



**FONDOS DE CAPITAL PRIVADO COMO ALTERNATIVA DE INVERSION Y  
FINANCIACION A LAS EMPRESAS MEDIANAS EN EL SEGUNDO MERCADO**

**DAVID RICARDO AFRICANO FRANCO  
JUAN JAVIER VELASQUEZ RODRIGUEZ**

**COLEGIO DE ESTUDIOS SUPERIORES DE ADMINISTRACION  
MAESTRIA EN FINANZAS CORPORATIVAS  
BOGOTA, 25 DE MAYO DE 2015**



**FONDOS DE CAPITAL PRIVADO COMO ALTERNATIVA DE INVERSION Y  
FINANCIACION A LAS EMPRESAS MEDIANAS EN EL SEGUNDO MERCADO**

**DAVID RICARDO AFRICANO FRANCO  
JUAN JAVIER VELASQUEZ RODRIGUEZ**

**DIRECTOR  
JHON JIMENEZ TRIVIÑO  
GERENTE COMERCIAL  
CASA DE BOLSA**

**COLEGIO DE ESTUDIOS SUPERIORES DE ADMINISTRACION  
MAESTRIA EN FINANZAS CORPORATIVAS  
BOGOTA, 25 DE MAYO DE 2015**

## Contenido

1. INTRODUCCIÓN.....	7
2. MARCO TEORICO.....	11
2.1 Concepto de pyme .....	11
2.2 Las pymes en Colombia.....	11
2.3 Financiamiento para las pymes.....	13
2.4 Limitaciones de las Pymes.....	19
3. METODOLOGIA.....	21
3.1 Análisis Cuantitativo.....	21
3.2 Análisis Cualitativo.....	21
3.3 Limitantes .....	22
3.4 Resultados esperados .....	22
4. FONDOS DE CAPITAL PRIVADO COMO ALTERNATIVA DE INVERSION Y FINANCIACION A LAS EMPRESAS MEDIANAS .....	23
4.1. Definición .....	23
4.2. Antecedentes y estructura de un FCP .....	26
4.3 Fondos de Capital Privado en Colombia.....	31
5. OPCIONES DE FINANCIAMIENTO EN EL SISTEMA DE CRÉDITO TRADICIONAL Y SEGUNDO MERCADO EN EL MERCADO DE VALORES. ....	35
5.1 Establecimientos de crédito .....	35
5.1.1 Microcrédito.....	37
5.1.2 Crédito Comercial .....	37
5.2 Opciones Adicionales de Financiamiento .....	41
5.2.1 Bancas de Segundo Piso.....	43
5.2.2. Findeter .....	45
5.2.3 Fondo Nacional del ahorro .....	46
5.2.4 Fondo Nacional de Garantías (FNG).....	46
5.2.5 Banco Procredit.....	48
5.2.6 Leasing Financiero.....	49
5.2.7 Fondo Emprender (SENA) .....	50
5.3 SEGUNDO MERCADO .....	51
5.3.1 SITUACION LOCAL.....	51

5.3.2 SITUACION INTERNACIONAL.....	58
6. MODELO DE ASESORIA PARA EMISION EN EL SEGUNDO MERCADO .....	63
6.1 Aspectos generales .....	63
6.2 Guía para el emisor .....	64
6.2.2 Simulador de Bonos Ordinarios.....	70
6.3 Resultados al aplicar los modelo de análisis.....	80
7. CONCLUSIONES.....	83
8. Bibliografía.....	87

## GRAFICOS

Gráfico 1. Composición de las pymes en Colombia .....	12
Gráfico 2. Distribución por sectores pymes.....	12
Gráfico 3. ¿Solicito crédito con el sistema financiero? Respuesta afirmativa (%) Primer Semestre 2012.....	14
Gráfico 4. ¿A qué plazo fue aprobado? (%).....	15
Gráfico 5. ¿Accedió a otra fuente para satisfacer sus requerimientos de financiación? (%).....	16
Gráfico 6. Evolución del financiamiento a las mi pyme y empresas grandes a través de créditos de proveedores.....	16
Gráfico 7. Costo de financiamiento en Latinoamérica .....	17
Gráfico 8. Evolución de la participación de las fuentes de financiamiento de las pymes (1996-2009) (%) .....	18
Gráfico 9. Estructura General de un FCP .....	25
Gráfico 10. Entorno del Capital Privado y Capital de Riesgo en Latinoamérica.....	27
Gráfico 11. Entorno del capital privado y capital de riesgo en Latinoamérica. ....	28
Gráfico 12. Fondos cerrados por etapa de desarrollo en Colombia .....	29
Gráfico 13. Capital Privado vs Ciclo de Negocio .....	30
Gráfico 14. Inversiones en FCP en Colombia como % del PIB 2013.....	31
Gráfico 15. Inversiones en FCP en Latinoamérica .....	32

## TABLAS

Tabla 1. Composición de las Pymes en Colombia.....	11
Tabla 2 Participación de los distintos tamaños de empresas en el empleo, el PIB y las exportaciones en cuatro Países de América Latina.....	13
Tabla 3. Inversiones en FCP en Colombia como % del PIB 2013 .....	33
Tabla 4. Empresas que han recibido capital de los Fondos de Capital Privado en Colombia .....	34
Tabla 5 Establecimientos de Crédito Reporte Mensual de Tasas de interés según modalidad de crédito.....	40
Tabla 6 Cartera por tipo de entidad según modalidad de crédito .....	41
Tabla 7 Destinatarios y Condiciones de Créditos. ....	45
Tabla 8 Pasos para acceder a la garantía de FNG .....	47
Tabla 9. Participación del SM en Colombia .....	52
Tabla 10. Diferencias Mercado Principal y Segundo Mercado.....	57
Tabla 11. Mercados alternativos a nivel internacional en los mercados alternativos a nivel internacional (Septiembre 2014) .....	58
Tabla 12. Parámetros de Entrada .....	65
Tabla 13. Grado de Endeudamiento y Crédito .....	66
Tabla 14. Amortización de la deuda del Crédito con pagos TV con cualquier modo de tasa .....	66
Tabla 15. Activos Fijos .....	67

Tabla 16. Estado de Resultados, Flujo de Caja y Balance General .....	68
Tabla 17. Valoración de empresa.....	69
Tabla 18. Tarifas Deceval.....	76
Tabla 19. Tarifas Calificadoras de Riesgo.....	77
Tabla 20. Tasas de Referencia Banrep.....	77
Tabla 21. BVC: Inscripción y sostenimiento.....	78
Tabla 22. Parámetros Macroeconómicos .....	78
Tabla 23. Condiciones Emisión.....	79
Tabla 24. Otros Costos numerales 2-10. ....	79
Tabla 25. Resultados Herramienta .....	80
Tabla 26. Valor Corporativo de la empresa para diferentes plazos y tasas .....	81

# 1. INTRODUCCIÓN

La mayoría de las empresas en Colombia se encuentran estructuradas como pequeñas y medianas, las cuales juegan un papel importante en el desarrollo económico del país como generador de empleo y crecimiento de la economía. Dentro de esta perspectiva, las necesidades que presentan las empresas por su rápida globalización, es necesario buscar alternativas de financiación que permita la búsqueda de recursos en el mercado de una forma mas económica y aumentar la competitividad.

Para entender el financiamiento disponible, se debe abordar las teorías y la literatura sobre como analizan este tema. De acuerdo a un informe del (Banco Mundial, 2008) el acceso al financiamiento se clasificó como la segunda limitación para las empresas, y la literatura nos da a conocer varios obstáculos como: alto costos de financiación, condiciones de crédito, requerimientos de garantía, recursos limitados de los socios, limitación por parte de entidades bancarias y las pymes no llevan un contabilidad adecuada. Adicionalmente, no logran tener acceso a préstamos de largo plazo influenciado por la subjetividad del analista en la otorgación de créditos que no se ajustan a las necesidades del empresario, optando por crédito con proveedores y recursos propios como fuente de financiamiento.

En la actualidad, las empresas con potencial están acudiendo en los últimos años al sistema del crédito como vehículo de financiación, el 50% de las pymes solicita crédito directo con las entidades financieras distribuido de la siguiente manera por sector: industria 48%, comercio 42% y servicios 46% (Ministerio de Hacienda y Credito Publico, 2013) en adelante (MHCP) Generalmente las empresas que no participan de estas estadísticas son patrimonios familiares, las cuales mezclan los recursos de la operación y la manutención de la familia.

Las principales bases teóricas que buscan explicar el financiamiento se han desarrollado en escenarios de grandes empresas y mercado de capitales más robustos. Actualmente existen dos fuentes básicas de financiación: la deuda y el capital de socios; para (Briozzo & Vigie) la deuda se caracteriza porque otorga un derecho de reclamo al acreedor, posee vencimiento

y no implica control de administración, por lo tanto la decisión de estructura de capital en el tiempo es parte fundamental de cómo se van a financiar los activos en el largo plazo para ser sostenibles una empresa. Y las fuentes internas como el capital de los socios es tomado como una fuente interna de autofinanciamiento.

Según (Berengue, Faces, & Soto) para las pymes españolas, a medida que crecen, ganan experiencia y se vuelven más transparentes sus necesidades de financiación y opciones cambian, dividido en tres puntos i) Las empresas en fase de creación dependen de las fuentes internas, ii) a medida que la pyme va creciendo, se incrementan el acceso a las financiación de carácter inmediato, como el capital de riesgo, los bancos e instituciones financieras. La empresa dispone de un producto demostrando su éxito en el mercado pero pretende aumentar la cuota de mercado, iii) si la empresa continua creciendo acude a los mercados de capitales. Para (Hernandez), el caso Colombiano estas tres fases de crecimiento para un empresario no existen y carece de bases para desarrollarse como consecuencia de la falta de información contable adecuada que le permita garantizar recursos a través del crédito y un conocimiento por parte del empresario, que por consiguiente les permita mejorar su capacidad instalada rezagándolos del mercado.

En contraste con lo anterior, para las empresas pequeñas no se evidencia una planeación en busca de un nivel de estructura óptimo al servicio de la deuda y se percibe un empresario restringido frente a las instituciones financieras. Por tal razón, para el proyecto de investigación nos limitamos a empresas medianas partiendo de un supuesto de información asimétrica y los resultados empíricos muestra mejor estructuración de su pasivo como se ha visto a través de medios tradicionales como líneas de redescuento y créditos garantizados con instituciones como Bancoldex y FNG.

Este estudio tiene como finalidad exponer una alternativa de financiamiento más eficiente para las empresas medianas a través de los Fondos de Capital Privado desde la óptica del segundo mercado en el mercado de valores en adelante SM. El objetivo principal es la desintermediación de deuda, de acuerdo al Decreto 1019 de 2014 publicado por el MHCP modificando la reglamentación general del SM. En la actualidad este marco normativo permite la negociación de títulos emitidos por empresas sin la obligación de completar los

requisitos de la Bolsa de Valores de Colombia como se hace actualmente en diferentes países, el mercado de capitales permite obtener recursos financieros a menor costo fomentando el acceso a empresas que necesitan recursos de largo plazo para capital de trabajo, expansión de la capacidad instalada o mejorar la estructura de capital. Basados en un artículo de (Miguel Acosta), el mercado secundario para pymes en Brasil, ofrece a todo tipo de empresas financiarse mediante el llamado “Mercado Balón” esta iniciativa creada después de cinco meses tiene 170 socios, 50 creadores de mercado y 16 empresas listadas. Y en Estados Unidos existe el SM de renta variable como parte del Nasdaq acciones de empresas medianas y se caracteriza por tener reglas más flexibles que el New York Stock Exchange pero siguen publicando sus estados financieros.

Desde el punto de vista del capital privado y capitales de riesgo, en el caso de Brasil de (Ribeiro, Leonardo, 2007) están aportando en el mercado de capitales, es decir las empresas van respaldadas y representan cerca de la mitad de la cantidad recaudada por ofertas públicas. Para (Agundu, Prince; Dagogo Daibi, 2009) parte del capital de riesgo como opción de financiamiento para la transformación de las pymes. En Nigeria a través de encuestas a 120 pymes los capitales de riesgos superan a las empresas no financiadas, en las cuales están empresas quedan con bases sólidas y la gestión es fuente fundamental en el crecimiento.

Por lo tanto, esta alternativa es un vehículo de inversión o financiación alternativa a los instrumentos tradicionales para las empresas que tienen grandes limitaciones y barreras de entrada para acceder al crédito, en la cual generan externalidades positivas mejorando su actividad, desarrollo de proyectos y objetivos que se plantean en un horizonte de tiempo de largo plazo. Además de actuar como proveedores de financiamiento, las empresas buscan fuentes de financiamiento con la creación de fondos de inversión especializada en deuda de pymes o la canalización de deuda a través del SM destinados a gestionar de forma profesional y técnica con un mercado cada vez más competitivo bajo la estrategia de una empresa sostenible y rentable en el tiempo.

Por otro lado, el éxito de ingresar al mercado de capitales es encontrar una correcta estructuración de la deuda por parte del empresario, en la cual los fondos de capital privado canalizan los recursos haciendo de estas empresas más emprendedoras y competitivas, generando mayor solidez frente a los tratados de libre comercio. En resumen, la brecha de acceso a financiamiento para Pymes se constituye como una oportunidad potencial dentro del proceso de desarrollo y consolidación de la industria de Capital Privado en Colombia. Los fondos de capital son actores clave en la consecución de recursos por parte de empresas pertenecientes al segmento Pyme y en esta medida jugadores relevantes en el acceso a fuentes de financiamiento alternativas para estas empresas. Adicionalmente, el aporte de los fondos de capital al desarrollo de compañías en este segmento tiene una implicación más allá del acceso a recursos: el fortalecimiento y consolidación de su operación a través de apoyo y conocimiento en términos de gerenciamiento, gobernanza y control, entre otros aspectos en los que los fondos aportan su valioso y amplio conocimiento y experiencia

Para la elaboración del presente trabajo, se divido de la siguiente manera: en el Capítulo 2 se presenta una descripción general de la composición y estructura del financiamiento de las pymes en Colombia. El Capítulo 3 describe las limitaciones presentadas en el desarrollo de la investigación y las posibles alternativas para solucionarlo. El Capítulo 4 define el capital privado describiendo como puede interactuar con la industria. Además se muestra el flujo de recursos en el mundo y como Colombia cuenta con los recursos de inversión. El Capítulo 5 se analizan las fuentes de financiamiento tradicional para empresas y las fuentes de recursos para inversión en capital privado desde la óptica de una empresa mediana reflejando el reto que afrontan para el acceso a crédito y la capacidad mantenerse en el mercado. De esta forma se procede a evaluar la opción incipiente en nuestro país pero que puede tener gran potencial llamado SM; sobre la cual se analiza una reestructuración de deuda y sus efectos en los indicadores de la empresa. El Capítulo 6 se realiza una valoración de una empresa en la cual se implementara un modelo de asesoría paso a paso para empresas que estén interesadas en mejorar su estructura de apalancamiento por medio del SM conociendo de manera detallada sus costos de operación y su estructura de capital en un horizonte de tiempo determinado con diferentes tipos de interés la cual le permite tomar una decisión sin incurrir en costos de asesoría previos.

## 2. MARCO TEORICO

### 2.1 Concepto de pyme

En esta parte se da una aproximación al marco legal de las pymes en Colombia, la cual es uno de los sectores productivos más significativos para las economías de los países emergentes, como contribución al crecimiento económico y generación de riqueza y empleo. En Colombia está clasificado en micro, pequeñas, medianas empresas, esta clasificación está reglamentada por la ley 590 de 2000 como la Ley Pymes y sus modificaciones en la ley 905 de 2004, de acuerdo a esta definición se establece la siguiente relación:

**Tabla 1. Composición de las Pymes en Colombia**

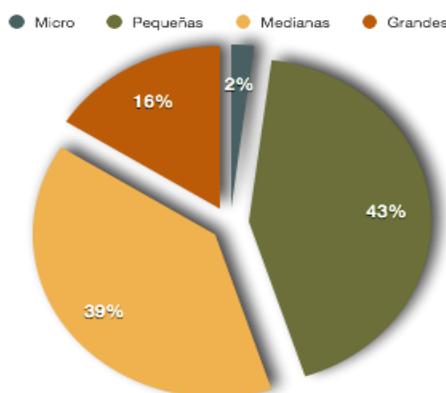
Tamaño	Activos Totales SMMLV	Personal
Microempresa	Hasta 500	No superior a diez trabajadores
Pequeña	Superior a 501 y hasta 5.000	Entre 11 y 50 trabajadores
Mediana	Superior a 5.001 y hasta 30.000	Entre 51 y 200 trabajadores
	SMMLV para el año 2014 \$616.000	

*Datos:* (Supersociedades, 2011) (Colombia, 2012) Microempresa: Activos Totales (hasta 308MM), Pequeña (309MM-3080MM) y Mediana (3081MM-18480MM)

### 2.2 Las pymes en Colombia

Según la Superintendencia de Sociedades, las Pymes en el 2011 representaban el 96 % de las empresas Colombianas; generan el 63 % del empleo industrial; realizan el 25 % de las exportaciones no tradicionales; pagan el 50 % de los salarios y aportan el 25 % del PIB, según datos del Ministerio de Desarrollo. De acuerdo a este estudio se distribuye de la siguiente manera:

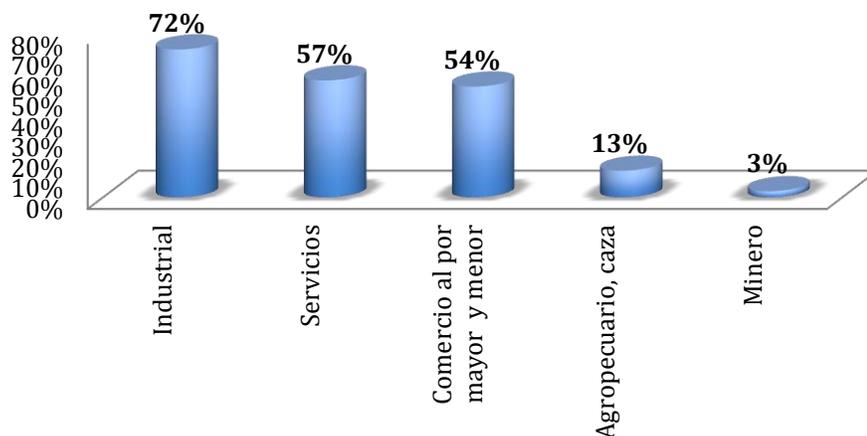
**Gráfico 1. Composición de las pymes en Colombia**



*Fuente: (Supersociedades, 2011)*

Dentro esta composición los sectores más activos de las Pymes son principalmente las actividades industriales representadas por el 72 %, seguido de las actividades de servicios con el 57 %, y comercio al por mayor y menor con el 54 % respectivamente como se puede observar en el gráfico 2.

**Gráfico 2. Distribución por sectores pymes**



*Fuente: Supersociedades, Cálculos propios*

El aporte de las pymes en el crecimiento económicos juega un importante papel en la senda del crecimiento económico, según un artículo de (Cardenas, Patricia, 2002) en Colombia el 25 % del Pib y 63 % del empleo en el país las pymes. En la unión europea constituye

alrededor de 95 % y 53 % del empleo, en Estados Unidos son aproximadamente 25 millones de empresas pequeñas que proveen el 75 % del empleo. En América Latina las empresas grandes contribuyen más al Pib de un 71,5 % y las pymes es una proporción muy baja como se puede observar en el tabla 2.

**Tabla 2 Participación de los distintos tamaños de empresas en el empleo, el PIB y las exportaciones en cuatro Países de América Latina**

	<b>Microempresas</b>	<b>Pequeñas Emp</b>	<b>Medianas Emp</b>	<b>Grandes Emp</b>
<b>Empleo</b>	30,4	16,7	14,2	38,7
<b>Pib</b>	7,3	9,8	11,4	71,5
<b>Exportaciones</b>	0,2	1,8	6,4	91,6

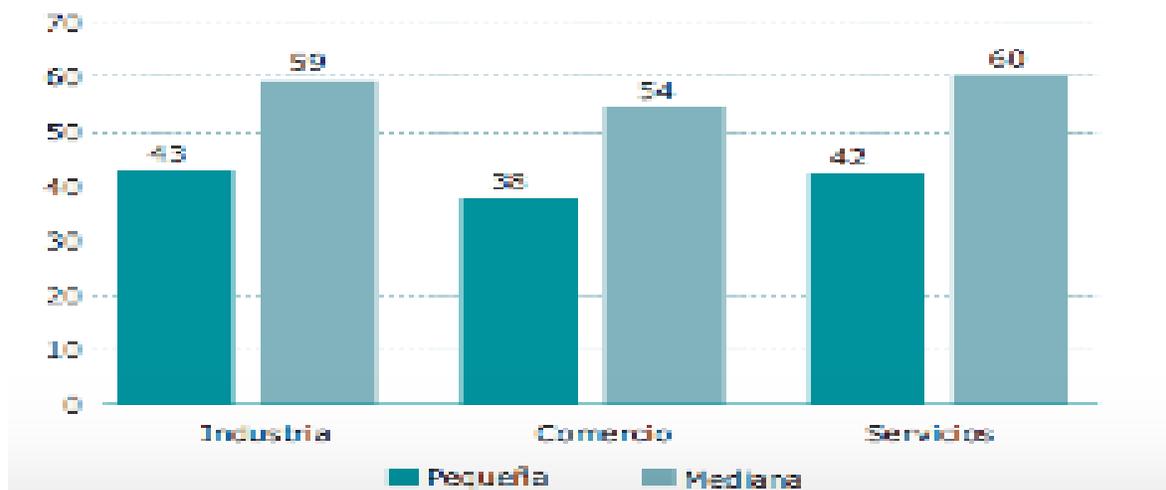
*Fuente: (Ferraro, 2014), Los países considerados son: Argentina, Brasil, Chile y México*

Con los apoyos recibidos las pymes siguen generando un bajo impacto en el PIB, no se están generando nuevas plazas de empleo y las exportaciones de los principales países de la región se ven principalmente en las empresas medianas. Según lo anterior se pone evidencia el aporte significativo en términos de la estructura productiva y su importancia en la capacidad de innovación y fortalecimiento del sector. En la mayoría de los países se mantiene una alta influencia en la economía en general, se han generado prácticas de apoyo por parte de la banca y los gobiernos en busca de promover mayor generación de empleo y la internacionalización para poder competir entre mercados.

