b> A pactar con el estructurador seleccionado Costo estimado de la estructuración en pesos	\$	-		
<b>3. Asesor Legal</b> A pactar con el asesor seleccionado Costo estimado de la asesoría en pesos	\$	-		
<b>4. Superintendencia Financiera de Colombia (SFC)</b> Fuente: Resolución 1245 de 2006				
<b>4.1. Inscripción en el RNVE</b> Tarifa: 0,08 por mil del patrimonio del emisor Tarifa mínima (6 SMMLV) Tarifa máxima (300 SMMLV)	\$	3.866.100	\$	3.866.100
	\$	193.305.000	\$	193.305.000
<b>4.2. Derechos para realizar oferta pública</b> Tarifa: 0,350 por mil del monto total de la emisión Tarifa mínima (6 SMMLV) Tarifa máxima (300 SMMLV)	\$	175.000.000	\$	3.866.100
	\$	3.866.100	\$	3.866.100
	\$	193.305.000	\$	193.305.000
<b>4.3. Cuota Anual RNVE</b> Tarifa: 0,100 por mil del patrimonio del emisor Tarifa mínima (6 SMMLV) Tarifa máxima (300 SMMLV)			\$	3.866.100
			\$	3.866.100
			\$	193.305.000
<b>Total SFC</b>	\$	178.866.100	\$	3.866.100
<b>5. Depósito Centralizado de Valores (Deceval)</b> Instructivo de Tarifas de Deceval Pesos por millón según rango de saldo en circulación Valor de liquidación 12 meses según saldo de emisión	\$	175,00	\$	87.500.000
	\$	87.500.000	\$	90.125.000
<b>6. Colocación y adjudicación</b>				
<b>Colocadores (% de la emisión)</b> Subtotal Colocadores		0,10%	\$	500.000.000
<b>Adjudicación y anotación en cuenta BVC</b> Costo mínimo Costo máximo	\$	35.000.000	\$	12.000.000
	\$	35.000.000	\$	35.000.000
<b>7. Publicaciones y Gastos Mercadeo</b> Publicación de Aviso de Oferta en periódico de amplia circulación	\$	-		
<b>8. Revisoria Fiscal</b> Certificación de la veracidad del contenido del prospecto	\$	-		
<b>9. Representante Legal de los Tenedores de Títulos</b> Porcentaje sobre el saldo en circulación Total RLTT		0,02%	\$	100.000.000
	\$	100.000.000	\$	100.000.000
<b>10. Calificación de riesgo</b> Determinado por el monto de emisión	\$	172.000.000	\$	88.580.000
<b>Total (pesos)</b> Costos relacionados	\$	1.147.666.100	\$	318.930.100
<b>Flujo de caja</b> Monto de la emisión Redención Pago de intereses	\$	500.000.000.000	\$	-
			\$	20.000.000.000
<b>Total flujo de caja</b> <b>Total flujo servicio de la deuda</b>	\$	498.852.333.900	\$	-20.318.930.100
	\$	500.000.000.000	\$	-20.000.000.000
<b>Costo de la emisión (TIR%)</b> <b>Costo servicio deuda (TIR%)</b>		4,09%		4,00%

Este archivo se distribuye sólo con fines indicativos, como una referencia para emisiones de bonos ordinarios de empresas del sector real, cuyo pago de capital se realice al vencimiento, no incluya amortizaciones parciales de capital, y cuyo pago de intereses se realice una vez al año. La Bolsa de Valores de Colombia no es responsable por el uso del presente archivo y sus resultados, ni por la exactitud y vigencia de la información que a través del mismo se suministra.