### **2.3 Financiamiento para las pymes**

Las fuentes de financiamiento pueden contribuir a que las Pymes puedan acceder a nuevos mercados y ser más productivas. Aunque no hay mucha información sobre el desempeño financiero y su estructura de capital, se presenta una falta de acceso al financiamiento, en las cuales (Banco Mundial, 2008) indican que la formas más utilizadas son los préstamos al sector financiero y proveedores.

Gráfico 3. ¿Solicito crédito con el sistema financiero? Respuesta afirmativa (%) Primer Semestre 2012

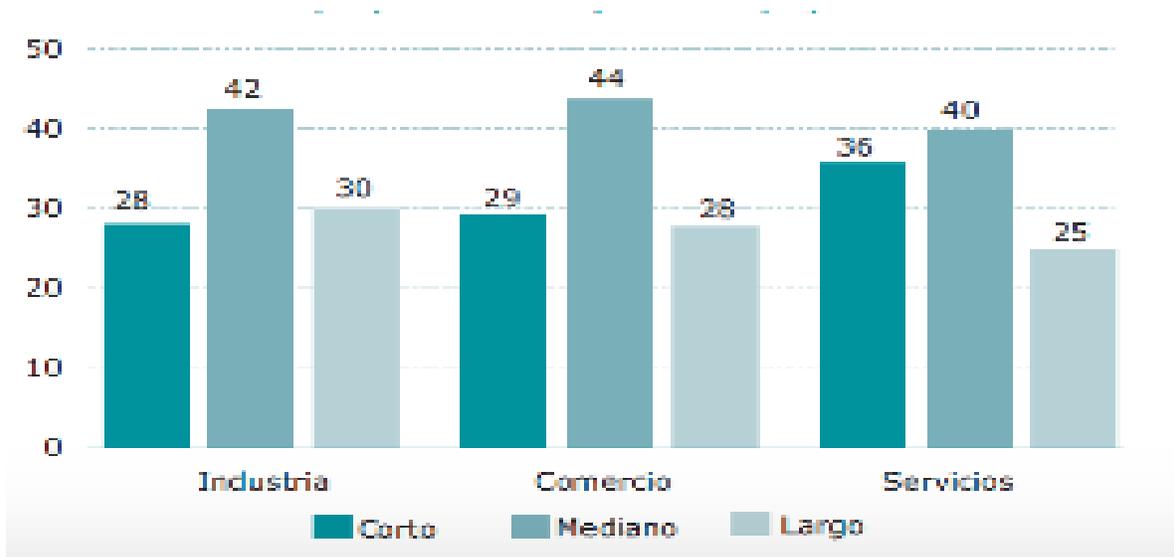


Fuente: (Ministerio de Hacienda y Credito Publico, 2013)

El gráfico 3 ilustra como las empresas medianas solicitan más crédito al sector financiero que las empresas pequeñas, lo cual puede ser explicado, entre otras razones, por los requisitos de información para el acceso a estos servicios, los trámites a realizar, el tiempo de aprobación y los costos de los servicios según (Ministerio de Hacienda y Credito Publico, 2013).

En relación con el plazo al que les fue aprobado el crédito, se observa que las entidades del sistema financiero ofrecen créditos a las Pymes principalmente a corto y mediano plazo. Los créditos aprobados a largo plazo representan menos del 30% para este tipo de entidades. Este es uno de los indicadores que demuestran las dificultades de acceso a recursos de largo plazo para las Pymes y que pueden ser solucionadas con el desarrollo del SM.

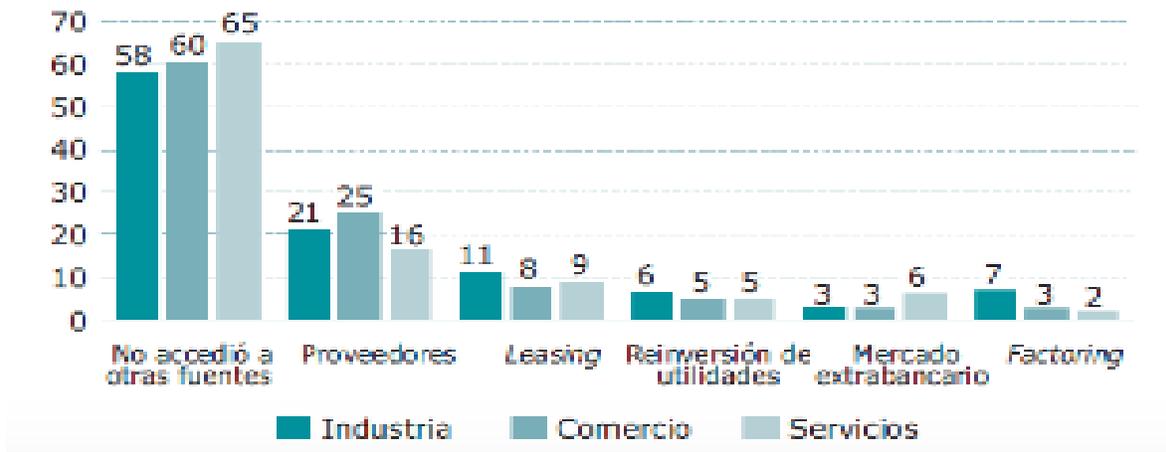
Gráfico 4. ¿A qué plazo fue aprobado? (%)



Fuente: (Ministerio de Hacienda y Credito Publico, 2013)

De otra parte y en relación con el acceso a crédito, es de destacar que el Gobierno Nacional ha establecido una serie de líneas de redescuento dirigidas a pequeñas y medianas empresas, a través de Finagro y Bancoldex, las cuales con corte en el primer semestre del año 2012, representan entre el 14% y el 15% de los créditos aprobados de acuerdo a Fedesarrollo. De esta manera, se produce una interacción muy importante entre los instrumentos públicos y el intermediario privado, pero igualmente las empresas pequeñas y medianas optan por acceder alternativamente al financiamiento por medio de sus proveedores como la segunda mejor opción a costos más bajos como se puede observar en la gráfico 5. Para el sector industrial esto representó el 21 %, sector comercio el 25 % y servicios el 16 %.

Gráfico 5. ¿Accedió a otra fuente para satisfacer sus requerimientos de financiación? (%)

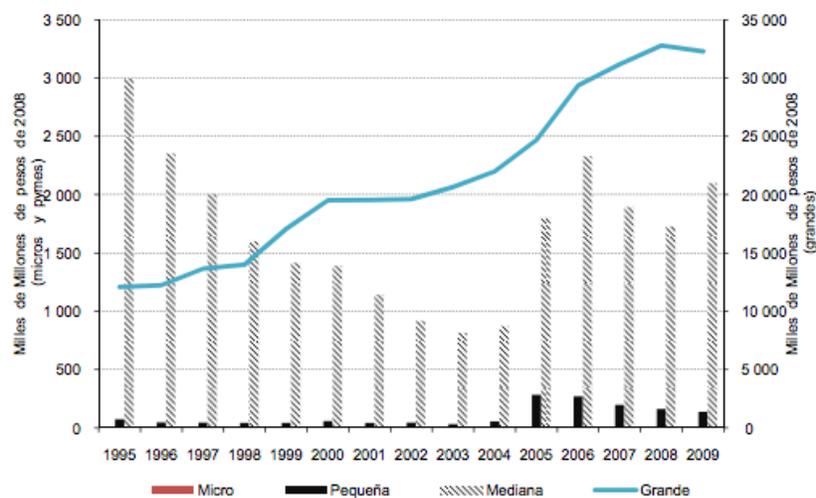


Fuente: (Ministerio de Hacienda y Crédito Público, 2013)

La estructura financiera de acuerdo a (Bart van Hoof, 2006) se centra en el patrimonio más o menos 50 %, los proveedores el 25 % y créditos a corto plazo un 25 %. En general la deuda se concentra en el corto plazo principalmente para capital de trabajo y obligaciones financieras.

Gráfico 6. Evolución del financiamiento a las mi pyme y empresas grandes a través de créditos de proveedores

(En miles de millones de pesos de 2008)

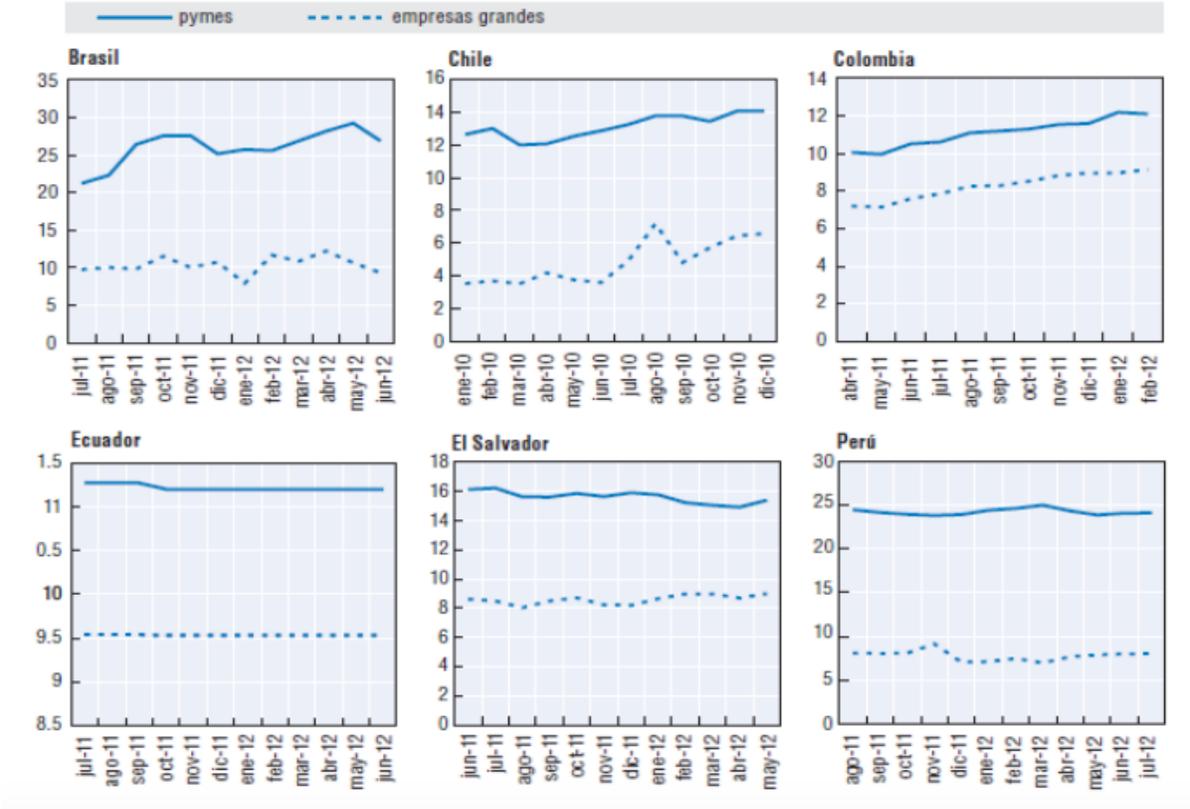


Fuente: Política pública e instrumentos de financiamiento a las pymes en Colombia, (Zuleta, Luis, 2011)

Nota: Deflactado con índice de precios al consumidor (IPP)

En el gráfico 7 se muestra la evolución del crédito a través de proveedores en la cual las empresas medianas desde el año 1995 al 2004 tuvieron una disminución en los créditos de proveedores pero a partir del 2005 hay un apetito por ese tipo de financiamiento. Para las empresas pequeñas su aparición en la gráfica empieza desde el 2005 al 2009 pero con una participación muy leve, mientras para las empresas grandes la participación del endeudamiento es creciente y constante en el tiempo. La tendencia muestra la clara diferencia en las fuentes de financiación entre las empresas grandes y las Pymes.

Gráfico 7. Costo de financiamiento en Latinoamérica

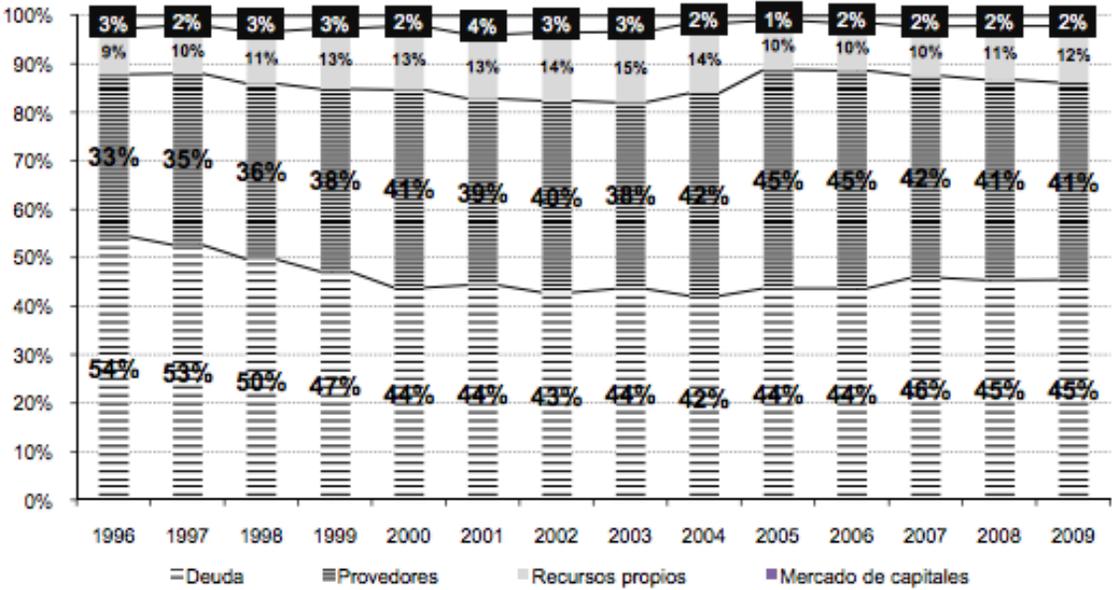


Fuente: (Ferraro, 2014)

El crecimiento del endeudamiento bancario de las pymes vs empresas grandes desde 2011 se puede evidenciar las tasas de interés de las entidades financieras son superiores para las pymes en los seis país en la gráfica 8, esto indica ciertas restricciones en la otorgación de

créditos en cuanto a los niveles de endeudamiento dependen del tamaño de la empresa, nivel de activos y patrimonio. De acuerdo al (Banco Mundial, 2008) se subestima el verdadero tamaño de las pymes debido a la informalidad limitando su posibilidad en la otorgación de créditos o tener acceso a los programa de apoyo del gobierno.

Gráfico 8. Evolución de la participación de las fuentes de financiamiento de las pymes (1996-2009) (%)



Fuente: Política pública e instrumentos de financiamiento a las pymes en Colombia, (Zuleta, Luis, 2011)

El diseño de productos financieros alternativo al crédito tales como el SM es un esquema de financiación incluido en el Decreto 2555 de 2010, en el cual su principal objetivo es facilitar el acceso al mercado de capitales. Este mecanismo es la manera en la cual las empresas puedan emitir en el mercado secundario ya que en el mercado primario tiene dificultades por los requerimientos financieros, información y costos. De acuerdo a (Clavio, Sergio, 2014) el acceso a pequeñas y medianas empresas es nulo como se puede observar en la gráfico 8 con una participación del 2% y 3% para empresas grandes.

## 2.4 Limitaciones de las Pymes

De acuerdo a (Campos, Rosario, 2013) señala que las principales barreras que limitan la inserción externa de las pymes son la escasez de capital de trabajo para financiar exportaciones y la falta de capacidades gerenciales -incluyendo conocimiento y tiempo- para identificar oportunidades de negocios, analizar mercados extranjeros y contactar clientes potenciales.

Las pymes tienen grandes limitaciones y barreras para el acceso a instrumentos de crédito; generado por falta de condiciones que mejoren su perfil de riesgo frente al sistema. En la actualidad se deben limitar a endeudamiento en niveles altos y con horizontes de tiempo cortos, que limitan su actividad, desarrollo de proyectos y objetivos que se plantean. La mayor destinación de los recursos se destina a capital de trabajo, es el principal activo que tienen las compañías y aunque es la estructura de corto plazo, requiere un mayor plazo de amortización en una empresa en crecimiento. Adicionalmente la especialización en un solo producto o servicio las hace más vulnerables a cualquier cambio en el sector en el que desarrollan su actividad y al no tener alternativas de financiación les resulta bastante costoso a los socios de la empresa o a través de endeudamiento para mantenerlas con suficiente capital del trabajo y en segunda instancia muy lejana la consolidación del pasivo.

Otra de las desventajas es su flujo de caja puede verse afectado por caída en las ventas como consecuencia de manejarlo al día generalmente, manejan márgenes operativos bajos debido al manejo poco eficiente de costos y gastos.

La explicación de este fenómeno se basa en un artículo de (Cnn, 2012) en los principales obstáculos de los créditos para las pymes:

1. Condiciones macroeconómicas: un mal desempeño económico impacta en la otorgación de créditos.

2. La asimetría de información: es un obstáculo para una empresa menor a dos o tres años donde su calidad de información es ineficiente.
3. Garantías: Los requerimientos son mayores para las pymes que para las empresas grandes.
4. Factores culturales: los dueños de las empresas no está acostumbrados a líneas de créditos.

El acceso al financiamiento significa uno de los principales retos para la supervivencia y el crecimiento sostenible, solo las empresas grandes pueden obtener fuentes de financiamiento y con mejores planes de negocios. En este momento las empresas medianas y pequeñas pueden estar siendo excluidas en un financiamiento de largo plazo minimizando sus posibilidades de desarrollo, por lo tanto, mecanismos para minimizar la informalidad financiera y contable pueden fortalecer su participación para ser más competitivas y acceder a nuevos mercados.

## **3. METODOLOGIA**

La metodología se enfoca en el análisis financiero de las empresas creando una metodología sencilla capaz de ayudar al empresario en hacer su empresa sostenible en el tiempo. El método a seguir será establecer un análisis cuantitativo y cualitativo que soporte teóricamente el modelo a desarrollar:

### **3.1 Análisis Cuantitativo**

El método de trabajo consiste en una simulación de estados financieros en una empresa como insumo para la realización de una valoración, la cual nos permite un análisis cuantitativo detallado a la estructura de financiamiento actual. El alcance de la metodología consiste en una propuesta que incluye a) examinar las actuales políticas al interior de la empresa y políticas del país en pro de mejorar el servicio de la deuda y b) ofrecer una nueva alternativa de financiamiento que refleje las condiciones que ofrece el SM y las implicaciones en la estructura de deuda y valor de la compañía.

### **3.2 Análisis Cualitativo**

En esta cartilla se encontrará una guía práctica que permitirá conocer de manera práctica el Decreto 1019 de 2014, con una explicación clara de los artículos modificados y de cómo se pueden implementar en empresas medianas en caso que necesite hacer una emisión en el mercado de capitales. Se proporcionará una herramienta de fácil manejo e interacción para el empresario conozca a detalle las diferentes posibles emisiones y los costos que llevan a realizar este proceso, así como las entidades con las cuales tendrá que establecer los requisitos de la emisión y valorar si el trámite hace rentable la operación, de esta forma se pone a disposición una opción de valoración general.

### **3.3 Limitantes**

Se describen las limitaciones que de alguna manera afectan la realización del estudio:

- La veracidad de los datos puede existir un sesgo por esta razón se contactara al empresario para el otorgamiento de información financiera o aclaración de dudas con respecto a sus estados financieros.
- El diseño del modelo en Excel se ve limitado por las tarifas de los agentes tales como depósitos, bolsa de valores, banca de inversión para el proceso y mantenimiento de la emisión. Por lo tanto, los valores que se colocaron son valores aproximados que pueden ser ajustados en lo momento en el cual el mercado conozca los valores reales.

### **3.4 Resultados esperados**

Se parte de un análisis, en el cual se evalúa una empresa partiendo de la situación actual y futura de sus pasivos, por consiguiente se crea una herramienta estratégica que dé el impulso a los empresarios para conocer una nueva alternativa de financiamiento por medio de una emisión de deuda para un proyecto o inversión. Adicionalmente se busca dar una guía y fácil dirección para llevar a cabo dichos procesos.

## **4. FONDOS DE CAPITAL PRIVADO COMO ALTERNATIVA DE INVERSIÓN Y FINANCIACIÓN A LAS EMPRESAS MEDIANAS**

### **4.1. Definición**

Los fondos de capital privado (en adelante FCP) es una forma de financiamiento para el empresario que no cotiza en bolsa, con la finalidad de generar valor y generar un retorno a sus accionistas e inversionistas. Adicionalmente los FCP se convierten en un socio estratégico y asesor de las empresas en las que invierten, involucrándose directamente con la administración en asesoría estratégica, financiera, legal, operativa, como de contactos comerciales. Por otro lado, los fondos de acuerdo a (KPMG, 2012) también crean externalidades positivas que benefician a la sociedad contribuyendo a la labor del gobierno.

A partir de la vigencia del Decreto 2175 de junio de 2007 (hoy Parte 3 del (MHCP, Decreto No 2555 de 2010, 2010)), de acuerdo con el artículo “Se considerarán fondos de capital privado las carteras colectivas cerradas que destinen al menos dos terceras partes de los aportes de sus inversionistas a la adquisición de activos o derechos de contenido económico diferentes a valores inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores-RNVE”. Conforme a la anterior definición: ¿Que es una cartera colectiva y sea cerrada?, de acuerdo con la normatividad vigente (Ibid), una cartera colectiva es “todo mecanismo o vehículo de captación o administración de sumas de dinero u otros activos, integrado con el aporte de un número plural de personas determinables una vez la cartera colectiva entre en operación, recursos que serán gestionados de manera colectiva para obtener resultados económicos también colectivos (..). Y son carteras cerradas, aquellas en las que la redención de la participación se hace al final del plazo de acuerdo a la duración de la cartera colectiva.

Las carteras colectivas o fondos de inversión captan dinero de inversionistas institucionales o personas naturales las cuales son canalizadas a las empresas. Estas inversiones de capital

privado se dividen en cuatro grupos, dependiendo del tamaño y nivel de desarrollo de las empresas en las que invierten (Perezcano & Fabre, 2005):

- i) Capital Semilla (Seed Capital), financiamiento de empresas que no han establecido operaciones comerciales, y que están en la etapa de investigación y desarrollo del producto. En esta etapa, una empresa requiere alrededor de 100 mil y 1 millón de dólares.
- ii) Capital de desarrollo (Early Stage), financiamiento para empresas que estén en las etapas iniciales de desarrollo de producto, manufactura, mercadeo y venta. En esta etapa, el financiamiento de las operaciones y el crecimiento pueden requerir desde 500 mil y hasta 5 millones de dólares.
- iii) Capital de expansión (Expansion capital), financiamiento para empresas que ya están consolidadas en su mercado y buscan crecer mediante proyectos pueden requerir desde 2 y hasta 20 millones dólares.
- iv) Capital de consolidación (Later Stage), financiamiento para empresas que buscan lograr una masa crítica que les permita acceder a los mercados públicos de capital mediante una colocación primaria de acciones o bonos en el mercado secundario, estos proyectos pueden requerir entre 10 y 50 millones de dólares.

De acuerdo con lo anterior (Naidech & Scott W) la estructura general de un FCP tiene tres grupos principales: i) los inversionistas, ii) administrador del fondo, y iii) la empresa en que se invierte. Por lo tanto existe un administrador del fondo que se encarga del análisis de las empresas y decir en cuales se pueden invertir y cuáles no. Este administrador revisa que cumplan con el perfil establecido por los inversionistas. Después de un horizonte de tiempo aproximadamente entre ocho a diez años y logrado el objetivo de la empresa, el fondo requiere los recursos con el capital más los intereses de su inversión inicial como se puede observar en el gráfico 9.

Gráfico 9. Estructura General de un FCP



Fuente: (Perezcano, Luis, 2010)

De acuerdo a (Perezcano & Fabre, 2005) el encargado de operar el fondo y diseñarlo es el administrador del fondo invirtiendo un 1% del capital total, esperando un rendimiento anual del 1.5% al 2.5% del total de capital invertido y recibe una comisión del 20% y 30% del rendimiento general sobre el capital aportado por los inversionistas.

Los inversionistas aportan capital en la forma de cuotas de administración y recursos para inversión, y reciben entre el 70% y 80% del rendimiento generado. Es importante aclarar que los fondos funcionan en base a compromisos de capital, es decir, no administran recursos líquidos. Los inversionistas se comprometen a cumplir con las llamadas de capital que haga el fondo cuando exista la necesidad de fondear una inversión. De la misma forma, cuando el fondo recibe dinero de las empresas en las que invierte, ya sea por un evento de liquidez, pago de dividendos, etc., regresa el dinero a sus inversionistas en la forma de una distribución. Antes de que el administrador tenga derecho a cobrar la comisión de éxito, los

inversionistas deben recuperar el total del capital aportado más un rendimiento preferente de entre el 6% y el 10% anual.

#### **4.2. Antecedentes y estructura de un FCP**

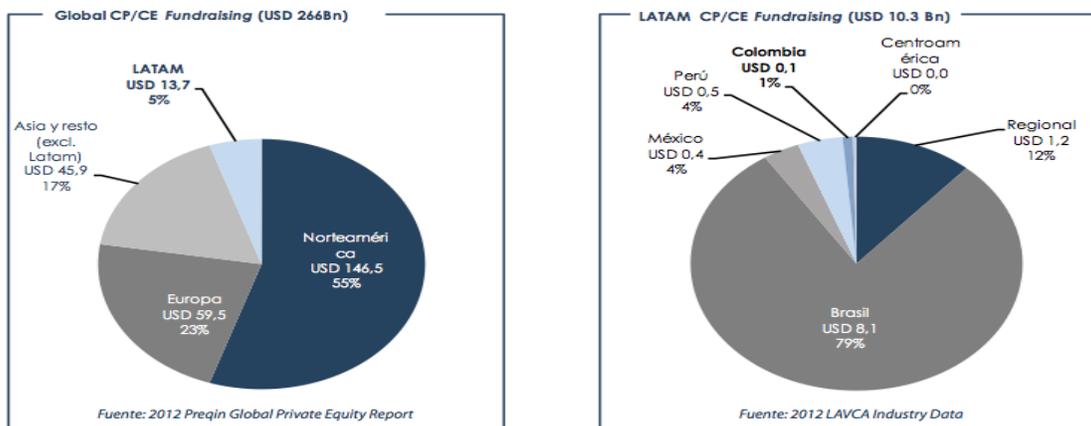
Los FCP han financiado empresas y proyectos desde hace siglos, cobran especial importancia en los Estados Unidos en los últimos 30 años con el surgimiento de la firma “American Research and Development Corporation” momento en cual nacieron las carteras colectivas. En principio era una buena oportunidad para invertir en compañías dedicadas a la comercialización de nueva tecnología tanto para la guerra como para innovación. Posteriormente fue el nacimiento de otra firma “Publicly traded closed-end fund”, con el principal objetivo era la liquidez de las participaciones inversionistas, las cuales eran transadas en el Mercado Público de Valores. Posteriormente, fueron detectados con esta figura ya que se comercializaban estos valores sujetos con perfiles que no se adecuaban a las políticas propias de un FCP. Según (Restrepo & Juanita, 2012) en 1958 se promulgó la ley de inversión para los “Small Business Investment Act” que creó una entidad subsidiada por el gobierno con la finalidad de promover los flujos a pequeños negocios porque no podían entrar a créditos bancarios por el nivel de riesgo.

Por ejemplo compañías como Microsoft, Dell, Yahoo, Federal Express, Starbucks, y muchas otras en el mundo, han sido financiadas con recursos aportados por fondos de capital privado. En los Estados Unidos, se estima que en el 2009 existían aproximadamente 1.400 fondos, con capital comprometido de más de \$200 mil millones de dólares; entre los años 2000 y 2008 se estima que se financiaron más de 36.000 compañías. En economías emergentes, el capital privado hay un gap muy grande generando falta de acceso de empresas medianas y pequeñas a esquemas de financiamiento tradicional. En países como Corea, India, China, Israel, Hong Kong, Indonesia y Sudáfrica, esta industria está mucho más desarrollada que en México. En Latinoamérica, por su parte, Argentina y Brasil son los países que tradicionalmente han captado mayor inversión de capital privado de acuerdo a (Kapital, 2010)

En Colombia el interés por estos recursos que proviene de fondos de pensiones y cesantías fueron autorizados para realizar este tipo de operaciones en su calidad de inversionistas institucionales según el (Decreto 2175, 2007), las aseguradoras, inversionistas institucionales o de inversionistas ángeles buscan altos retornos de inversión en limitados periodos de tiempo; los inversionistas ángeles es un grupo de personas que aportan fondos de su propio capital esperando un buen retorno.

Según el gráfico 10, los flujos de inversión extranjera directa en Colombia ha ido aumentando privado, lo cual posiciona a Colombia como el tercer jugador más importante en la región, los flujos se han ido trasladando hacia los mercados emergentes desde Oriente Medio, Europa, América Latina y Asia. Debido a la actual crisis y la inestabilidad de los mercados internacionales, Colombia es actualmente el cuarto país en Latinoamérica en consecución de recursos y representa el 1% de la inversión total de Latinoamérica.

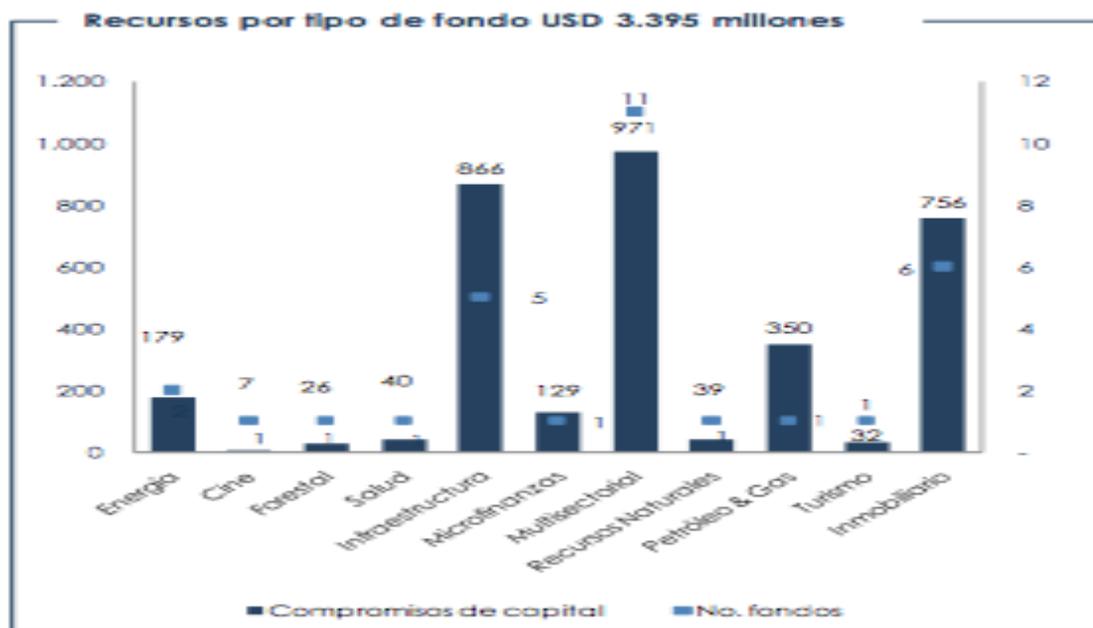
**Gráfico 10. Entorno del Capital Privado y Capital de Riesgo en Latinoamérica**



*Fuente: Bancoldex 2012. Catálogo de Fondo de Capital Privado en Colombia*

El capital comprometido en los fondos ha mostrado un crecimiento anual del 71% desde el 2005 y se perfila como una fuente de financiamiento. El 29% de los recursos comprometidos en FCP se destinan a fondos multisectores, el 26% a fondos de infraestructura y el 22% a fondos inmobiliarios de acuerdo a (Bancoldex Capital)

Gráfico 11. Entorno del capital privado y capital de riesgo en Latinoamérica.

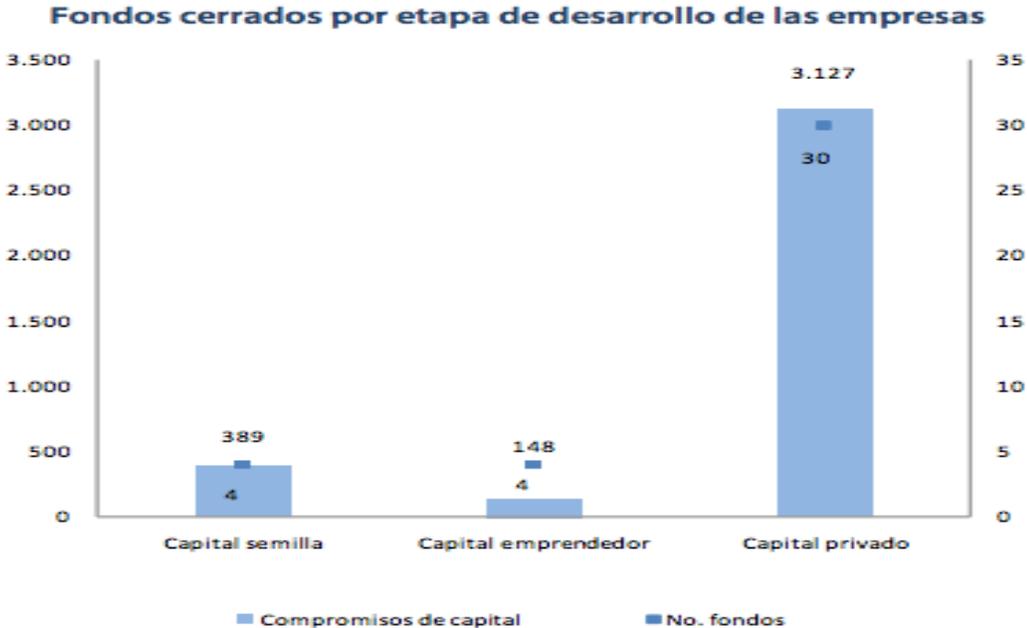


Fuente: Bancoldex 2012. Catálogo de Fondo de Capital Privado en Colombia

Hoy en día, las compañías de innovación que se encuentran en cero o en estado de desarrollo y crecimiento, se les dificulta el acceso a créditos por las instituciones financieras debido a la falta de historia crediticio, probabilidad de quiebra y reducido capital social. Según (Cabo, Valverde, & R-F, 2008) la habilidad de las empresas para sacar provecho de oportunidades de inversión depende en un grado importante de las limitaciones financieras que enfrentan. En este aspecto, las Pymes presentan un alto riesgo de vulnerabilidad debido a la globalización y mejoras en tecnologías, hoy en día las pymes se enfrentan a altos costos de financiación, por lo tanto es necesario crear ampliar sus fuentes de financiamiento actual. Teniendo en cuenta lo anterior, existe la necesidad de los FCP sean una fuente de financiamiento en empresas medianas como forma de contribución a la expansión y mayor generación de empleo.

La existencia de los fondos de capital privado / venture capital (capital emprendedor) es relativamente reciente en el país, donde los fondos de capital emprendedor han mostrado una evolución significativa en muy poco tiempo, pasando de la existencia de un fondo de capital emprendedor en 2012 a la existencia de cuatro en 2013. El capital comprometido en fondos de capital emprendedor ha mostrado un crecimiento de 568% entre septiembre de 2012 a septiembre de 2013, generando una alternativa de financiamiento importante para los empresarios colombianos de acuerdo a (Bancoldex Capital)

Gráfico 12. Fondos cerrados por etapa de desarrollo en Colombia



Fuente: Bancoldex 2012. Catálogo de Fondo de Capital Privado en Colombia

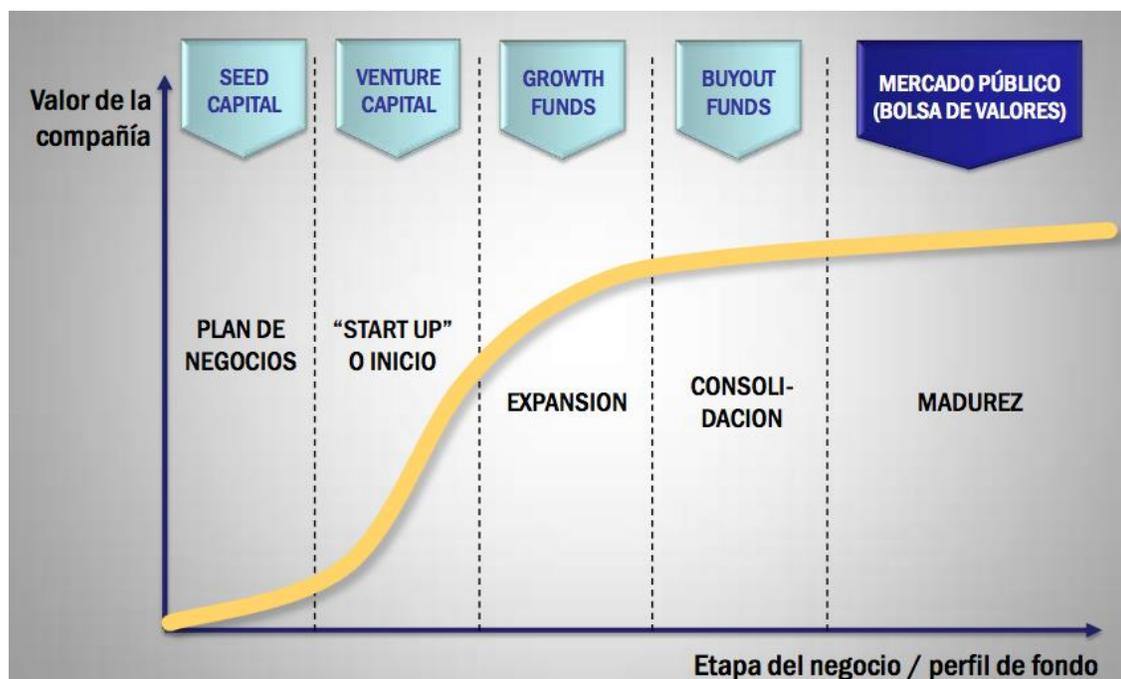
De acuerdo al gráfico 12, los FCP no aportan capital al desarrollo de proyectos nuevos o planes desde cero para el caso de Seed Capital solo proveen recursos desde el punto de early stage, donde la empresa está constituida y representa un intereses para el fondo como se puede observar en el Grafico 13, la etapa productiva de una inversión resulta ser una herramienta de financiamiento bastante atractiva para empresas con gran potencial de crecimiento y con un posicionamiento en el mercado establecido con anterioridad para el

mejoramiento de su capital de trabajo, apertura de nuevos mercados, servicios o la expansión del negocio.

Para (Perezcano & Fabre, 2005) las tres etapas en su ciclo de vida de un FCP, i) creación del fondo y levantamiento de recursos (uno a dos años), ii) periodo de inversión y monitoreo de empresas (5 años); y iii) salida o venta de las empresas en las que se invirtió. De esta manera (Charvel & L) menciona que los inversionistas y el empresario comparten riesgos y beneficios en forma proporcional; las inversiones, a través de capital privado generalmente sus ganancias son en el mediano plazo de cinco a siete años en empresas con alto potencial de crecimiento.

En la actualidad existen varios ejemplos de financiamiento mediante capital privado, casos como las empresas Apple, Google y Amgen. Las tres empresas en diferentes oportunidades fueron promovidas con FCP en cualquier momento de las tres etapas del ciclo de vida de acuerdo a (Rodrigo Rosas Ventura, 2013).

Gráfico 13. Capital Privado vs Ciclo de Negocio



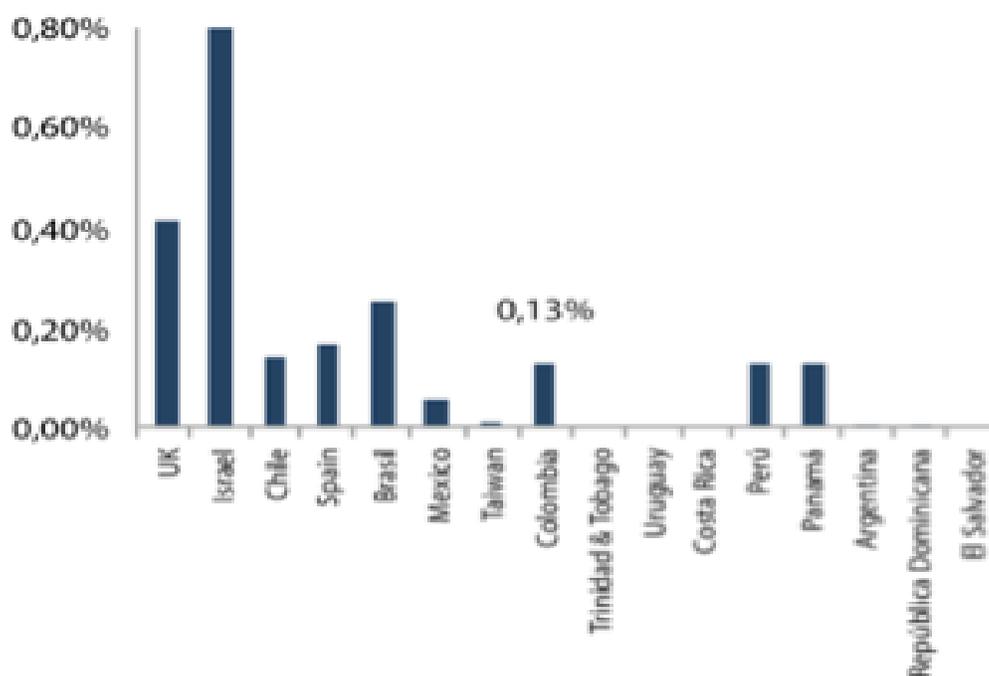
Fuente: Capital Privado: Instrumento de Financiación y Crecimiento. Lic Patricio D'Apice

En esencia para el caso Colombiano, estos fondos invierten en empresas en la cuales creen generar algún tipo de valor al invertir o comprar una participación. Para (Colombia & BVC, 2008) multiplicar el valor del empresario, los FCP proveen fondos destinados a: capital de trabajo, expansión de la capacidad instalada y mejoramiento de la estructura de capital. Para la Directora de Colcapital en un artículo de (El tiempo Economía, 2014) menciona en la primera etapa se toma entre 4 o 5 años, los fondos invierten en un determinado proyecto o empresa. En la segunda, esa inversión se deja madurar por otro periodo igual, al cabo del cual se produce el retiro de la inversión, ante lo cual se espera un retorno sobre el capital inicial.