Anexo C. Pymes de la Base de Datos de la Supe financiera

NIT	RAZON SOCIAL	CIUDAD	DEPARTAMENTO	CIU	SECTOR	1105 CAJA	TOTAL ACTIVO CORRIENTE	TOTAL PASIVO CORRIENTE	TOTAL PASIVO	34 REVALORIZACION DEL PATRIMONIO	3710 PERDIDAS ACUMULADAS	TOTAL PATRIMONIO
800011170	RIMO PLASTICAS S.A.	LA ESTRELLA	ANTIOQUIA	D2529	PRODUCTOS	2305	7239823	3778033	6189027	0	0	5048045
800013455	MICROFERTISA S.A.	BOGOTA D.C.	BOGOTA D.C.	D2421	PRODUCTOS	5521	11222878	7339498	7759488	0	0	5762975
800015379	FERRETERIA TAMAS A	PEREIRA	RISARALDA	G5141	COMERCIO A	86281	7890569	5356411	5556411	1240766	0	5104469
800039398	INGEAL S.A.	BOGOTA D.C.	BOGOTA D.C.	G5169	COMERCIO A	6500	7763166	5452667	7934811	0	0	5406711
800057787	MARMOLES Y VITRIFICADOS CARRARA S.A.	BOGOTA D.C.	BOGOTA D.C.	D2693	FABRICACION	1390	1221529	1600999	1600999	765843	0	5326121
800059688	DISTRAGO QUIMICA S.A	BOGOTA D.C.	BOGOTA D.C.	D2421	PRODUCTOS	2992	10653297	5981670	10161024	68818	0	5198739
800116473	CORPOMEDICA S.A.	CALI	VALLE	G5136	COMERCIO A	11506	7658435	3457645	4371376	494454	0	5937186
800121118	ELEMENTOS ELECTRICOS S.A.	CALI	VALLE	G5241	COMERCIO A	1600	5452782	701489	1926961	343657	0	4187524
800164786	ALMACENADORA INTERNACIONAL DE CARGA ALMINCARGA S.A.	BOGOTA D.C.	BOGOTA D.C.	I6320	ALMACENAM	7767	727875	1043838	3413035	1489354	0	4759979
800171809	PRODIA S.A	ENVIADO	ANTIOQUIA	D1589	PRODUCTOS	173565	7361256	2847079	3912187	158088	0	5412456
800197546	AIRE AMBIENTE S.A.	GIRARDOTA	ANTIOQUIA	F4549	ADECUACION	11432	14592739	8717915	13723001	0	0	5885873
800203990	CANADAZALES S.A.	CALI	VALLE	A0114	AGRICOLA CC	11116	1166150	801291	801291	3190505	0	5114822
800210409	PROMOTORA Y OPERADORA DE HOTELES PROMOTEL S.A	BOGOTA D.C.	BOGOTA D.C.	H5511	ALOJAMIENTO	5989	2239493	1937298	1937298	292777	0	4038660
800241849	CDI S.A.	CARTAGENA	BOLIVAR	K7421	OTRAS ACTIV	900	31649069	38766709	32938287	117008	0	5828422
800243424	TEXTILES GUARNE S.A	SABANETA	ANTIOQUIA	D1720	FABRICACION	1000	6477836	4477288	7937714	610017	0	5666607
800248124	EMPRESAR S.A.	SANTA MARTA	MAGDALENA	G5190	COMERCIO A	60033	19757482	14991486	16061469	734203	0	4060935
802011122	COMERCIALIZA S A	BARRANQUILLA	ATLANTICO	G5190	COMERCIO A	13929	18724468	2409635	15386369	226893	0	4078006
805018724	LABORATORIOS AVANTIS S.A.	YUMBO	VALLE	D2429	PRODUCTOS	1297	2508174	2237161	2237161	47307	0	4467006
809010914	MOLINO AGROCARIBE S.A.	IBAGUE	TOLIMA	K7121	ACTIVIDADES	0	2520182	100627	100627	261602	0	4957597
811000620	DEPOSITO DE DROGAS MONACO SA	MEDELLIN	ANTIOQUIA	G5135	COMERCIO A	124395	20302493	16389106	17935414	210737	0	5337219
811037131	DISTRILECHE S.A.	BELMIRA	ANTIOQUIA	G5190	COMERCIO A	2704254	26561091	9665967	24366118	22938	0	5002154
811044788	MUNDIAL DE REPUESTOS DE MOTOS S.A.	MEDELLIN	ANTIOQUIA	G5040	COMERCIO D	62816	3321526	4847115	754858	20712	0	4092257
816001431	INGENIERIA DE SISTEMAS TELEMATICOS S.A.	USAQUEN	BOGOTA D.C.	I6429	TELEFONIA Y	1988	10815272	5559762	6537310	205378	0	5357130
830058056	OMD COLOMBIA S.A	BOGOTA D.C.	BOGOTA D.C.	K7430	OTRAS ACTIV	9994	9864964	7535830	8602830	44826	0	5011037
830092675	AXURE TECHNOLOGIES S A	BOGOTA D.C.	BOGOTA D.C.	I6425	TELEFONIA Y	2400	8114199	12781799	7642664	0	0	4930211
830112878	SERANDINA S.A	BOGOTA D.C.	BOGOTA D.C.	H5521	EXPENDIO D	12000	1506631	1150911	1150911	0	0	4857540

Anexo D. Cotización constitución hipoteca

**NOTARIA SEXTA DE BUCARAMANGA**  
**DR.CARLOS ALFREDO URIBE CARVAJAL**

Nit. 13.817.853-0

Carrera 23 35-39 Tel. 6456999 - Fax 6321564

---

Actos:	Fecha: 12/03/2015
HIPOTECA	1,288,700,000

---

**COTIZACION**

**Derechos Notariales:**

Derechos Notariales - HIPOTECA	3,882,379
Hojas de la Escritura [8]	24,800
Copias de Escritura [2] (25 Hojas)	77,500
Fotocopias Autenticadas	16,720
Representacion Legal	2,000

**Subtotal : 4,003,399**

**Cuentas de Orden:**

Superintendencia de Notariado	21,250
Fondo Nacional de Notariado	21,250
Iva	640,544

**Subtotal : 683,044**

**Total a Pagar en Notaria: 4,686,443**

**Otros Gastos:**

Boleta Fiscal: - HIPOTECA	19,865,157
Registro - HIPOTECA	6,443,500

**Subtotal : 26,308,657**

---

**Costo Total: 30,995,100**