### 4.3 Fondos de Capital Privado en Colombia

De acuerdo con (Bancoldex Capital), Colombia tiene una inversión en fondos del capital del 0,13% como porcentaje del PIB como se puede observar en el gráfico 14. Al 2013 existen 38 fondos cerrados con recursos por USD 3.664 millones con un incremento del 7,5% del total de recursos del 2012.

Gráfico 14. Inversiones en FCP en Colombia como % del PIB 2013

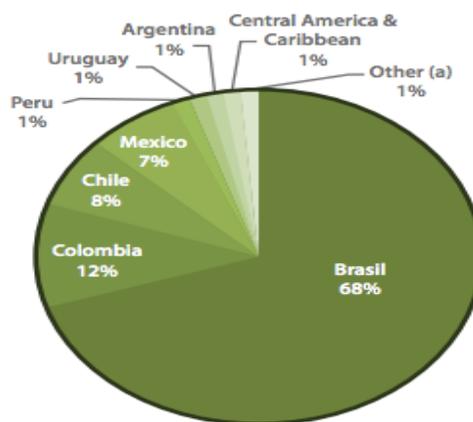


Fuente: Bancoldex 2013. Catálogo de Fondo de Capital Privado en Colombia

La creciente confianza en Colombia trae capitales del extranjero de largo plazo aumentando la inversión extranjera directa como esfuerzo por parte del Gobierno Nacional en el mejoramiento en crecimiento económico, desarrollo, tratados de libre comercio, entre otros aspectos económicos en busca de ampliar la inversión en diferentes sectores como energía, infraestructura, inmobiliario, multisectorial y tecnología a febrero del 2013.

De acuerdo a cifras de LAVCA en el 2014 la inversión en Colombia aumento en un 155% en 2013 con respecto al 2012, pasando de USD 413 millones en 2012 a USD 1050 millones en 2013 como consecuencia de las nuevas oportunidades que brinda el país de acuerdo al gráfico 15.

Gráfico 15. Inversiones en FCP en Latinoamérica



Fuente: Bancoldex 2014. Catálogo de Fondo de Capital Privado en Colombia

Los FCP han mostrado ser un motor principal en el desarrollo económico en diversos sectores, pero principalmente en los sectores de energía, inmobiliario y multisectorial. Estos proyectos se han convertido en alternativas de financiamiento bajo un esquema de riesgos compartidos entre varias empresas que participan. Un ejemplo muy común son las concesiones viales en las cuales participan diferentes socios con un capital inicial y con un modelo negocios con la capacidad de crecer.

De acuerdo a la tabla 2, en el 2013 se invirtieron en 151 proyectos por un valor de 1.477 millones de USD, estas inversiones benefician a los consumidores generando más alternativas al mercado en diferentes sectores de la economía como inversión, calidad de vida, transferencia de conocimiento, entre otros.

**Tabla 3. Inversiones en FCP en Colombia como % del PIB 2013**

Sector Foco de Inversión	Número de Gestores	Compromisos USD MM	Monto Invertido USD MM	Número de Proyectos Colombia	Número de Salidas
Energía y Recursos Naturales (2)	3	417	205	49	3
Infraestructura	4	826	187	10	-
Inmobiliario	5	265	139	22	1
Multisectorial (1)	16	2.118	946	70	7
Tecnología	1	8	-	-	-
<b>Total</b>	<b>29</b>	<b>3.633</b>	<b>1.477</b>	<b>151</b>	<b>11</b>

*Fuente: Bancoldex 2013. Catálogo de Fondo de Capital Privado en Colombia*

Por otro lado Proexport ha identificado alrededor de 50 nuevos FCP que están interesados en invertir en el país en los próximos cinco años, principalmente provenientes de España, Reino Unido, Canadá y Estados Unidos. Manteniendo los principales intereses en el sector de infraestructura de transporte, pero también se ha detectado potencial en el agroindustrial, forestal, tecnologías de la información y comunicaciones, infraestructura turística y manufacturas.

Los FCP instalados en el país son principalmente de acuerdo a (Proexport, 2012) son: Equity International, Brookfield, Ashmore, Brilla Group, Darby, Advent International y PSP Investments, son algunos de los FCP que se convirtieron en una nueva fuente de financiamiento a mediano o largo plazo para las empresas colombianas que buscan potencializar su crecimiento, no solo con inversión de capital sino también con transferencia de conocimiento.

Un caso de éxito ha sido el contrato entre el FCP Teka Capital y Bodytech, como la cadena médico-deportivo de origen Colombiano con expansión en Latinoamérica. De acuerdo a Colcapital la inversión fue alrededor de los 40 millones de dólares que le ha permitido

expandirse rápidamente de manera exitosa. También se destacan en el sector de comidas y bebidas restaurantes como Kokoriko, Andrés Carne de Res, Burger King, Mimos, y en el sector de servicios Emi, City parking, Mamut, entre otros, han encontrado otra forma de financiamiento para el crecimiento de sus operaciones.

Tabla 4. Empresas que han recibido capital de los Fondos de Capital Privado en Colombia



Fuente: (Asociación Colombiana de Fondos de Capital Privado, 2013)

De acuerdo al artículo en (El tiempo Economía, 2014) se han invertido más de 2.500 millones de dólares de esos recursos en 396 empresas y proyectos del país. Nombra casos de éxito como Victoria Capital Partners, que adquirió una participación en Corona; Seaf, que invirtió en los restaurantes Andrés Carne de Res, y BodyTech; Teka Capital, que hizo lo propio en compañías como Color Siete, Bardot y BodyTech. También menciona que el atractivo del país también está por el lado de los proyectos de infraestructura y de sectores como salud, educación, servicios, transporte y financiero. Las palabras de David Roth gerente de Blackstone menciona a Colombia como un potencial de crecimiento y una oportunidad única para invertir.

## **5. OPCIONES DE FINANCIAMIENTO EN EL SISTEMA DE CRÉDITO TRADICIONAL Y SEGUNDO MERCADO EN EL MERCADO DE VALORES.**

Respecto a la estructura de capital que manejan las empresas, con su composición de patrimonio y deuda, se quiere establecer un parámetro de la situación actual frente a las fuentes de financiamiento; como todos los mecanismos facilitados por las entidades del sector financiero en otorgar recursos a las empresas y así mejorar sus procesos: crecimiento, sostenibilidad, compra de maquinaria, arrendamiento de equipos de oficina, entre otros. Otro componente importante de las fuentes de financiamiento es que permite a las MyPymes (Micro, pequeñas y medianas empresas) trabajar en distintas variaciones de tiempo –corto, mediano y largo plazo- para alcanzar una rentabilidad necesaria para sostener la actividad económica de la empresa y cumplir sus distintos compromisos financieros (Colfondos, 2012). De acuerdo a esta definición, se debe resaltar que no se considera solamente el sector bancario, sino el sector financiero como un todo, albergando las entidades que complementan las opciones de apalancamiento con una estructura diferente y que de acuerdo al componente temporal, a mayor plazo en la estructuración; se puede obtener un mejor flujo de caja que genere mejores resultados globales para la Empresa.

Dentro de las opciones adicionales a la banca que tienen a su disposición las MyPymes, podemos encontrar entidades cuyo objeto social no está destinado a la intermediación financiera, logrando un mayor enfoque en la empresa, sus dueños y sus mejores resultados como consecuencia de una estructura de capital más adecuada.

### **5.1 Establecimientos de crédito**

Son aquellos que tienen como función principal la intermediación, es decir, la captación de recursos del público en moneda legal, a través de depósitos a la vista o a término, para su posterior colocación mediante préstamos, descuentos, anticipos u otras operaciones activas de crédito. Las siguientes se consideran establecimientos de crédito:

Establecimientos bancarios: Su función principal es la captación de recursos en cuenta corriente, bancaria o en otros depósitos a la vista o a término, con el fin de realizar operaciones activas de crédito.

Corporaciones financieras: Su función principal es la captación de recursos a término, a través de depósitos o de instrumentos de deuda a plazo, con el fin de realizar operaciones activas de crédito y efectuar inversiones; esto con el objeto primordial de fomentar o promover la creación, reorganización, fusión, transformación y expansión de empresas en el sector real de la economía.

Compañías de financiamiento: Su función principal es captar recursos a término, con el objeto de realizar operaciones activas de crédito para facilitar la comercialización de bienes y servicios, y realizar operaciones de arrendamiento financiero o leasing. Esto implica que la captación de recursos que efectúan se utiliza para la satisfacción de la demanda de créditos de consumo.

Cooperativas financieras: Organismos cooperativos como (Asobancaria, 2011) especializados cuya función principal consiste en la intermediación; sin embargo, por tener una naturaleza jurídica distinta, su funcionamiento se rige por las disposiciones de la Ley 79 de 1988. En todo caso, las operaciones que realicen se rigen por lo previsto en el Estatuto Orgánico del Sistema Financiero y demás normas que les sean aplicables.

Este listado de entidades se dedica principalmente a percibir captaciones con el objetivo de realizar operaciones activas de crédito, en diferentes líneas de colocación de los mismos. Estas clasificaciones se generan dependiendo del destino de los mismos y la persona natural o jurídica que los solicita. Para efectos de esta investigación, se hará un énfasis en las líneas de crédito destinadas a personas jurídicas, dentro de las cuales están incluidas las Mipymes. De acuerdo a definiciones de la Superintendencia Financiera de Colombia en adelante (SFC) en su página web, se consideran 2 grandes grupos de línea de crédito para las empresas analizadas; Microcrédito y Crédito Comercial.

### **5.1.1 Microcrédito**

Cada entidad vigilada deberá clasificar como microcrédito el conjunto de operaciones activas de crédito otorgadas a microempresas cuyo saldo de endeudamiento con la respectiva entidad no supere veinticinco (25) salarios mínimos legales mensuales vigentes. En esta modalidad de crédito, las entidades financieras deben excluir del reporte todos los consumos facturados con tarjetas de crédito, los créditos derivados de descubiertos en cuenta corriente bancaria. Así mismo, deben excluir los créditos que se originen como resultado de los acuerdos de reestructuración según lo establecido en la Ley 550 de 1999 de Intervención Económica, como también los créditos originados en el desarrollo de la Ley 617 de 2000 y de su Decreto Reglamentario 192 de 2001. (SFC, 2013).

### **5.1.2 Crédito Comercial**

Se definen como créditos comerciales todos los créditos distintos a los de vivienda, de consumo y microcrédito. El crédito comercial comprende los créditos ordinario, preferencial o corporativo y el de tesorería. Se considera que un cliente es preferencial o corporativo cuando éste posee los elementos necesarios para entrar a pactar una tasa de interés. El crédito preferencial o corporativo se define para plazos superiores a 30 días.

De igual forma se entiende como crédito de tesorería aquel crédito otorgado a clientes preferenciales o corporativos a un plazo inferior o igual a 30 días, dirigidos a atender necesidades de liquidez de corto plazo. Se entiende como crédito ordinario, aquél crédito comercial que no se puede clasificar como de tesorería o como preferencial o corporativo.

Para el caso del crédito comercial preferencial o corporativo, las entidades deben excluir del reporte la información correspondiente a las operaciones realizadas con sobregiros bancarios, los créditos que involucren cupos de redescuento, operaciones en la financiación de impuestos, los créditos con reciprocidades o contraprestaciones que conlleven niveles de tasa de interés distantes de la realidad del mercado, los créditos redescontados independientemente del monto aprobado, los créditos otorgados a su matriz o a las subordinadas de esta, así como a cualquier otra sociedad donde se evidencie el control de gestión o administrativo por parte de la entidad vigilada o de su matriz o de las

subordinadas de esta, así como los créditos que se originen de los acuerdos de reestructuración según lo establecido en la Ley 550 de 1999 de Intervención Económica. (SFC, 2014).

Al definir cada una de las posibles opciones, se procede a analizar las condiciones financieras en que se otorgan los mismos, según el último reporte de la SFC del mes de febrero de 2015, que además proporciona una clasificación por tipo de establecimiento de crédito. El informe completo estará adjunto como Anexo 1. (SFC, 2014). Como parámetros de análisis de las tasas de interés presentadas por las entidades de crédito, se revisan algunos indicadores macroeconómicos relevantes, para tener una base de análisis por la coyuntura que vive el país.

De acuerdo al Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE), como fuente oficial de información, nuestro país tiene como último dato de referencia un nivel de crecimiento del producto interno bruto de 4,6%, que se encuentra dentro del rango esperado de crecimiento de acuerdo a las metas macroeconómicas. Por otro lado, el índice de precios al consumidor en lo corrido del año se encuentra en niveles de 2,95%, para el periodo de últimos doce meses es de 4,64% de acuerdo al boletín de prensa del (DANE, 2014). De esta forma podemos evidenciar una gran gestión en el control de la inflación efectuado por el (Banco de la Republica), que le permite estar dentro del rango meta objetivo. Este nivel está estipulado en un nivel de 3% con un margen arriba y debajo de un punto porcentual, lo cual nos arroja un rango de 2% a 4%.

Estos niveles adecuados de los indicadores se han logrado por la buena gestión del banco central, que transmite al mercado la política monetaria a través de su tasa de intervención, que de acuerdo a su definición es el principal mecanismo de intervención de política monetaria usado por el Banco de la República para afectar la cantidad de dinero que circula en la economía, consiste en modificar la tasa de interés mínima que cobra a las entidades financieras por los préstamos que les hace, o la tasa de interés máxima que paga por recibirles dinero sobrante. Estas operaciones, también conocidas como OMA (operaciones de mercado abierto) se hacen a plazos muy cortos (1, 7 y 14 días). Los préstamos se

otorgan en sesiones denominadas “subastas de expansión” y los recursos sobrantes se reciben en sesiones denominadas “subastas de contracción”, aunque estas últimas generalmente ocurren con mucha menor frecuencia. Se denomina tasa de intervención de política monetaria del Banco de la República a la tasa mínima de las subastas de expansión monetaria a un día. Las decisiones de modificación de esta tasa de intervención tienen usualmente vigencia a partir del día hábil siguiente a la sesión de la Junta Directiva. (Ibid.).

De acuerdo al (Banco de la Republica) el nivel actual de la tasa de intervencion es de 4,5%, la cual sirve como referencia de las tasas de interes del mercado nacional, a partir de la cual deben moverse las diferentes tasas de captacion y de colocacion, y de la cual surge tambien la tasa interbancaria que hace referencia a la tasa de interés respecto de la cual los intermediarios financieros se prestan fondos entre sí por un día (préstamos overnight). El plazo efectivo de los préstamos es de un día pero puede variar si el préstamo se hace en fines de semana o si existen días festivos. Los préstamos entre las entidades son no colateralizados por lo que la tasa refleja el riesgo crediticio asociado con las contrapartes involucradas en las operaciones. Adicionalmente, el nivel de la tasa refleja las condiciones de liquidez en el mercado monetario local. La TIB es calculada por el Banco de la República como el promedio ponderado por monto de estos préstamos interbancarios; el nivel actual es de 4,52% para el día miércoles 20 de Mayo de 2015.

Partiendo de estos indicadores macroeconómicos relevantes, se analizara la información proporcionada por las entidades vigiladas por la SFC y el efecto real de la política monetaria al mercado de dinero y en específico para las personas jurídicas objeto de estudio, Mipymes.

**Tabla 5 Establecimientos de Crédito Reporte Mensual de Tasas de interés según modalidad de crédito**

TIPO DE ENTIDAD	LINEA DE CREDITO*			
	MICROCREDITOS	CREDITO COMERCIAL		
		ORDINARIOS	PREFERENCIAL	TESORERIA
<b>BANCOS</b>	<b>31,31%</b>	<b>12,36%</b>	<b>8,75%</b>	<b>7,67%</b>
<b>COMPAÑIAS DE FINANCIAMIENTO COMERCIAL</b>	<b>34,19%</b>	<b>15,58%</b>	<b>10,61%</b>	<b>16,98%</b>
<b>COOPERATIVAS GRADO SUPERIOR</b>	<b>26,19%</b>	<b>14,35%</b>	<b>12,68%</b>	<b>NA</b>

Datos a Febrero de 2015

\*Tasas Promedio Simple entidades que reportan

*Fuente: Creación propia Datos Superintendencia Financiera, Reporte tasas de interés según modalidad de crédito.*

Al revisar estas opciones y comparar con las tasas de referencia del banco central, se evidencia un incremento de 5 a 10 puntos básicos frente a los promedios analizados de las diversas entidades en la línea de crédito ordinario, debido a las condiciones favorables de acuerdo al cliente para la línea preferencial o de tesorería, el margen es inferior en el periodo analizado.

Como componente adicional los bancos ofrecen para las empresas las líneas de tarjeta de crédito empresarial, con un nivel promedio de 27,06%. Adicionalmente refleja la opción de sobregiro en el cual, el promedio es de 25,39%. En este caso al ser opciones de crédito con disponibilidad inmediata, con niveles limitados y sin garantía, el efecto de aumento por nivel de riesgo refleja un margen adicional frente a la tasa de referencia entre 20 y 23 puntos básicos.

Como complemento para el análisis de las condiciones de crédito actuales, se revisara el Anexo 2, que incluye el valor al 31 de diciembre de 2014 de la cartera de las entidades de crédito por tipo de entidad y línea de crédito. En este informe, la SFC refleja una cartera actual de las entidades del orden de \$286 billones de pesos, con una concentración de 91% en las entidades bancarias.

**Tabla 6 Cartera por tipo de entidad según modalidad de crédito**

Descripción Tipo Entidad	Cartera neta	Créditos de vivienda	Créditos y Leasing de Consumo	Microcréditos	Créditos y Leasing Comerciales
ESTABLECIMIENTOS BANCARIOS	285.792.736,60	28.895.004,83	83.551.222,83	8.569.478,94	178.041.581,46
CORPORACIONES FINANCIERAS	256.751,88	-	-	-	259.926,01
COMPANIAS DE FINANCIAMIENTO	17.439.165,45	151.858,72	4.358.723,41	465.165,76	13.531.561,89
INSTITUCIONES OFICIALES ESPECIALES	9.796.748,54	4.843.305,23	11.136,25	-	5.344.551,98
COOPERATIVAS CARACTER FINANCIERO	1.848.872,28	202.253,71	1.471.071,77	119.613,94	214.507,58

Cifras en Millones

*Fuente: Creación propia Datos Superintendencia Financiera, Cartera neta por tipo de entidad.*

Por línea de crédito, los bancos concentran el 62% de su cartera en créditos y leasing comercial y el 3% en microcréditos. Las compañías de financiamiento comercial por su parte tienen el 77% de la cartera en la línea comercial y el 2,7% en microcréditos. En menor proporción pero con un aporte relevante, las cooperativas que tienen un enfoque mayor de persona natural, manejan el 11% para la línea y el 6% en microcréditos (SFC, 2014).

Estas cifras reflejan la gran concentración de recursos en las líneas de crédito analizadas, pues ascienden a un monto global de \$206 billones, que representan el 66% de la cartera neta de los establecimientos de crédito. Son cifras oficiales, publicadas por las entidades supervisadas por la SFC que reflejan una de las posturas del mercado que es la oferta de crédito; de tal forma que se va a revisar la contraparte, que hace referencia a las empresas, para el interés particular de este trabajo Mipymes y su posición y percepción frente a estas condiciones.

## 5.2 Opciones Adicionales de Financiamiento

De acuerdo a las opciones que tienen disponibles los empresarios para financiar su operación a parte de las entidades de crédito, se van a revisar algunas opciones como sugiere la página de Colfondos para utilizar las mejores opciones de financiamiento.

### *Banca de segundo piso.*

Las bancas de segundo piso son instituciones financieras que hacen las colocaciones de los créditos por medio de otras instituciones financieras, por lo que no tratan directamente con los clientes. Algunas bancas de segundo piso en Colombia son, por ejemplo, Bancoldex, Finagro, Icetex, Caprovim, Fogacoop, la Financiera Energética Nacional, el Fondo Nacional del Ahorro y Findeter. Cada una de estas entidades se especializa en un sector empresarial.

### *Fondo Nacional de Garantías.*

El FNG es la entidad gubernamental que facilita el acceso al crédito para MiPymes, mediante la entrega de garantías. Además, el FNG permite la financiación para la adquisición de viviendas de interés social y para educación.

### *Bancos especializados: ProCredit*

ProCredit es un banco que dirige sus productos financieros hacia las MiPymes. Ofrece tres productos: crédito para muy pequeña empresa, crédito para pequeña empresa y mediana empresa y, por último, crédito de oportunidad.

### *Leasing financiero*

El leasing es uno de los instrumentos más usados y comunes en la actualidad. Un leasing es un contrato de arrendamiento de activos productivos para su uso durante un tiempo determinado establecido en el contrato. Para el 2010, el negocio del *leasing* llegó a tener una cartera de 14 billones de pesos.

### *Fondo Emprender del SENA.*

El objetivo del Fondo Emprender es apoyar proyectos productivos que integren los conocimientos adquiridos por los emprendedores en sus procesos de formación con el desarrollo de nuevas empresas.

El Fondo Emprender facilita el acceso a capital semilla, al poner a disposición de los beneficiarios los recursos necesarios para la puesta en marcha de las nuevas unidades

productivas. En la última convocatoria nacional, el Fondo tiene dispuesto un presupuesto de 15 mil millones de pesos para promoción de MyPymes. (Colfondos, 2012).

### **5.2.1 Bancas de Segundo Piso**

De acuerdo a la definición previa, se consultaran algunas de estas entidades para verificar las condiciones y requisitos para el acceso a crédito.

#### **5.2.1.1 Bancoldex**

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

Con el fin de promover el desarrollo empresarial, Bancóldex cuenta con diferentes instrumentos de apoyo para atender de forma integral a los empresarios colombianos en cada una de sus etapas de crecimiento. Para ello, además de ofrecer crédito tradicional, cuenta con programas especiales como iNNpulsa Colombia e iNNpulsa Mipyme; la Banca de las Oportunidades y el Programa de Transformación Productiva.

Su nicho de mercado son las empresas colombianas de todos los tamaños (micro, pequeñas, medianas y grandes), ya sean de la cadena exportadora o del mercado nacional. Bancóldex también atiende a los compradores de productos colombianos en el exterior; las entidades públicas o privadas -nacionales o internacionales- y establece alianzas con entes territoriales de Colombia y organismos multilaterales. (Bancoldex, 2014).

De acuerdo a las modalidades de crédito que ofrece la entidad existen dos opciones, Capital de trabajo y sostenimiento empresarial y Modernización empresarial. En la primera opción Bancóldex financia, en pesos o en dólares, los costos, gastos operativos y demás

necesidades de liquidez que tengan las empresas para su funcionamiento y desarrollo. Con las siguientes condiciones, Atiende tanto a las personas naturales como jurídicas consideradas micro, pequeñas, medianas y grandes empresas de todos los sectores económicos, financia el 100% de las necesidades y el plazo para un crédito en pesos es hasta 5 años incluidos hasta 3 años de periodo de gracia y en dólares la diferencia radica en hasta 1 año de gracia.

En modernización empresarial se financian las inversiones para el aumento de la capacidad de producción, la actualización del aparato productivo, la adopción de nuevas tecnologías e innovación y la protección del medio ambiente, la diferencia radica en el plazo para crédito en pesos hasta 10 años incluidos hasta 3 años de periodo de gracia y en dólares hasta 10 años incluido hasta 1 año de periodo de gracia. (Ibíd.)

#### **5.2.1.2. Finagro**

Su misión es Contribuir al desarrollo integral, competitivo y sostenible del sector rural, facilitando el acceso al financiamiento y a los demás instrumentos de apoyo establecidos en la política pública. Dentro de los servicios que ofrece, se encuentra el Crédito agropecuario y rural que se otorga para ser utilizado en las distintas fases del proceso de producción de bienes agropecuarios, acuícolas y de pesca, su transformación primaria y/o comercialización así como el que se otorga para minería, turismo rural y ecológico, artesanías, transformación de metales y piedras preciosas, incluyendo su mercadeo.

Adicionalmente, ofrece recursos de crédito a través de los intermediarios financieros para el desarrollo de proyectos agropecuarios con las mejores condiciones financieras y sus líneas de crédito para financiar todas las actividades relacionadas con la Producción, Agroindustria y Servicios de Apoyo en el sector agropecuario y actividades rurales.

Las líneas que maneja están clasificadas en tres grupos, Inversión, Capital de Trabajo y Normalización. En el primer caso el plazo es acordado según el flujo de caja del proyecto y se puede establecer un periodo de gracias en los mismos términos. Para capital de trabajo el

plazo máximo es de 24 meses y la estructura de pagos en producción se acuerda con un único pago de capital e intereses al vencimiento y para comercialización abonos a capital trimestrales. En Normalización el plazo y periodo de gracia también se acuerdan de acuerdo al flujo de caja del proyecto. (Finagro, 2014)

**Tabla 7 Destinatarios y Condiciones de Créditos.**

ACTIVOS	TIPO BENEFICIARIO	TIPO BENEFICIARIO	TASA DE INTERÉS
HASTA \$89'320.000 Y cumplir con la condición A o B	PEQUEÑO*	PEQUEÑO*	HASTA DTF + 7 (e.a.)
HASTA \$62'524.000	MUJER RURAL BAJOS INGRESOS	MUJER RURAL BAJOS INGRESOS	HASTA DTF + 5 (e.a.)
HASTA \$3.080 millones	MEDIANO PRODUCTOR	MEDIANO PRODUCTOR	HASTA DTF + 10 (e.a.)
SUPERIOR A \$3.080 millones	GRAN PRODUCTOR	GRAN PRODUCTOR	

*Fuente:* (Finagro, 2014).

En la Tabla 7, se clasifican los beneficiarios de las líneas de crédito según su percepción por producción y así mismo las condiciones financieras en que se prestaría para cada segmento en términos de monto y tasa.

### 5.2.2. Findeter

La Financiera del Desarrollo – Findeter, cuya creación fue autorizada por la Ley 57 de 1989, y modificada por el decreto 4167 de 2011, es una sociedad de economía mixta del orden nacional, del tipo anónimas, organizada como un establecimiento de crédito, vinculada al MHCP y sometida a vigilancia por la SFC.

Su objeto social está enfocado principalmente en entidades del sector público como, descuento de créditos de entidades territoriales, depósitos de entidades públicas, operaciones de crédito con entidades descentralizadas de orden nacional. (Findeter, 2014)

### **5.2.3 Fondo Nacional del ahorro**

El Fondo Nacional del AHORRO fue creado a través del Decreto Extraordinario 3118 de 1968, para administrar las cesantías de los empleados públicos y trabajadores oficiales. A través de la Ley 432 de 1998, se transformó en una Empresa Industrial y Comercial del Estado, de carácter financiero del orden nacional, lo cual le permitió ampliar su mercado al sector privado.

Su propósito está directamente relacionado con los fines del Estado, especialmente sobre los derechos de todos los colombianos a tener una vivienda digna y acceder a la educación. (Fna, 2014).

Solo algunas de las entidades consideradas como de segundo piso están en el nicho de mercado que concierne a las Mipymes, como es el caso de Bancoldex y Finagro, aunque esta última tiene un enfoque exclusivo en el sector agropecuario. Como característica principal, aunque la línea de crédito la otorgan estas entidades, el empresario debe dirigirse a la banca comercial para establecer las condiciones, pero los parámetros obtenidos servirán de referencia para contemplar la opción de banca de segundo piso y hacer la comparación con otras fuentes de financiación.

### **5.2.4 Fondo Nacional de Garantías (FNG)**

Es la entidad a través de la cual el Gobierno Nacional busca facilitar el acceso al crédito para las micro, pequeñas y medianas empresas, mediante el otorgamiento de garantías. Adicionalmente, el FNG respalda préstamos destinados a financiar la adquisición de viviendas de interés social. El FNG no garantiza créditos destinados al sector

agropecuario, por cuanto para éstos existe el respaldo del Fondo Agropecuario de Garantías, administrado por Finagro.

Para acceder a la garantía del FNG, la empresa o persona interesada debe acudir al intermediario financiero ante el cual vaya a solicitar el crédito, donde se le brindará la información requerida y se atenderán todos los trámites relacionados con la garantía. Para información adicional, puede acudir al FNG o a los Fondos Regionales de Garantías. (Fng, 2014).

Los diferentes programas de garantía del FNG son creados para facilitar el acceso al crédito de las micro, pequeñas y medianas empresas que no tienen el respaldo patrimonial o las garantías suficientes a criterio de los intermediarios financieros que les permita tener disponible financiación de necesidades básicas como los son la compra de activos fijos y el capital de trabajo. De acuerdo a las líneas de garantía, el FNG ofrece tres opciones, Línea Empresarial dirigida a las Mipymes excepto sector agropecuario, Línea VIS para personas naturales en la adquisición o mejora de vivienda y la Línea Institucional que está dirigida a entidades que otorgan crédito a compradores de VIS. (ibíd., Empresarios)

Tabla 8 Pasos para acceder a la garantía de FNG



Fuente: (Fng, 2014).

Esta opción genera interés para los empresarios, pues algunas de las líneas de crédito tradicionales que tienen a disposición, tienen un costo muy alto por falta de garantía que respalde los recursos incrementando su riesgo de pago para la entidad financiera.

### **5.2.5 Banco Procredit**

Banco (ProCredit, 2014) es el resultado de una alianza de inversores internacionales orientados al desarrollo, muchos de los cuales son hoy accionistas de ProCredit Holding. Su objetivo era el de establecer un nuevo tipo de institución financiera, capaz de atender las necesidades de las pequeñas empresas de una manera socialmente responsable. La meta principal es la de fortalecer el sector financiero, contribuir al desarrollo económico y a su vez alcanzar una rentabilidad sostenible a largo plazo para los inversionistas.

De acuerdo a los servicios ofrecidos para las empresas objeto de estudio, tienen una opción para la pequeña y mediana empresa y un crédito de oportunidad. La primera opción está enfocada en capital de trabajo o para compra de activos fijos de su negocio o empresa. El monto se determina de acuerdo a la capacidad de pago del cliente, previo estudio realizado por el banco; el plazo es flexible de acuerdo a las condiciones que según sus políticas son tasas atractivas, con plazos y cuotas que se ajustan al flujo de caja y con requisitos mínimos de un año de funcionamiento, una visita de evaluación y documentos legales. En la segunda opción no aparece información diferenciadora.

Frente a las tarifas publicadas, en su línea de crédito comercial ordinaria tienen préstamos para pequeña y mediana empresa desde \$100.000.000 hasta \$300.000.000 con tasa 21,48% EA o DTF+20, y para montos hasta \$2.000.000.000 con el mismo costo en tasa fija o DTF+15. Para una línea preferencial el primer rango de recursos tendría un costo de 18,57% EA o DTF+18, y en el mayor rango 15,72% EA o DTF+13. (Ibid.)

Es una opción adicional para los empresarios, que al comparar con las otras fuentes revisadas con anterioridad, tiene niveles de tasas más altos, pero una línea de crédito consolidada, con requisitos específicos y montos disponibles de gran magnitud de acuerdo al tamaño promedio de las Mipymes.

### 5.2.6 Leasing Financiero

En términos de la SFC el leasing es una Técnica de crédito profesional que comporta un contrato de alquiler de equipos mobiliarios e inmobiliarios, acompañado de promesa de venta u opción de compra al arrendatario

Para Leasing Bancoldex, es la forma más práctica y segura que tienen los empresarios para resolver las necesidades de ampliación y modernización de sus instalaciones industriales y comerciales. El leasing es un mecanismo de uso a nivel mundial que permite la utilización y aprovechamiento de activos de diversa índole, que se ajusta a las necesidades particulares de cada cliente.

Mediante la utilización del leasing, los empresarios pueden hacer uso de activos tales como inmuebles, maquinaria y vehículos, nuevos o usados, con la opción de adquirirlos o no al final del contrato. Los miles de usuarios de leasing en Colombia han encontrado a través de esta modalidad de arrendamiento, una serie de beneficios administrativos y fiscales, que les han permitido adicionalmente mejorar la gestión de sus negocios.

En (Leasing Bancoldex, 2014) ofrecen la modalidad de leasing financiero, cuando los clientes tienen interés en adquirir los bienes que financiamos, o leasing operativo, cuando la voluntad del cliente es solo el arrendamiento del bien y no su adquisición. Es un producto que ofrece para el financiamiento de activos productivos, consiste en la entrega de un bien en calidad de arriendo durante un plazo determinado, a cuyo vencimiento el bien debe restituirse al propietario o transferirse al arrendatario, dependiendo de los términos de la negociación. Durante el plazo de la negociación, el cliente reconoce el pago de un canon periódico de arrendamiento. Ver Anexo 3.

Por su parte para (Leasing Bancolombia, 2014), en el contrato de Leasing Financiero se pacta una opción de compra, que consiste en un porcentaje definido al inicio de la operación de leasing. Al finalizar el contrato, la empresa puede adquirir la propiedad del

activo cancelado dicho porcentaje. El pago periódico se denomina canon de arrendamiento y está compuesto por interés y capital, el plazo de esta opción se da de 12 a 144 meses con opción de compra entre el 1% y el 10%, para un monto mínimo a financiar de \$10.000.000 y con pagos en modalidad mes vencido. Ver Anexo 4.

Se utiliza principalmente para bienes de capital o productivos que requieren gran inversión y por leasing el empresario tiene grandes ventajas al pagar un arrendamiento en el periodo inicial de uso del bien con una opción de compra que pacta con la entidad, lo cual también tiene repercusiones favorables en sus estados financieros desde la perspectiva de impuestos por el manejo de la propiedad del bien, de acuerdo a estas dos fuentes, las tasas son competitivas y tiene la ventaja de menjar una garantía real que es el bien.

#### **5.2.7 Fondo Emprender (SENA)**

El Fondo Emprender es un fondo de capital semilla creado por el Gobierno Nacional en el artículo 40 de la Ley 789 del 27 de Diciembre de 2002: “por la cual se dictan normas para apoyar el empleo y ampliar la protección social y se modifican algunos artículos del Código Sustantivo de Trabajo”.

Es así como el Fondo Emprender se constituyó como una cuenta independiente y especial adscrita al Servicio Nacional de Aprendizaje, SENA, el cual será administrado por esta entidad y cuyo objeto exclusivo será financiar iniciativas empresariales que provengan y sean desarrolladas por aprendices o asociaciones entre aprendices, practicantes universitarios o profesionales que su formación se esté desarrollando o se haya desarrollado en instituciones que para los efectos legales, sean reconocidas por el Estado de conformidad con las Leyes 30 de 1992 y 115 de 1994 y demás que las complementen, modifiquen o adicionen.

De acuerdo al segmento contemplado para la creación de este fondo, está enfocado a beneficiar proyectos nuevos e innovadores de estudiantes principalmente, por medio de presentación de un plan de negocio. Por este motivo se constituye como una fuente de

recursos muy específica, que inicialmente va dirigida a personas naturales pero que se pueden constituir como una pyme a futuro. (Sena, 2014)

Esta última alternativa termina con el listado de opciones de financiamiento actuales que tienen los empresarios de las Mipymes, lo cual servirá como base de estudio para este trabajo en el siguiente capítulo. En este se van a revisar además opciones de recursos por vía capital y no solo deuda, para poder comparar con opciones novedosas como los fondos de capital privado y un complemento incipiente en Colombia que es el SM, las cuales se van a trabajar a mayor profundidad debido al desconocimiento de los productos por su novedad. El objetivo de este análisis será transmitir las condiciones favorables que ofrecen estas opciones adicionales y generar un ejercicio de valoración en las condiciones actuales frente a las nuevas opciones y así tener criterios cualitativos y cuantitativos para tomar una mejor decisión en la composición de la estructura financiera de las empresas que pueden tener acceso a las mismas.

## **5.3 SEGUNDO MERCADO**

### **5.3.1 SITUACION LOCAL**

De acuerdo al documento “Enfoque Mercado de Capitales de (Anif, 2015) en su edición 82, el SM es un esquema de financiación creado por el gobierno, según la Resolución 400 de 1995, hoy incluida en el Decreto 2555 de 2010. Su objetivo es facilitar el acceso al mercado de capitales local a un mayor número de emisores. Dicho mecanismo busca ser una fuente alternativa de recursos para aquellas empresas que no han podido emitir en el Mercado Principal, debido a los estrictos requerimientos financieros, de información y los costos que ellos implicaban. De esta forma se amplía el acceso a emisores con condiciones inferiores a empresas listadas en el mercado principal, permitiendo acceso a financiamiento o composición de deuda más adecuada.

La reglamentación que rige al SM de acuerdo al (MHCP) indica que su objetivo es que:

Más compañías logren acceder a una financiación sin intermediación a través del mercado de valores, en especial, se busca fomentar el acceso de pequeñas y medianas empresas - Pymes, que necesitan recursos de largo plazo para su mantenimiento y que mediante la emisión de papeles en dicho mercado, logren aumentar sus posibilidades de crecimiento”.

De acuerdo al mismo documento, el objetivo no se ha logrado, pues solo el 3% de la emisión de bonos corporativos se ha canalizado a través de este canal; que es un monto marginal debido a que la emisión de deuda privada representa solamente el 3,4% del PIB registrado en 2012. Como confirma adicionalmente la edición 82 del artículo enfoque mercado de capitales de (Anif, 2015), solo el 3% de la emisión de bonos corporativos se ha realizado a través de este mercado a la fecha; y el acceso de las pyme ha sido prácticamente nulo.

**Tabla 9. Participación del SM en Colombia**

AÑO	MERCADO PRINCIPAL		SEGUNDO MERCADO		PARTICIPACION SEGUNDO MERCADO	
	No. Ofertas Autorizadas	Monto Autorizado COP Millones	No. Ofertas Autorizadas	Monto Autorizado COP Millones	% Numero	% Monto
2008	25	8.951.286	0	-	NA	NA
2009	36	23.884.598	4	2.412.601	11%	10%
2010	30	18.646.218	2	200.000	7%	1%
2011	22	23.879.551	0	-	NA	NA
2012	23	11.949.991	1	105.221	4%	1%
2013	14	11.929.642	0	-	NA	NA
2014	11	11.425.486	1	100.000	9%	1%

*Fuente: SFC. Ofertas Públicas Autorizadas*

De acuerdo a los resultados de la tabla 9, la entidad tiene como reto dentro de sus actividades lograr la profundización del mercado de valores. En línea con esta perspectiva, la estrategia incluye modificar las condiciones del SM para impulsar su desarrollo, con requisitos menos exigentes y flexibles en temas de vinculación frente al mercado principal. El objetivo de este mercado alterno es la colocación de títulos de contenido crediticio, títulos de participación y títulos mixtos. Ver anexo 5

El (MHCP, [www.urf.gov.co](http://www.urf.gov.co), 2014) justifica la falta de relevancia del SM debido a las asimetrías de información que manejan las Pyme y la falta de confianza de los inversionistas. Este problema de información se presenta en la mayoría de las empresas de este segmento, lo cual restringe el acceso a financiación, principalmente por sus registros contables que no reflejan la solvencia de las mismas. En el sector bursátil es indispensable la transparencia en la información de las empresas emisoras para todos los participantes del mercado, principalmente para efectos de valoración.

En el mercado de bonos corporativos, estas empresas que pretenden ser emisores deben someterse al proceso de oferta pública, que incluye un prospecto de emisión y divulgación de información al público, que contiene la información relevante de la empresa a nivel detallado así como la estructuración de la colocación y condiciones de negociación, que se debe presentar ante la SFC para su autorización.

Frente a los inversionistas adecuados para participar en este mercado el (MHCP) determina:

A diferencia de los títulos de renta variable y los bonos gubernamentales, los bonos corporativos son instrumentos altamente fragmentados, heterogéneos e ilíquidos, razón por la cual son más atractivos para los inversionistas profesionales, quienes tienen las habilidades, recursos y capacidad necesarios para analizar y asumir posiciones en este tipo de inversiones. Dadas las características inherentes a este tipo de instrumentos y la alta sofisticación de los inversionistas destinatarios de los

mismos, la regulación para la emisión de dichos bonos no necesariamente debe establecer el mismo nivel de protección que establece para los instrumentos de renta variable.

Al cabo de las reuniones realizadas por el (MHCP) en conjunto con el AMV( Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia y el Banco Mundial para estas sugerencias de reforma normativa en 2012, concluyen que “Con el impulso que se le busca dar al esquema de SM mediante la reforma regulatoria a proponer, se persigue el crecimiento del mercado de deuda corporativa y ampliar la posibilidad de que pequeñas y medianas empresas, principalmente, accedan a recursos para su aparato productivo utilizando el Mercado de Capitales.” Debido a la falta de consolidación del SM, la reforma normativa sobre el mismo pretende flexibilizar los requerimientos sobre la revelación de información con el objetivo de lograr simplificación y reducción de costos para el emisor y permitir mayor facilidad en el acceso al mismo. Por este motivo se expide el decreto 1019 de 2014, con el fin de flexibilizar los requisitos y ampliar el acceso al mercado de valores con enfoque especial en las pymes (Anif, 2015)

El SM como parte del mercado de valores está regulado por la SFC en el Título tercero del Decreto 2555 de 2010 que rige la actividad del sector financiero, asegurador y del mercado de valores; el cual contiene las condiciones vigentes sobre el mismo. Considera que los participantes idóneos para este mercado son los calificados como “Inversionista Profesional” registrado en el libro 2 de la siguiente forma:

Podrá tener la calidad de “inversionista profesional” todo cliente que cuente con la experiencia y conocimientos necesarios para comprender, evaluar y gestionar adecuadamente los riesgos inherentes a cualquier decisión de inversión.

Para efectos de ser categorizado como “inversionista profesional”, el cliente deberá acreditar al intermediario, al momento de la clasificación, un patrimonio igual o superior a diez mil (10.000) SMMLV y al menos una de las siguientes condiciones:

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

De acuerdo a la (SFC, 2010) En adición a los clientes que cumplan las condiciones previstas en el artículo anterior, podrán ser categorizados como “inversionista profesional”:

1. Las personas que tengan vigente la certificación de profesional del mercado como operador otorgada por un organismo autorregulador del mercado de valores;
2. Los organismos financieros extranjeros y multilaterales, y
3. Las entidades vigiladas por la SFC.

Estos requisitos son cualidades de idoneidad que tienen solo algunos participantes del mercado de valores, lo cual se realiza por ser un mercado incipiente con títulos que no surten el proceso normal de colocación y requieren conocimientos técnicos específicos para su negociación y manejo, lo cuales no están al alcance del público en general con el objetivo de proteger sus intereses.

Respecto de condiciones adicionales de este mercado, el MHCP establece:

- Registro en el RNVE: (i) Existe un trámite ante la SFC el cual pretende ser más expedito que el trámite de autorización general de oferta pública. (ii) Al igual que la oferta pública implica un prospecto con información menos riguroso.

- La inscripción en Bolsa no es requerida, sin perjuicio de que generalmente se realice.
- Reportes de información: El emisor queda obligado a reportar información periódica y relevante al igual que el emisor en una oferta pública.
- Calificación: En la regulación no se exige una calificación de los títulos emitidos, sin embargo los inversionistas profesionales a los que se encuentran dirigidos tienen un régimen de inversiones que les obliga a invertir solamente en títulos calificados y con grado de inversión (Fondos de Pensiones obligatorias, fondos de cesantía).
- No se exige representante legal de Tenedores de Bonos, ni un monto mínimo de emisión.

Respecto del tratamiento que tendrán los títulos que hacen parte del SM, estos tendrán la posibilidad de trasladarse al mercado principal cumpliendo los requisitos del mismo y con previa autorización de la SFC de acuerdo a los lineamientos del Decreto único 2555 de 2010. (SFC, 2012). Esta transición para los emisores permitirá mayor liquidez para los títulos en el mercado principal que no se limita solamente a inversionistas profesionales, otorgando mayor cantidad de demandantes de los mismos en el mercado tradicional.

En la inscripción en el Registro Nacional de Valores y Emisores, los requisitos son diferentes en el mercado principal y el SM, siendo más flexibles en la actualidad de acuerdo al anexo 6.

Tabla 10. Diferencias Mercado Principal y Segundo Mercado

Concepto	Mercado Principal	Segundo Mercado
1. Tiempo de respuesta de la SFC a la solicitud	30 días hábiles	10 días hábiles
2. Costos de inscripción en el RNVE	0.08 por mil del patrimonio del respectivo emisor	0.04 por mil del patrimonio del respectivo emisor
3. Derechos de Oferta Pública	0.35 por mil sobre el monto total de la emisión	No aplica
4. Monto mínimo de 2.000 SMMLV para emisión bonos y papeles comerciales	Aplica	No aplica
5. Representante de tenedores de bonos.	Aplica	No aplica
6. Implementación de mecanismos de cobertura y apoyo crediticio en titularización de activos (sobrecolateral, subordinación, etc.).	Aplica	No aplica
7. Inscripción RNVE y autorización de la oferta pública	Luego de la evaluación, análisis y revisión de los documentos exigidos, mediante resolución se autoriza la inscripción en el RNVE y se autoriza su oferta pública.	Los valores se entenderán inscritos en el RNVE remitiendo los documentos exigidos y autorizada su oferta pública.

Fuente: (Anif, 2015)

(Anif, 2015) Recoge la experiencia internacional de los mercados alternativos, haciendo referencia a los mercados *Alternative Investment Market (AIM)* de Reino Unido, y el *Mercado Alternativo Bursátil (MAB)* en España, que son experiencias europeas de éxito gracias a la existencia de regulación clara, condiciones favorables desde la regulación para inversionistas, creación de incentivos para el acceso a las pymes y estímulos tributarios para las empresas listadas. En los mercados de Latinoamérica el éxito no ha sido el mismo; por su parte *La Bolsa Emergente* de Chile y el *Bovespa Mais de Brasil* han tenido mayores dificultades por restricciones frente a los requisitos exigidos a los emisores respecto de su historial financiero, los altos costos en procesamiento de información, falta de educación financiera, y falta de incentivo para las pymes. Las condiciones de los mismos están registradas en la siguiente tabla.

**Tabla 11. Mercados alternativos a nivel internacional en los mercados alternativos a nivel internacional (Septiembre 2014)**

<b>País</b>	<b>Mercado Alternativo</b>	<b>Año de Creación</b>	<b>Número de empresas Listadas</b>	<b>Empresas Listadas por año</b>
Reino Unido	AIM	1995	1103	58,1
España	MAB	2008	24	4
Chile	Bolsa Emergente	2001	24	1,8
Brasil	Bovespa Mais	2006	9	1,1

*Fuente. (Anif, 2015)*

Tomando como base estas cifras, que reflejan la profundización de este mercado en otros países, se procede a revisar la experiencia de algunos que se consideran mercados formales utilizados por los empresarios.

### **5.3.2 SITUACION INTERNACIONAL**

#### **AIM- Alternative Investment Market**

Es el mercado internacional de la bolsa de Londres (London Stock Exchange / LSE) para empresas pequeñas en crecimiento. Maneja un amplio rango de negocios o empresas que incluye primeras etapas, capital de riesgo resguardado así como empresas más consolidadas que se unen a AIM buscando acceso a capital de crecimiento. Es el mercado en crecimiento más exitoso en el mundo, desde su constitución en 1995, más de 3000 compañías de todo el mundo se han unido a este mercado, obteniendo mas de GBP 60 billones en fondos de capital; apoyando su crecimiento a futuro y con el objetivo de seguir ayudando a empresas pequeñas y en crecimiento para la consecución de capital que requieren para su expansión. (Aim, 2015)

El objetivo inicial de AIM al ser creado por LSE, era ofrecer para pequeñas compañías de cualquier industria o nación, la oportunidad de obtener capital en un mercado con un acercamiento pragmático frente a la regulación. También se beneficia como parte del

portafolio integral de mercados ofrecidos por LSE. Para unirse a AIM no requieren tener un historial financiero particular o historia de negocio. El régimen balanceado de regulación fue diseñado específicamente para pequeñas empresas en crecimiento, ofreciendo oportunidades para las mismas como para inversionistas. Dentro de la comunidad de AIM se encuentran, Las compañías, Asesores nominados, Brokers, Especialistas de Mercados, Inversionistas y el Equipo de la Bolsa AIM.

Frente a la incidencia internacional de este mercado, actualmente más de 500 compañías con mayor concentración de su operación por fuera del Reino Unido en más de 100 países hacen parte activa del mismo, lo cual refleja su fuerte presencia internacional, mostrando un mercado publico ideal por crecimiento y emprendimiento en negocios internacionales que esperan expandir e incrementar su perfil global. Los costos de pertenecer a este mercado, incluyen una comisión de admisión basada en el valor de la capitalización de la compañía en el momento de inscripción. Además de este costo, se paga una comisión anual para las empresas cuyas acciones o certificados de representación de acciones son admitidas para negociación, de acuerdo al tamaño de la misma.

### **MAB - MERCADO ALTERNATIVO BURSATIL**

El MAB - MERCADO ALTERNATIVO BURSATIL (2014) , es un mercado de valores dedicado a empresas de reducida capitalización que buscan expandirse, con una regulación a medida, diseñada específicamente para ellas, y con unos costes y procesos adaptados a sus características. En julio de 2009 inicia sus operaciones y actualmente cuenta con 26 empresas.

Dentro de sus características más relevantes tiene un sistema de negociación manejado por las bolsas, promovido por BME (Bolsas y Mercados Españoles) y supervisado por la CNMV (Comisión Nacional del Mercado de Valores – España), maneja empresas o activos preferentemente de la Unión Europea y Latinoamérica. Está orientado a inversionistas

profesionales pero permite el acceso de particulares, proporciona financiación, visibilidad, liquidez y valoración. Frente al manejo de la información, maneja un régimen adaptado a la singularidad de las empresas que hacen parte.

Los objetivos del MAB están encaminados al apoyo de empresas en expansión y es importante para el desarrollo de las mismas de acuerdo a los siguientes beneficios:

- Facilita el acceso a financiación.
- Permite acceso a nuevos inversionistas.
- Otorga un crecimiento más rápido vía fusiones o adquisiciones.
- Ayuda a su proceso de internacionalización.
- Cambio de cultura corporativa.
- Alternativa para continuidad de empresas familiares, permite recursos frescos sin necesidad de perder el control.
- Genera mayor notoriedad a la compañía.
- Permite determinar el valor de la empresa en condiciones del mercado.

De acuerdo a las estadísticas disponibles a diciembre de 2014, el MAB tiene una capitalización bursátil del orden de 1.743 millones de Euros y ha negociado o transado 1.652 millones de Euros. Dentro de la regulación actual se permite la incorporación de acciones emitidas por empresas en expansión españolas o extranjeras, que manejen estándares internacionales de información financiera o contable y cuya oferta pública inicial este por encima de dos millones de Euros. Como motivación adicional para las empresas participantes, se manejan incentivos tributarios y ayudas económicas por parte del Ministerio de Industria para su salida al mercado bursátil.

## **BOLSA EMERGENTE – CHILE**

En su constitución inicial, la Bolsa Emergente de Chile fue una iniciativa conjunta de la Bolsa de Comercio de Santiago con la Superintendencia de Valores y Seguros y autoridades económicas y financieras con el objetivo de ayudar a las empresas emergentes en el acceso al financiamiento de sus proyectos para incrementar su crecimiento y poder adaptarse al proceso de globalización de los mercados. (Bolsa de Comercio de Santiago, 2015)

Para garantizar la liquidez mínima del mismo, se establece la participación de Creadores de Mercado y una restricción frente a la concentración de acciones en manos de accionistas controladores entre otras. En sus premisas iniciales, el principal beneficio otorgado a los emisores era la obtención de capital a través de emisión de acciones. Sin restringir la posibilidad de acceder a la emisión de bonos. Por otro lado pretende otorgar mejor imagen corporativa y creación de mercado para los títulos de la empresa.

Los inversionistas tendrían oportunidades de invertir en empresa con potencial de crecimiento que se comprometen con el mercado a mantener niveles mínimos de liquidez gracias a la figura de creadores de mercado, beneficios tributarios frente a las ganancias de capital hasta por tres años.

Estas experiencias en otras naciones, son puntos de referencia relevantes para el desarrollo del Segundo Mercado en Colombia, gracias a la evolución que han tenido estos mercados se ha suscitado el cambio en la estructura actual del mismo frente a sus inicios. Al revisar estas experiencias previas, se puede evidenciar que aunque hagan parte de mercados diferentes como Europa o América, han encontrado termas equivalentes sobre las condiciones que debe tener un segundo mercado o mercado alterno respecto de una regulación más flexible que exija menos requisitos a las empresas para convertirse en emisores con el objeto de ampliar el universo de inversiones en sus mercados, menos costos desde la bolsa que auspicia las colocaciones para tener menor carga para el empresario y de esta forma colaborar con su objetivo de financiamiento en mejores condiciones y finalmente beneficios tributarios para hacer más atractiva su participación; generando para

los mismos una estructura de capital más adecuada y una mayor profundización del mercado de valores y capitales.

De acuerdo a esta revisión de mercados alternos equivalentes y al marco regulatorio que ofrece el Decreto 2555 de 2010 como regulación superior sobre el mercado de valores colombiano, se procederá en el siguiente capítulo a realizar una valoración de una empresa en sus condiciones actuales y se hará una comparación con un escenario simulado que incluya su participación en el segundo mercado con una estructuración de bonos corporativos de acuerdo a las tarifas vigentes en este mercado para valorar y presentar los resultados de la emisión y participación del segundo mercado.

## 6. MODELO DE ASESORIA PARA EMISION EN EL SEGUNDO MERCADO

### 6.1 Aspectos generales

El objetivo de este capítulo es la valoración de una empresa para determinar su situación actual respecto de la estructura de deuda, es preciso identificar los diferentes tipos de tasas de interés que existen en el mercado, esto permite identificar y aprovechar oportunidades frente a la estructura de deuda y su adecuada asignación en el tiempo.

Esta herramienta ha sido diseñada para liberar parcial o totalmente el pasivo de acuerdo a las necesidades del cliente que permita fortalecer o mejorar el flujo de efectivo a nivel de sus actividades operativas y de inversión, en busca de una estrategia con mecanismo que mejore sus fuentes y costos de financiamiento.

Para el análisis financiero (Baena, 2010) destaca tres etapas recopilación, interpretación y comparación:

- **Recopilación:** es toda la información cualitativa de la empresa y cuantitativa de la empresa, corresponde al balance general, estado de resultados, y P&G, la información cualitativa hace referencia a la estructura organizacional, cliente y proveedores, entre otros.
- **Interpretación:** basado en unas proyecciones teniendo como soporte información macroeconómica y datos de mercado, se parte como insumo para hacer un análisis de la información financiera arrojada.
- **Comparación:** es un paralelo de la información obtenida cuando la empresa toma un crédito con una entidad financiera vs segundo mercado, esto incluye costos adicionales que se incurren en el proceso de una emisión.

Como resultado final se pone a disposición a los empresarios una herramienta de valoración para determinar si es conveniente la consecución de recursos para su financiamiento, en las entidades financieras o a través del mercado de capitales por el canal

de segundo mercado, buscando el mayor beneficio para la estructura de costos argumentado con criterios financieros que sustentan una correcta estructuración de deuda.

## **6.2 Guía para el emisor**

### 6.2.1 Modelo Valoración de empresas

Para el desarrollo de esta herramienta, se parte de la plantilla del modelo de valoración de empresas del Doctor Werner Zitzman en el módulo Finanzas Corporativas I ajustando su estructura de acuerdo al objetivo de esta investigación.

La importancia de esta guía para el emisor es medir la capacidad del negocio para generar valor o riqueza, en busca de esta rentabilidad buscando nuevas alternativas de financiamiento a menor costo pero para poder llegar a este resultado se debe primero valorar la empresa para saber su valor corporativo en diferentes escenarios. La valoración de una empresa para (Fernández, Pablo, 2008) nace de una expectativa de continuar creciendo o generar valor a lo largo de un horizonte de tiempo, para este análisis se descuentan los flujos de los fondos para sus acciones y la deuda sea valorable.

No existe una respuesta única ni una respuesta acertada pero si aproximada relacionando las distintas alternativas o variables que impactan en una decisión financiera, la guía para el emisor parte desde los estados financieros desde el año uno proyectados a veinte años diseñado bajo parámetros de entrada, que pueden ser modificados en línea con las necesidades del empresario, estos parámetros se ingresan en las celdas grises permitiendo simular diferentes alternativas.

Tabla 12. Parámetros de Entrada

Modifique solo las celdas de color GRIS

Parámetros de entrada	Cifras en Millones					
	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5	Año 6
Ventas anuales	90,000					
Aumento Precio		4.05%	4.05%	4.05%	4.05%	4.05%
Aumento Volumen		5.00%	4.50%	4.00%	4.00%	4.00%
Costo Materia Prima en %	48%	48%	48%	48%	48%	48%
Rotación Materia Prima	12 Veces					
Mano de Obra (% Ventas)	10%	9,000				
Aumento en % (Spread Delta Precio Vta)			-1%	-1%	-1%	-1%
Contratación (+/-)			5%	3%		
Gastos de Fabricación Fijos	3,646					
Aumento en Gts Fabr.			6%	5%	5%	5%
Gastos de Fabricación Variables	3.85% De las Ventas					
Rotación Productos en Proceso	48 Veces					
Rotación Productos en Terminados	24 Veces					
Gastos de Administración (% Ventas)	10%	9,000				
Gastos de Ventas	2.00% De las Ventas		8%	5%	5%	5%

POLITICA DE COBRO		% Recaudo	días
<b>Ventas de contado</b>			
Ventas a 30 días	10%	10%	30 días
Ventas a 60 días	20%	20%	60 días
Ventas a 90 días	25%	25%	90 días
Ventas a 120 días	30%	30%	120 días
Ventas a 150 días	10%	10%	150 días
Ventas a 180 días	5%	5%	180 días
DPC PROMEDIO	100%	68	
<b>Compras de Contado</b>			
Pagos a 30 días	5%	5%	30 días
Pagos a 60 días	10%	10%	60 días
Pagos a 90 días	15%	15%	90 días
Pagos a 120 días	20%	20%	120 días
Pagos a 150 días	25%	25%	150 días
Pagos a 180 días	20%	20%	180 días
Pagos a 210 días	5%	5%	210 días
DPP PROMEDIO	100%	99	
Ciclo de Caja (menor entre 15 días y CC)	15	-9	
Grado de Endeudamiento	70%		

Fuente: Cálculos Propios

Las políticas de cobro es una política de la empresa en cobrar los créditos que le ha otorgado a sus clientes, esta opción se maneja por porcentaje de acuerdo a las políticas de ventas a contado o plazos de 30, 60, 150 días y lo mismo para las compras de contado o con plazos de 30 a 210 días.

De otro lado, la junta directiva de la empresa define el porcentaje máximo de endeudamiento que puede ir desde 0% a 100%, con la alternativa de escoger el crédito va a capital de trabajo, inversión en activos fijos con diferentes plazos y la alternativa de buscar la mejor alternativa en tasa (tasa fija, dtf, ibr, ipc) con entidades financieras como se puede ver en la tabla 13.



Paralelamente después de definir el crédito se define la política de dividendos con una política línea en la relación de pago cada año y no manejamos el modelo creciente con tasas constantes como lo sugiere el modelo de Gordon-Shapiro, es decir, sugerimos manejarlo con pagos iguales porque va dirigido a empresas con crecimiento alto.

Partiendo de un efectivo mínimo en bancos, crecimiento de residuos y una tasa de impuestos como variable de entrada, se ingresa los activos fijos con una depreciación lineal dependiendo del activo.

**Tabla 15. Activos Fijos**

INVERSIONES EN ACTIVOS FIJOS					
CONCEPTO	Valores	Plazo de depreciación			
terrenos	7,292	<= Aporte de Capital			
Construcciones Cto Vtas	25,230	20 Años	1,262	1,262	1,262
Maquinaria y Equipo (Planta)	4,740	10 Años	474	474	474
Vehículos (Admón)	2,400	5 Años	480	480	480
Muebles y Enseres (Admón)	1,890	5 Años	378	378	378
Equipos de Cómputo (Admón)	6,560	3 Años	2,187	2,187	2,187
Otros (Admón)	1,750	10 Años	175	175	175
<b>TOTAL INVERSIÓN ACTIVOS FIJOS</b>	<b>49,862</b>				

*Fuente: Cálculos Propios*

Al incluir los inputs en el modelo y de acuerdo a los parámetros intrínsecos se puede observar un estado de resultados, flujo de caja y balance general proyectado a veinte años.

Tabla 16. Estado de Resultados, Flujo de Caja y Balance General

Estado de Resultados	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5	Año 6	Año 7
Ventas	90,000	96,327	106,913	115,693	125,194	135,475	146,681
Costo de Ventas	57,409	65,837	71,230	76,318	81,759	87,822	93,914
Utilidad Bruta	32,591	32,490	35,683	39,376	43,435	47,653	52,767
Gastos de Administración	9,000	9,720	10,206	10,716	11,252	11,815	12,401
Gastos de Depreciación	3,220	3,220	3,220	1,033	1,033	175	175
Gastos de Ventas	1,800	1,967	2,138	2,314	2,504	2,709	2,931
Utilidad Operacional	18,571	17,584	20,119	25,312	28,646	33,154	37,141
Utilidad Neta	10,169	9,736	11,627	15,273	17,692	20,885	23,711
<b>FLUJO DE CAJA</b>	<b>Año 1</b>	<b>Año 2</b>	<b>Año 3</b>	<b>Año 4</b>	<b>Año 5</b>	<b>Año 6</b>	<b>Año 7</b>
Ingresos							
Utilidad Operacional	18,571	17,584	20,119	25,312	28,646	33,154	37,141
Depreciación	4,955	4,955	4,955	2,769	2,769	1,911	1,911
Aporte de Capital	27,297						
Credito con Proveedores	12,870	201	1,136	1,161	1,262	1,366	1,471
Credito 1	4,009						
Credito 2	29,799						
Total Ingresos	97,501	22,740	26,211	29,242	32,677	36,430	40,513
Total Egresos	77,139	16,677	15,915	17,097	19,815	21,587	23,981
SALDO DE CAJA	20,363	6,063	10,296	12,145	12,861	14,843	16,532
SALDO ACUMULADO DE CAJA	20,363	26,426	36,722	48,867	61,728	76,572	93,104
<b>BALANCES GENERALES</b>	<b>Año 1</b>	<b>Año 2</b>	<b>Año 3</b>	<b>Año 4</b>	<b>Año 5</b>	<b>Año 6</b>	<b>Año 7</b>
Activos							
Caja + Bancos	900	983	1,069	1,157	1,252	1,355	1,461
Inversiones Temporales	19,463	25,443	35,652	47,710	60,477	75,217	91,681
Cartera	16,875	18,436	20,046	21,892	23,474	25,402	27,481
Inventarios	7,238	8,935	9,733	9,402	10,122	10,900	11,714
Activo Corriente	44,476	52,917	65,501	79,961	95,325	112,873	132,331
Activo Fijo Bruto	49,862	49,862	49,862	49,862	49,862	49,862	49,862
Depreciación Acumulada	4,955	9,910	14,866	17,634	20,403	22,313	24,223
Activo Fijo Neto	44,907	39,952	34,997	32,228	29,460	27,549	25,639
Total Activos	89,363	82,869	100,497	112,189	124,764	140,422	157,381
Total Pasivos	51,917	46,413	47,043	46,601	45,628	45,158	44,687
Patrimonio							
Capital	27,297	27,297	27,297	27,297	27,297	27,297	27,297
Reserva Legal		1,017	1,990	3,153	4,681	6,450	8,551
Otras Reservas		0	0	0	0	0	0
Utilidad del periodo	10,169	9,736	11,627	15,273	17,692	20,885	23,711

Fuente: Cálculos Propios

Partiendo de esta información se desarrollan diferentes métodos de valoración nos da como resultado:

- El flujo de caja libre corresponde al flujo de fondos operativos de la empresa y no se considera la deuda, es decir lo que queda después de cubrir las necesidades operativas, inversiones, de esta manera se proyecta unos flujos futuros.
- La valoración corporativa disponible se obtiene un punto de partida para comparar los indicadores financieros antes y después de una simulación con la opción de segundo mercado. Esta valoración pretende simular una recomposición de la deuda total de la empresa, reemplazándola con una colocación de bonos en el Segundo Mercado de acuerdo a las condiciones vigentes en el mercado de valores y a la necesidad de la empresa.

En la evaluación de los inversionistas hay dos alternativas Solo Dividendos o Flujo de caja del inversionista:

- Los dividendos consiste en como al accionista hay el invertir un capital, debe haber un retorno o un beneficio por el periodo del tiempo que asume el riesgo, entre otras palabras es la retribución al accionista ante su inversión.

- Flujo de caja de inversionista se parte del flujo de caja libre y se le restan los intereses de la deuda y el pago de capital, pero si tiene nuevas deudas se deben incluir.

De estas definiciones, se establece una política vital para el ejercicio que corresponde al destino del crédito para capital de trabajo y/o activos fijos, que se va a comparar con la opción de segundo mercado.

Tabla 17. Valoración de empresa

FLUJO DE CAJA LIBRE	Año 0	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5
Nopat		12,257	11,605	13,279	16,706	18,906
Depreciación		4,955	4,955	4,955	2,769	2,769
Proveedores	12,870	201	1,136	1,161	1,262	1,366
- Plan de Inversión	-73,975	-2,379	-2,288	-2,315	-2,502	-2,706
<b>F de CL</b>	<b>-61,105</b>	<b>15,034</b>	<b>15,409</b>	<b>17,080</b>	<b>18,235</b>	<b>20,335</b>
WACC =====>		13.9%	14.5%	15.1%	15.7%	16.2%
Índice WACC =====>		1.14	1.30	1.50	1.74	2.02
VNA FLUJO DE CAJA LIBRE		13,199	11,818	11,384	10,506	10,079
Σ VNA FLUJO DE CAJA LIBRE		13,199	25,017	36,401	46,906	56,986
Horizonte de Análisis	5 Años					
VNA FLUJO DE CAJA LIBRE Horizonte= 5 Años		\$ 56,986				
Valor Residual		\$ 62,093			Sin Gradiente	
VALOR CORPORATIVO		\$ 119,079				
Deuda Financiera		\$ 33,808				
<b>VALOR PATRIMONIAL</b>		<b>\$ 85,271</b>				

EVALUACIÓN DE LOS INVERSIONISTAS	Año 0	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5
F de C Inversionista	\$ -27,297	\$ 10,166	\$ 7,561	\$ 9,733	\$ 11,389	\$ 13,990
VNA F de C Inversionistas	\$ -27,297	8,615.28	5430.031835	5923.76529	5874.499369	6115.3757
Σ VNA DIVID. - CAPITAL APORTADO INICIAL	-27,297	-18,682	-13,252	-7,328	-1,453	4,662
Horizonte de análisis =====>	13 Años					
VALOR NETO ACTUAL	\$ 51,217					
K <sub>e</sub> =====>		18.00%	18.00%	18.00%	18.00%	18.00%
INDICE K <sub>e</sub>	1	1.18	1.39	1.64	1.94	2.29
VNA DEL FLUJO DE LOS INVERSIONISTAS	\$ 51,217					
TIR a 13 años =====>	43.37%	-62.8%	-25.6%	0.3%	15.3%	24.8%

Fuente: Cálculos Propios

La herramienta de valoración incluye las entidades involucradas desde el momento de consideración de la emisión en Segundo Mercado y los costos que reflejan para el emisor durante el proceso de acuerdo a la regulación vigente y las condiciones de mercado de cada entidad; cabe resaltar que son Agentes del mercado de valores y son sujetos de supervisión por parte de la SFC.

## 6.2.2 Simulador de Bonos Ordinarios

Es una herramienta construida a partir de la Calculadora para Bonos Ordinarios de la BVC ajustada a las condiciones del segundo mercado, se pone a disposición del empresario para estimar los costos de oferta pública de bonos en el segundo mercado y poder contrastar con el modelo de valoración de empresas la alternativa más económica.

**BVC (Bolsa de Valores de Colombia): Costos de Inscripción y Mantenimiento**



Está determinado por un costo de inscripción inicial determinado por un porcentaje incluido en la herramienta del orden de 0,0564% sobre el monto global de la emisión con un monto máximo de \$55.200.000 y un costo de sostenimiento del 0,028% del saldo vigente de la emisión en circulación con un máximo por año de \$22.700.000.

**RNVE (REGISTRO NACIONAL DE VALORES Y EMISORES): Inscripción en el RNVE y Ofertas Públicas. Incluidos en la herramienta como SFC.**



Costos de Inscripción determinado como 0,04 por mil sobre el valor del patrimonio con un monto mínimo de 6 SMMLV y un máximo de 300 SMMLV. En el caso del mercado principal la tarifa es el doble, del orden de 0,08 por mil.

Respecto de los costos de Derechos de Oferta Publica son una ventaja que tiene el Segundo Mercado pues no Aplican y se incluyen con valor de \$0; en cambio en el mercado principal serian del orden de 0,35 por mil sobre el monto a emitir con los mismos límites del rubro anterior.

Se incluye un costo de Sostentamiento Anual frente a la SFC con valor de 0,1 por mil sobre el valor del patrimonio con un monto mínimo de 6 SMMLV y un máximo de 300 SMMLV.



### **DECEVAL Deposito Central de Valore**

De acuerdo a las tarifas publicadas en su página web se determinara un costo por sus servicios que se liquida diariamente y se factura con periodicidad mensual, de acuerdo al monto de la emisión en circulación y a la tarifa vigente. Para efectos del ejercicio se toman las tarifas vigentes en 2015 y se hace un cálculo anual de acuerdo a los flujos propuestos, que se alimenta de una pestaña adicional que permite modificar las mismas.

### **Asesores Legales**

Este costo dependerá de la firma de abogados que acompañe al empresario en el proceso de acompañamiento y representación para efectos contractuales, dependerá de las condiciones de cada empresa y se asume un valor determinado que se pagaría una sola vez.

### **Estructuradores**

Este rubro se refiere al valor cobrado por la Banca de Inversión que será representante del emisor ante los inversionistas respecto de la valoración oficial de la empresa para presentar un valor justo de la empresa ante los posibles inversionistas. Esta actividad de estructuración incluye también la presentación de la emisión a los posibles inversionistas por medio de un “Road Show” que consiste en presentaciones para generar interés en la colocación y obtener demanda por la misma.

De acuerdo a la consulta realizada a una Banca de Inversión local con experiencia en estructuración de emisiones en el mercado local, aunque este destinada para el segundo mercado con las condiciones implícitas será más eficiente y atractiva para el mercado si es superior a los \$100.000 millones lo cual representaría honorarios para la misma entre \$50.000.000 y \$100.000.000, dependiendo del esfuerzo que requiera la misma para hacer la emisión.

Respecto del compromiso adquirido por la Banca de Inversión, se establecerá entre las partes un contrato que de acuerdo a la convención utilizada en el mercado de valores se

conoce como “Underwriting”, se conoce como “el proceso por el cual, el banquero de inversión obtiene capital de inversión por parte de los inversionistas en beneficio de las corporaciones que están emitiendo valores” (Investopedia, 2015). De acuerdo a la Banca de Inversión (BANCOLOMBIA) “se compromete a colocar una emisión o parte de ella, para posterior reventa en el mercado. La operación de underwriting se inicia con la asesoría al cliente y puede ser de varias clases según el nivel de compromiso: en firme, garantizado o al mejor esfuerzo”.

**UNDERWRITING EN FIRME.** El agente de colocación o intermediario suscribe o adquiere la totalidad o parte de una emisión de valores, obligándose a ofrecerlos al público inversionista, al precio que se hubiere establecido y durante un plazo determinado. En el evento de que el intermediario no coloque los valores o papeles, asume directamente el compromiso de adquisición.

**UNDERWRITING GARANTIZADO.** El agente de colocación o intermediario garantiza ante el emisor de valores la colocación de los mismos dentro de un plazo determinado al efecto, con el compromiso de adquirir el remanente no colocado en dicho plazo.

**UNDERWRITING AL MEJOR ESFUERZO.** El intermediario se compromete con el emisor a realizar sus esfuerzos a fin de colocar la inversión en el público inversionista a un precio fijo dentro de un plazo determinado. En este caso, el agente intermediario no está corriendo ningún riesgo por cuanto al ente emisor más bien le interesa la experiencia que posee en este campo el agente intermediario y no su capacidad financiera para absorber los títulos, en caso de que no puedan ser colocados.

Dependiendo del tipo de riesgo que tengan el emisor como la colocación, se determinará el contrato acordado con la Banca de Inversión, y por ende la tarifa cobrada.

## **Colocación y distribución**

La labor de colocación y distribución la debe realizar una Sociedad Comisionista de Bolsa (SCB), de acuerdo a la investigación realizada la tarifa que cobraría una SCB para este proceso será del orden de 10 a 20 puntos básicos, que se cobrarían una sola vez respecto del valor global de la emisión. Dentro de las facultades del estructurador, se puede establecer una única SCB o determinar una SCB líder de colocación y algunas más como agentes colocadores, recordando que el destino de esta colocación serán inversionistas profesionales.

Dentro de este rubro también se contempla el costo de adjudicación y anotación en cuenta en la BVC, que será de 0,0075% sobre el valor global de la emisión, respetando un valor mínimo de \$7.500.000 y un valor máximo de \$22.100.000.

## **Publicaciones**

En una emisión tradicional de mercado principal que va dirigida al público en general se debe publicar en Periódicos de amplia circulación, lo cual se debe concretar con el periódico de acuerdo a la cantidad de días en circulación y la posición dentro del periódico; y se estima un valor aproximado de \$20.000.000. En el caso de Segundo Mercado al ser dirigido a un nicho de inversionistas tan cerrado, el trámite de publicación se debe suplir con el “road show”, pero se mantiene en la herramienta para hacer una estimación más acida, dando la opción de convocar inversionistas por este medio.

## **Revisoría Fiscal**

Se puede incurrir en costos de revisoría fiscal para obtener certificación de la veracidad de contenido del prospecto, será determinado por la entidad revisora.

## **Representante legal de los tenedores de títulos**

En el mercado principal se debe incurrir en un costo anual para pagar el representante legal del público en general, para Segundo mercado por la naturaleza y condición de los inversionistas profesionales, no requiere representante por lo cual el valor es \$0.

## Calificación de Riesgo

En el caso de nuestro destino de colocación, la calificación de riesgo es opcional. Se mantiene la opción y se realizó la investigación de trámites y costos para poder valorar la emisión con este valor agregado pues otorga una mejor percepción del emisor por parte de los inversionistas y mayor aun en el segmento de profesionales. Dentro de las opciones publicadas por BVC con información oficial se encuentran tarifas vigentes respecto de un costo fijo más un componente variable del excedente del valor de la emisión frente al monto mínimo de cada nivel de costos, y se complementó con una consulta a otra calificadora, obteniendo 2 opciones de calificación para afectar la valoración con un rubro adicional.

De esta forma se incluyen los costos involucrados en la emisión de bonos en el segundo mercado, y se proceden a incluir las condiciones financieras de la misma, respecto de monto, plazo, tasa facial (fija o indexada) y serie única o mixta para realizar la simulación financiera y proyección de flujos desde el momento inicial hasta maduración, ajustando el modelo a las condiciones de mercado vigentes.

Los indicadores relevantes incluidos en el modelo para la valoración se deben verificar de manera constante para estar más acorde a la coyuntura en el momento de emitir, son los siguientes:

- Valor del Salario Mínimo Mensual Legal Vigente (SMMLV), publicado por el DANE.
- DTF (EA) publicada en [www.banrep.gov.co](http://www.banrep.gov.co)
- IBR (NAMV) publicada en [www.banrep.gov.co](http://www.banrep.gov.co)
- IPC (12 Meses) publicado por el DANE.
- Valor UVR publicada en la página web del Banco de la república.
- Tasa Fija se toma la tasa un promedio simple de los TES vigentes en el mercado

A nivel más específico, para hacer la proyección se deben determinar los componentes financieros de la emisión:

- Determinar la composición de la emisión en una única serie o dos series, lo cual hace referencia a la posibilidad de estructurar un vencimiento único o determinar la emisión en dos series con plazo diferente y/o tasa facial diferente. Dependerá de la forma en que se quiere recoger parte o todo de la deuda vigente y la naturaleza del flujo de caja de la empresa para tener deuda a mediano o largo plazo.
- Monto de la emisión.
- Plazo de la Emisión, por ajuste se tiene un horizonte de tiempo disponible para simulación desde 1 hasta 20 años.
- Tasa Facial: Elegir Tasa Fija o indexada, este criterio dependerá de un benchmarking de las colocaciones que se den durante el año en curso para satisfacer el apetito del mercado por tasa fija o intereses atados a los indicadores previamente mencionados. Para todas las opciones se tiene una tasa base (fija o indexada) y la posibilidad de incluir un margen adicional expresado en puntos porcentuales que ajustarán la tasa de interés dependiendo de su naturaleza. Al respecto se debe determinar escenarios futuros de las tasas de acuerdo a las expectativas del mercado para plazos similares, o con ajustes anuales para calcular un flujo más exacto.  
Se incluye además tabla de tasas de referencia de títulos de deuda pública y privada para tener indicadores de expectativas del mercado a futuro.
- Valor de Patrimonio del Emisor.

Al incluir estos datos en la calculadora, se podrán establecer escenarios de valoración sobre la deuda actual de la empresa que se recogería con los recursos objeto de la emisión para reemplazar los flujos en la valoración inicial y determinar el efecto de Segundo Mercado en los indicadores financieros y el valor de la Empresa.

La herramienta entonces requiere de algunos datos que deben ser modificados antes de hacer la simulación, para incluir en la misma las condiciones vigentes en el mercado

respecto de las tarifas de las entidades involucradas y las tasas de interés vigente de acuerdo al siguiente proceso.

Inicialmente se deben actualizar las tarifas de Deceval respecto del costo de administración y custodia de los títulos de emisiones desmaterializadas, a partir de la cual la herramienta alimentara la calculadora en el rubro respectivo con cifras en millones de acuerdo a los parámetros establecidos.

**Tabla 18.** Tarifas Deceval.

fuelle : <https://www.deceval.com.co/portal/page/portal/Home/Servicios/Emision>  
Deceval liquida diariamente y factura mes vencido la sumatoria de las liquidacion

TABLA No. 3 EMISIONES DESMATERIALIZADAS	
Monto de la emisión en circulación (millones de pesos)	Tarifas en pesos
0	293,74
28.765	278,47
57.530	252,72
115.060	252,60
162.130	252,48
209.200	236,15
256.270	229,63
303.340	224,19
350.410	216,56
397.480	208,95
444.550	200,25
491.620	193,72
538.690	187,19
585.760	180,66
632.830	176,30
679.900	173,03
732.200	169,78

Fuente: Cálculos Propios

Continuando con el orden de la herramienta, se deben incluir las tarifas relacionadas con la calificación de riesgo respecto de las cuales se incluyen parámetros equivalentes en dos opciones para hacer el análisis más acido, proporcionando parámetros al modelo para que elija la opción con menor costo.

Tabla 19. Tarifas Calificadoras de Riesgo

**Modelo Costos de Emisión BONOS ORDINARIOS SEGUNDO**

METODOLOGÍA BRC Investor Services

Tabla de tarifas para calificación de emisiones

(Limite Inferior) Mayor a	(Limite Superior) Menor o igual a	Cargo fijo hasta de	% sobre el excedente del limite inferior hasta de
-	10.000	\$ 18.000.000	0,0400%
10.001	30.000	\$ 18.000.000	0,0400%
30.001	80.000	\$ 20.000.000	0,0300%
80.001	200.000	\$ 30.000.000	0,0200%
200.001	300.000	\$ 40.000.000	0,0150%
300.001	500.000	\$ 40.000.000	0,0150%

<b>MONTO A EMITIR</b>	35.070
<b>Cargo fijo</b>	20.000.000
<b>Excedente del limite infe</b>	5.069
<b>% aplicado sobre el exce</b>	0,0300%
<b>Costo total</b>	21.520.700



Bonos Ordinarios SM	DECEVAL	Calificadora	Calificadora (2)	tasas de referencia BANREP
---------------------	---------	--------------	------------------	----------------------------

Fuente: Cálculos Propios

En la última pestaña con parámetros relevantes para el modelo global de valoración de bonos, se incluye la curva de referencia de títulos de renta fija de los Tes en el mercado colombiano, que será fuente de determinación de la opción de tasa fija para la valoración.

Tabla 20. Tasas de Referencia Banrep

Tasas de Referencia TES Tasa Fija

Fecha 24/05/2015

TES	Años al Vencimiento	CIERRE 06/05/2015
28/10/2015	0,43	4,63%
15/06/2016	1,06	4,83%
24/10/2018	3,42	5,49%
21/11/2018	3,50	5,32%
11/09/2019	4,30	5,60%
24/07/2020	5,17	5,87%
04/05/2022	6,95	6,54%
24/07/2024	9,18	6,90%
26/08/2026	11,27	7,20%
28/04/2028	12,94	7,51%

Fuente: www.grupoaval.com

Bonos Ordinarios SM	DECEVAL	Calificadora	Calificadora (2)	tasas de referencia BANREP
---------------------	---------	--------------	------------------	----------------------------

Fuente: Cálculos Propios

En este punto se debe volver a la pestaña principal de Bonos Ordinarios SM, que incluye los parámetros faltantes como el ejercicio de simulación y los flujos finales arrojados por la calculadora. En la descripción de los principales costos la primera actualización corresponde a las tarifas del costo de inscripción y sostenimiento de la BVC.

**Tabla 21. BVC: Inscripción y sostenimiento**

<b>Descripción de los Principales Costos</b>		<b>El costo de inscripción es del 0,0564% del monto total ofertado por cada emisión (máx 55,2 millon</b>	
1 BVC: Inscripción y sostenimiento			
Inscripción	0,0564%	max	55,2 Millones
Sostenimiento	0,0280%	max	22,7 Millones
2 RNVE: Inscripción en RNVE y Ofertas públicas		0,04 por mil del patrimonio	
3 Depósito de valores DECEVAL		De acuerdo con el saldo en circulación de la emisión.	
4 Asesores legales		A negociar	
5 Estructuradores		A negociar	
6 Colocación, Adjudicación y Distribución		Colocación y Distribución: A negociar. Adjudicación, según el monto adjudicado.	
7 Publicaciones		De acuerdo con los objetivos del emisor. Mínimo aviso de oferta	
8 Revisor Fiscal Prospecto		De acuerdo con contrato con el Revisor Fiscal	
9 Representante Legal de los Tenedores de Títulos		A negociar con Fiduciaria	
10 Calificación de riesgo		SM: OPCIONAL De acuerdo con la calificadora elegida (Existen 3 en Colombia)	

*Fuente: Cálculos Propios*

Siguiendo el orden descendente de inclusión de parámetros, se deben incluir ahora los niveles vigentes de indicadores en las casillas sombreadas; del valor del salario mínimo mensual legal vigente y las tasas de interés, que permitirán construir automáticamente los flujos de la emisión.

**Tabla 22. Parámetros Macroeconómicos**

<b>El usuario deberá insertar los valores que considere adecuados.</b>	
<b>Insertar los valores de las casillas sombreadas</b>	
	<b>2015</b>
SMMLV	\$ 644,336
DTF (T.A.)	4,4260%
DTF (E.A.)	4,5000%
IBR (N.A.M.V)	4,3690%
IBR (EA)	4,4576%
IPC 12 MESES	4,6400%
	5,9890%

*Fuente: Cálculos Propios*

De acuerdo a la determinación del empresario se registra en la herramienta el monto de la emisión que corresponde a la porción de deuda que se quiere reemplazar, en este caso se incluye la opción de emitir en dos series independientes. En cada serie se debe registrar el plazo, tipo de indicador de la tasa y el cupón o castigo adicional frente a la base vigente.

Como último input de esta sección se incluye el valor del patrimonio para determinar algunas tarifas de las entidades involucradas que parten de este valor.

**Tabla 23. Condiciones Emisión**

Insertar los valores de las casillas sombreadas en gris	Plazo (años)	Tipo de tasa pagada por los papeles	Tasa cupón o spread sobre la tasa de referencia
Monto en Serie 1 (en millones de pesos)	-	8	Tasa Fija 3,92%
Monto en Serie 2 (en millones de pesos)	35.070	15	Tasa Fija 4,35%
Monto total de la emisión en pesos (oferta pública)	\$ 35.070	Cifras en millones de pesos	
Patrimonio del emisor (millones de pesos)	\$ 678.000	\$ 709.459	\$ 742.378 \$ 776.824

*Fuente: Cálculos Propios.*

En los numerales 2 al 10 se incluyen las tarifas vigentes de cada entidad en las casillas sombreadas, sin modificar las excepciones sobre las cuales se incluyó información previamente en las otras pestañas y los rubros que no aplican para el SM, y eligiendo por parte del emisor los costos opcionales.

**Tabla 24. Otros Costos numerales 2-10.**

10 Calificación de riesgo	
	<input checked="" type="radio"/> Con Calificación <input type="radio"/> Sin Calificación
Determinado por el monto de emisión METODOLOGÍA BRC Investor Services	\$ 21.520.700
<b>Costo ESTIMADO de una calificación de riesgo de crédito</b>	<b>\$ 21,5</b>

*Fuente: Cálculos Propios.*

Al cabo de la inclusión de todos los parámetros, la herramienta calcula los flujos anuales de la emisión y arroja el resumen de los mismos en la parte final de la hoja Bonos Ordinarios SM, generando detalle sobre el saldo de la emisión, cupones y capital pagado y cálculo de tasas de interés tasa fija e indexadas para cada serie, cerrando con flujo neto anual en millones de pesos.

Tabla 25. Resultados Herramienta

Detalle de los flujos de financiamiento				
<b>SALDOS DE LA EMISIÓN</b>				
Serie 1		\$ 0	\$ 0	\$ 0
Serie 2		\$ 35.070	\$ 0	\$ 0
<b>Saldo total en circulación</b>		\$ 35.070	\$ 35.070	\$ 35.070
<b>Cupón pagado para la serie 1</b>			\$ 0	\$ 0
<b>Cupón pagado para la serie 2</b>			\$ 3.717	\$ 3.717
<b>Tasa de interés aplicada (Serie 1)</b>	<b>Tasa escogida</b>	<b>10,14%</b>	<b>10,14%</b>	
DTF (T.A.) + Spread	DTF (T.A.)	8,746%		8,746%
DTF (E.A.) + Spread	DTF (E.A.)	8,596%		8,596%
IPC (E.A.) 12 Meses + Spread	IPC 12 MESES	8,742%		8,742%
Tasa Fija	Tasa Fija	10,144%		10,144%
IBR (N.A.M.V)	IBR (N.A.M.V)	8,289%		8,289%
IBR (EA)	IBR (EA)	8,552%		8,552%
<b>Tasa de interés aplicada (Serie 2)</b>	<b>Tasa escogida</b>	<b>10,60%</b>	<b>10,60%</b>	
DTF (T.A.) + Spread	DTF (T.A.)	9,225%		9,225%
DTF (E.A.) + Spread	DTF (E.A.)	9,046%		9,046%
IPC (E.A.) + Spread	IPC 12 MESES	9,192%		9,192%
Tasa Fija	Tasa Fija	10,600%		10,600%
IBR (N.A.M.V)	IBR (N.A.M.V)	8,719%		8,719%
IBR (EA)	IBR (EA)	9,001%		9,001%
<b>FLUJO EN MILLONES DE PESOS</b>	<b>34.573,76</b>	<b>-</b>	<b>3.953,49</b>	<b>-</b>

Fuente: Cálculos Propios.

Estos flujos definitivos serán la información final de la emisión de bonos en el SM; que se debe incluir en una nueva valoración de la empresa, reemplazando los flujos de deuda previa de la compañía para evaluar por medio de indicadores financieros sugeridos en la herramienta inicial además del nuevo valor corporativo de la empresa que determinara si el aporte del SM es favorable o no para cada caso.

### 6.3 Resultados al aplicar los modelo de análisis

La metodología basada en la proyección a veinte años de los estados de resultados, flujo de caja y balance general derivado de esto se calcularon unos indicadores financieros para

analizar la estructura y deuda financiera haciendo un comparativo entre financiamiento con el sistema financiero con pagos trimestrales vencidos y segundo mercado con amortizaciones al final del periodo arrojo los siguiente resultados:

**Tabla 26. Valor Corporativo de la empresa para diferentes plazos y tasas**

Modalidad	Plazo	Tasa	Valor Corp
TF	8 años	12.36%	146,957
TF	8 años	10.14%	149,497
TF	15 años	10.60%	219,263

Modalidad	Plazo	Tasa	Valor Corp
TF	5 años	11.50%	122,952
TF	5 años	9.74%	119,409
TF	10 años	10.16%	166,659

Modalidad	Plazo	Tasa	Valor Corp
TF	12 años	13.50%	182,208
TF	12 años	10.36%	192,940
TF	15 años	10.60%	219,263

**IPC 4.64**

Modalidad	Plazo	Tasa	Valor Corp
TF	8 años	12.36%	146,957
IPC	5 años	7.77%	121,820
IPC	8 años	8.13%	153,043
IPC	10 años	8.48%	170,121
IPC	15 años	8.89%	224,654

*Fuente: Cálculos Propios*

De acuerdo a la metodología bajo la modalidad de tasa fija con pagos trimestrales y pago bullet en el SM para un plazo equivalente el valor corporativo obtiene una ganancia aproximadamente entre 1.7% para ocho años y 6% para doce años, siendo poco relevante para el empresario. Pero al realizar el ejercicio con plazo no equivalente es decir una deuda de ocho años de tasa fija y hacer el rollover a quince años de tasa fija en el SM el valor corporativo aumenta en 49.20%, lo cual refleja mayor valor y relevancia al alargar el plazo de la deuda donde se obtiene un mayor beneficio y libera flujo de caja.

Realizando el mismo ejercicio pero la modalidad de tasas no equivalentes para un plazo de ocho años su valor corporativo obtiene una ganancia de 4.14% versus un 1.7% de tasas equivalentes, así mismo al extender el plazo los resultados son más favorables y el empresario obtiene mayores beneficios como se puede observar en la tabla 18.

Como complemento para el análisis, se establece también simulación sobre un escenario base en tasa fija de acuerdo a las condiciones vigentes recopiladas en la investigación y se hace una simulación a diferentes plazos con el SM pero incluyendo el indicador de preferencia que se está negociando en las colocaciones de bonos ordinarios que es IPC más unos puntos básicos para determinar el efecto que tendría en la coyuntura actual.

Respecto de este caso, las tasas negociadas a los plazos estipulados son muy favorables por el nivel del indicador en la actualidad, arrojando para todos los plazos un costo de deuda inferior que repercute en el valor corporativo, con una relación directamente proporcional entre el plazo y el beneficio. Esto se demuestra en los resultados obtenidos, donde a mayor plazo el incremento en el valor corporativo es cada vez más relevante, favoreciendo una emisión en segundo mercado con la situación actual para remplazar la deuda.

## 7. CONCLUSIONES

Las necesidades de las pymes como actor fundamental de la economía se están viendo envueltas en problemas de financiamiento, porque no cumplen todos los requisitos y sus recursos financieros son limitados, por lo tanto, para el ejercicio práctico de este trabajo se segmento en las empresas medianas. Sin embargo, actualmente el mercado no satisface totalmente la demanda porque la otorgación de créditos son de corto plazo con tasas de interés elevada por parte de las entidades financieras o del estado que difícilmente se puede cubrir de la manera adecuada o su flujo de caja se ve afectado enormemente para el ciclo operacional de un negocio.

Por lo expuesto, las empresas medianas que tienen un crecimiento e información financiera estable pueden ser abordadas más eficientemente por los diferentes requisitos exigidos por el mercado. Las opciones tradicionales tienen unas condiciones de tasa y plazo que no necesariamente se ajustan a la coyuntura económica vigente, pues el margen de intermediación de recursos es alto, lo cual no permite que la empresa se vea favorecida por tasas bajas mientras en el SM existe la posibilidad de emitir a plazos prolongados con una amortización de capital al final del periodo, es decir, “bullet” que es lo más usual y de adaptarse a las condiciones del mercado que tiene un ajuste rápido respecto de las expectativas frente a tasas de interés.

Al desarrollar las simulaciones con un modelo abierto para que el empresario tenga la facilidad de cambiar diferentes variables relevantes como materia prima para determinar la manera más eficiente de incursionar en una nueva forma de financiamiento para la toma de decisiones. Después de realizar este análisis se observa principalmente para incursionar en este mercado se deben realizar emisiones de bonos representativas para justificar los costos y generar un mayor atractivo para los inversionistas.

De acuerdo a los diferente fuentes de financiamiento como reflejo de los ciclos económicos y en busca de un endeudamiento controlado los resultados con tasas comparables en un mismo plazo bajo los dos escenario de crédito financiero y SM. El valor corporativo de la

empresa no tiene un incremento relevante, por lo tanto una emisión no es rentable y su flujo de caja no generaría mayor flujo de efectivo. En la misma situación, pero con un plazo corto en el crédito financiero y una emisión en el SM de largo plazo son más favorables en periodos largos que permiten liberar la caja de amortizaciones y planear de forma eficiente el pago al final del plazo, esto se evidencia en la comparación de recomposición de deuda en un plazo igual al del crédito inicial; en estos casos la empresa se favorece por una tasa de mercado más justa y un mayor saldo en caja que permite hacer inversiones temporales durante el plazo sin amortizar.

Se resalta en los resultados cuando el crédito financiero es tasa fija y en el SM se realiza a través de una tasa indexada el valor corporativo se incrementa en mayor proporción por las ventajas de tener una tasa a menor costo con periodos largos permitiendo liberar caja en mayor proporción; cabe resaltar que en condiciones inflacionarias donde los indicadores se ajustan al alza, se debe evaluar un escenario de colocación con títulos en tasa fija pues pueden favorecer el flujo pagado en el bullet.

Por otro lado es relevante analizar el apetito de los inversionistas de este tipo de emisiones, pues la interacción del mercado determinara cual es el mejor indicador que satisfaga las partes involucradas generando el mayor beneficio. En línea con las condiciones variables de cada mercado de valores, se debe hacer un análisis detallado de las condiciones de la empresa y de los inversionistas para cada caso que se evaluó.

La alternativa de SM es muy atractiva para sectores de la economía que tengan un respaldo patrimonial y la emisión sea lo suficientemente representativa para poder cubrir los gastos de los diferentes agentes que participan de la emisión, adicionalmente la empresa debe ser una empresa reconocida y con un alto porcentaje de crecimiento para ser atractiva para los inversionistas. Los éxitos en el exterior han consistido en garantías para los inversionistas, estímulos tributarios para las empresas, liquidez y profundidad del mercado en Europa, pero para el caso de América Latina son pocos los emisores listados.

El aporte que genera esta investigación es transmitir alternativas adicionales de estructura de capital a los empresarios, inicialmente bajo las condiciones evaluadas por un fondo de capital privado, que de acuerdo al ciclo del negocio y dentro del perfil se postula como un

socio estratégico que hará un aporte valioso de capital con el fin de obtener un beneficio mutuo. En segunda instancia se presentan opciones para la evaluación de quien prefiere mantener el control de la compañía, analizando alternativas de financiamiento por medio de líneas de crédito tradicionales del sistema financiero o entidades estatales para mejorar su desempeño en estructura de corto y largo plazo que sea más acorde al flujo de caja del negocio.

Finalmente se realiza un análisis a profundidad de la opción de Segundo Mercado con un formato adaptable, como aporte para crear una metodología de valoración de empresa en busca de sostenibilidad financiera más eficiente para una empresa mediana; ajustándose a la variabilidad de las condiciones del mercado y de su negocio.

## **ANEXOS**

Anexo 1. Tasas por modalidad de crédito

Anexo 2. Cartera neta por tipo de entidad

Anexo 3. Tasas de Interés Leasing Bancoldex

Anexo 4. Tasas de Interés Leasing Bancolombia

Anexo 5. Ofertas Públicas Autorizadas

Anexo 6. Requisitos Inscripción RNVE

Anexo 7. Resultados de Emisiones Mayo 2015 BVC

## 8. Bibliografía

- Supersociedades*. (2011). Recuperado el 02 de Abril de 2014, de [www.supersociedades.gov.co](http://www.supersociedades.gov.co)
- Asociación Colombiana de Fondos de Capital Privado*. (2013). Recuperado el 13 de 01 de 2015, de Colcapital: <http://goo.gl/HuOky8>
- El tiempo Economía*. (25 de 11 de 2014). Recuperado el 14 de 01 de 2015, de <http://goo.gl/jnNLAO>
- Agundu, Prince; Dagogo Daibi. (07 de 2009). *SSRN*. Recuperado el 13 de 01 de 2015, de Social Science Research Network: <http://goo.gl/KHF12d>
- Aim. (2015). [www.londonstockexchange.com](http://www.londonstockexchange.com). Recuperado el 05 de 01 de 2015, de <http://goo.gl/yhZWEp>
- Anif. (04 de 10 de 2015). [www.deceval.com](http://www.deceval.com). Obtenido de <https://goo.gl/2C770a>
- Asobancaria. (2011). [www.asobancaria.com](http://www.asobancaria.com). Recuperado el 21 de Octubre de 2014, de <http://goo.gl/0c6Vwl>
- Baena, D. (2010). *Análisis financiero enfoque y proyecciones*. Bogotá: Eco Ediciones.
- Banco de la Republica. (s.f.). [www.banrep.gov.co](http://www.banrep.gov.co). Recuperado el 22 de Octubre de 2014, de <http://www.banrep.gov.co/>
- Banco Mundial. (2008). *Colombia, Financiamiento bancario para las empresas pequeñas y medianas empresas (pyme)*. 41610-CO, Unidad de Gestión para México y Colombia Oficina Regional para Latinoamérica y el Caribe.
- Bancoldex*. (s.f.). Recuperado el 2 de Abril de 2014, de Bancoldex: [www.bancoldex.com](http://www.bancoldex.com)
- Bancoldex. (23 de Octubre de 2014). [www.bancoldex.com](http://www.bancoldex.com). Recuperado el 23 de Octubre de 2014, de <http://www.bancoldex.com/acerca-de-nosotros92/Que-es-Bancoldex.aspx>
- Bancoldex Capital. (s.f.). *Catálogo Fondos de Capital Privado en Colombia*.
- BANCOLOMBIA. (s.f.). [www.investigaciones.bancolombia.com](http://www.investigaciones.bancolombia.com). Recuperado el 05 de 05 de 2015, de <http://investigaciones.bancolombia.com/espanol/glosariobco/glosarioGrupo4.asp>
- Bart van Hoof. (2006). *Fuentes para la financiación de la apropiación de bienes y servicios ambientales en PYMES*. Universidad de los Andes, Facultad de administración, Bogotá.
- Berengue, E., Faces, F., & Soto, M. (s.f.). Las fuentes de financiación en el ciclo de vida de las pymes. *Harvard Deusto Business Review*.
- Bolsa de Comercio de Santiago. (2015). [www.bovalpo.com](http://www.bovalpo.com). Recuperado el 08 de 01 de 2015, de <http://goo.gl/tt1ipz>
- Briozzo, A., & Vigie, H. (s.f.). *La estructura de financiamiento pyme. Una revisión del pasado y presente*. Universidad Nacional del Sur.
- Cabo, Valverde, & R-F. (2008). *Bank lending financing constraints and Sme Investment*. Recuperado el 02 de 04 de 2014, de [papers.ssrn.com/sol3/papers](http://papers.ssrn.com/sol3/papers)
- Campos, Rosario. (2013). Internacionalización de las PYMES en América Latina: importancia, obstáculos y políticas. *Cepal*(37).

- Cardenas, Patricia. (2002). *Las Pymes: Vitales para la recuperación del crecimiento económico*. Recuperado el 07 de 01 de 2015, de Pymes exportadores de Colombia : <http://goo.gl/uxWHR6>
- Centro, d. E. (2013). *La gran encuesta Pyme*. Recuperado el 02 de 04 de 2013, de ANIF: [www.anif.co](http://www.anif.co)
- Charvel, R., & L, G. (s.f.). *Capital Privado: beneficios y desventajas*. Recuperado el 11 de 10 de 2014, de Angel Ventures Mexico: <http://goo.gl/S2E0SL>
- Clavio, Sergio. (2014). El segundo mercado de valores y su regulación. *Enfoque Mercado de Capitales*(82), 4.
- Cnn. (11 de 2012). Recuperado el 12 de 01 de 2014, de Los obstáculos de los créditos Pyme: <http://goo.gl/oYAT40>
- Colfondos. (2012). [www.colfondos.com.co](http://www.colfondos.com.co). Recuperado el 21 de octubre de 2014, de <http://goo.gl/12Po5w>
- Colombia, C., & BVC. (2008). *Guía Practica de Fondos de Capital Privado para empresas del Convenio Colombia*.
- DANE. (22 de Octubre de 2014). [www.dane.gov.co](http://www.dane.gov.co). Recuperado el 20 de Mayo de 2015, de [http://www.dane.gov.co/files/investigaciones/boletines/ipc/cp\\_ipc\\_abr15.pdf](http://www.dane.gov.co/files/investigaciones/boletines/ipc/cp_ipc_abr15.pdf)
- DECEVAL. (05 de 05 de 2015). [www.deceval.com.co](http://www.deceval.com.co). Recuperado el 05 de 05 de 2015, de [https://www.deceval.com.co/portal/page/portal/Home/Empresa/Quienes\\_Somos](https://www.deceval.com.co/portal/page/portal/Home/Empresa/Quienes_Somos)
- Decreto 2175. (2007). *autorizaron a los Fondos de Pensiones Voluntarias y a los Fondos de Pensiones Obligatorias, respectivamente, a invertir en los FCP autorizaron a los Fondos de Pensiones Voluntarias y a los Fondos de Pensiones Obligatorias, respectivamente, a invertir en los FCP*. Bogotá, Colombia.
- Fernández, Pablo. (2008). *Metodos de Valoración de Empresas*. Navarra: IESE Business School.
- Ferraro, C. (2014). Políticas públicas para las pymes. *Taller regional sobre políticas públicas para pymes*. La Paz.
- Finagro. (23 de Octubre de 2014). [www.finagro.com.co](http://www.finagro.com.co). Recuperado el 23 de Octubre de 2014, de <http://goo.gl/Zhyw9d>
- Findeter. (24 de Octubre de 2014). [www.findeter.gov.co](http://www.findeter.gov.co). Recuperado el 23 de Octubre de 2014, de <http://goo.gl/7hwFBf>
- Fna. (2014). [www.fna.gov.co](http://www.fna.gov.co). Recuperado el 23 de Octubre de 2014, de <http://www.fna.gov.co/wps/portal/inicio/fna>
- FNG. (s.f.). Recuperado el 02 de 04 de 2014, de [www.fng.gov.co](http://www.fng.gov.co)
- Fng. (23 de Octubre de 2014). [www.fng.gov.co](http://www.fng.gov.co). Recuperado el 23 de Octubre de 2014, de <http://www.fng.gov.co/sobre-el-fng/quienes-somos>
- Hernandez, F. (s.f.). *Propuesta de un modelo estrategico de globalización*. Recuperado el 10 de 04 de 2014, de [www.caei.com.ar/ebooks/ebook27.pdf](http://www.caei.com.ar/ebooks/ebook27.pdf)
- Investopedia. (2015). [www.investopedia.com](http://www.investopedia.com). Obtenido de <http://www.investopedia.com/terms/u/underwriting.asp>
- Kapital, P. (2010). Recuperado el 18 de 09 de 2014, de Breve historia del capital privado: <http://goo.gl/KCMwHz>
- KPMG. (2012). El impacto del Capital Privado para las empresas en Mexico: 17 casos de éxito. *Amexcap*.
- Leasing Bancoldex. (24 de Octubre de 2014). [www.leasingbancoldex.com](http://www.leasingbancoldex.com). Obtenido de <https://www.leasingbancoldex.com/Productos/Leasing.aspx>

- Leasing Bancolombia. (2014). *www.leasingbancolombia.com*. Obtenido de <http://goo.gl/jKYvhi>
- MHCP. (2010). *Decreto No 2555 de 2010*.
- MHCP. (09 de 2014). *www.urf.gov.co*. Recuperado el 12 de 09 de 2014, de <http://www.urf.gov.co/portal/page/portal/URF/Publicaciones/2013/Documento%20conceptual%20de%20la%20Reforma%20de%20Segundo%20Mercado..doc>
- MHCP. (s.f.). *www.minhacienda.gov.co*. Recuperado el 08 de 01 de 2015, de <http://goo.gl/H1hxsu>
- Miguel Acosta. (s.f.). *El Colombiano*. Recuperado el 04 de 11 de 2014, de [goo.gl/EfDDDF5](http://goo.gl/EfDDDF5)
- Ministerio de Hacienda y Credito Publico. (2013). *DOCUMENTO CONCEPTUAL: REFORMA NORMATIVA SEGUNDO MERCADO*. Ministerio de Hacienda, Bogotá.
- Naidech, & Scott W, C. (s.f.). *Private Equity Fund Formation*. Obtenido de <http://goo.gl/WdR88k>.
- Perezcano, L., & Fabre, F. (2005). *El desarrollo e impacto del capital privado en México*. Asociación Mexicana de Fondos de Capital Privado AMEXCAP.
- Perezcano, Luis. (02 de 08 de 2010). Recuperado el 15 de 08 de 2013, de Estructura de un Fondo de Capital Privado: <http://goo.gl/Ak4VmS>
- ProCredit. (Abril de 2014). *www.bancoprocredit.com.co*. Recuperado el 23 de Octubre de 2014, de <https://www.bancoprocredit.com.co/quienes-somos.aspx>
- Proexport. (29 de 11 de 2012). *50 Fondos de Capital Privado interesados en invertir en Colombia*. Recuperado el 05 de 10 de 2014, de <http://goo.gl/63mcma>
- Restrepo, M., & Juanita, B. (2012). *Fondos de Capital Privado en Colombia*. Medellín: Universidad EAFIT.
- Ribeiro, Leonardo. (05 de 2007). *Social Science Research Netwok*. Recuperado el 13 de 01 de 2015, de SSRN: <http://goo.gl/7DNthp>
- Sena. (Octubre de 2014). *www.fondoemprender.com*. Obtenido de <http://www.fondoemprender.com/SitePages/QueEsFondoEmprender.aspx>
- SFC. (15 de 07 de 2010). *www.superfinanciera.gov.co*. Recuperado el 10 de 11 de 2014, de <http://goo.gl/yNKTgs>
- SFC. (2012). El acceso al mercado de valores colombiano. *Foro sobre acceso de las Pymes a los mercados de valores en iberoamerica*, (pág. 33 slides). Cartagena.
- SFC. (30 de Octubre de 2013). *www.superfinanciera.gov.co*. Recuperado el 22 de Octubre de 2014, de <http://goo.gl/taajIp>
- SFC. (07 de 11 de 2014). *www.superfinanciera.gov.co*. Recuperado el 15 de 10 de 2014, de <http://goo.gl/taajIp>
- SFC. (6 de Octubre de 2014). *www.superfinanciera.gov.co*. Recuperado el 20 de Mayo de 2015, de <http://goo.gl/tsoGHo>
- SFC. (12 de septiembre de 2014). *www.superfinanciera.gov.co*. Recuperado el 22 de octubre de 2014, de <https://www.superfinanciera.gov.co/jsp/loader.jsf?lServicio=Publicaciones&lTipo=publicaciones&lFuncion=loadContenidoPublicacion&id=10084297>
- SFC. (12 de septiembre de 2014). *www.superfinanciera.gov.co*. Recuperado el 20 de mayo de 2015, de <https://www.superfinanciera.gov.co/jsp/loader.jsf?lServicio=Publicaciones&lTipo=publicaciones&lFuncion=loadContenidoPublicacion&id=10084297>

- Valenzuela, R. (2014). *Financiamiento para el desarrollo No 253*. . CEPAL. Santiago de Chile: Naciones Unidas.
- Zuleta, Luis. (2011). *Política pública e instrumentos de financiamiento a las pymes en Colombia* . Cepal. Santiago de Chile: Naciones Unidas.