

Segundo Mercado para Pymes en Colombia: Oportunidades por Aprovechar y para Crecer

Presentado por:
Miguel Ángel Franco Castilla

Director:
Bernardo León

COLEGIO DE ESTUDIOS SUPERIORES DE ADMINISTRACIÓN

28 de Octubre de 2013

TABLA DE CONTENIDO

LISTA DE GRÁFICOS	3
LISTA DE TABLAS	4
LISTA DE ANEXOS	5
1. INTRODUCCIÓN	6
2. MARCO TEÓRICO	13
3. METODOLOGÍA	18
3.1 MODELO FAULKENDER-PETERSEN.....	18
3.2 MERCADO COLOMBIANO	29
3.3 SEGUNDO MERCADO EN OTRO PAÍSES.....	36
4. CONCLUSIONES	44
5. BIBLIOGRAFÍA- REFERENCIAS	48

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1: Evolución de la Cuenta Financiera de la Balanza De Pagos en Colombia - 1994 - 2012 6

Gráfico 2: Evolución Distribución de la Empresas por Tamaño en Colombia - 2011 9

LISTA DE TABLAS

Tabla 1: Ingresos y Salidas de Capital a Colombia - 2009 - 2012	7
Tabla 2: Parámetros de Clasificación de Pymes en España	21
Tabla 3: Número de empresas con productos financieros	31
Tabla 4. Derechos de Emisión para Sociedades con Patrimonio Determinable.....	33
Tabla 5. Tarifas para Inscripción de Acciones por Patrimonio - BVC.....	35

LISTA DE ANEXOS

Anexo 1. Empresas Listadas en el Mercado Alternativo Bursátil (MAB)	52
---	----

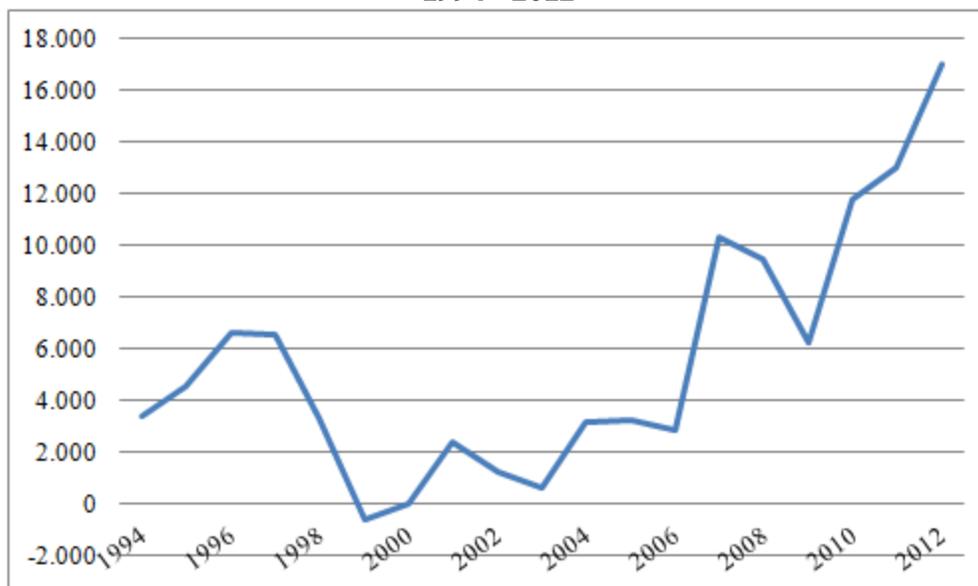
1. INTRODUCCIÓN

El mercado financiero ofrece grandes oportunidades. Más aun hoy en día donde el desarrollo de productos ha llegado a un nivel sin precedentes, tanto para el manejo de excedentes de liquidez como para el hallazgo de instrumentos de financiación.

Un punto de encuentro de ambas necesidades es el mercado de capitales. En éste, las necesidades de fondeo de unos son las oportunidades de inversión de otros. Es por ello que en Colombia, si bien han logrado grandes avances a lo largo de los últimos años, hay que aprovechar el momento de auge de los mercados emergentes para evolucionar en aspectos en los que no ha podido crecer por diversos tipos de inconvenientes.

Como se puede ver en la siguiente gráfica de la cuenta financiera de la balanza de pagos nacional, la tendencia alcista del ingreso de capitales extranjeros al país no es ninguna novedad.

Gráfico 1: Evolución de la Cuenta Financiera de la Balanza De Pagos en Colombia - 1994 - 2012



Fuente: Banco de La República, Junio de 2013; cálculos propios.

Ahora bien, considerando que de éstos pasivos en promedio cerca del 30% a lo largo de los últimos 4 años ha sido inversión de portafolio (sea de corto o largo plazo) - ver Tabla 1-, el reto, más que atraer capitales nuevos, se encuentra en mantener los ya presentes -ello por defecto atraerá capitales nuevos si las oportunidades de inversión son atractivas.

Tabla 1: Ingresos y Salidas de Capital a Colombia - 2009 - 2012
(US\$ Millones)

	2009	2010	2011	2012
Ingresos de Capital al País				
Largo Plazo	15.686	13.155	21.156	16.678
Corto Plazo	-1.826	6.604	6.073	3.810
Total Ingresos	13.860	19.759	27.228	20.488
Portafolio	4.668	3.263	8.202	7.356
Participación (%)	33,68%	16,51%	30,12%	35,90%
Salidas de Capital al País				
Largo Plazo	3.339	6.891	8.303	-303
Corto Plazo	4.257	1.090	5.836	3.700
Total Salidas	7.596	7.981	14.139	3.398

Fuente: Banco de La República, Junio de 2013; cálculos propios

El riesgo en éste sentido está en que la oferta de productos a nivel doméstico es mínima para la gran demanda del exterior que ha habido en la última década; el ingreso de capitales al país gracias al punto de inflexión que ha vivido la economía nacional largo de los últimos años (gracias a un incremento en los niveles de seguridad y a la recuperación del grado de inversión, entre otras cosas), llamando la atención de inversionistas extranjeros, se ha concentrado en los mismos emisores. Esto genera un ambiente de alta volatilidad y un riesgo a nivel cambiario considerable en virtud a que, en momentos de desaceleración económica, son éstas inversiones especulativas las que primero migran de regreso a su lugar de origen.

En éste orden de ideas, la creación de escenarios donde puedan converger los capitales extranjeros y las necesidades de financiamiento de las empresas locales supondría una

ventaja competitiva frente a países donde no dispongan de dichas plazas para invertir. Sería así mismo una manera de afianzar la inversión extranjera mediante la oferta de productos de interés general y sin precedentes.

Uno de éstos escenarios es el mercado de capitales, el cual ha crecido en Colombia considerablemente a lo largo de los últimos años. Sin embargo, las pequeñas y medianas empresas aun no disponen de éste tipo de alternativas para acceder a una opción diferente de financiamiento, dada la rigurosidad de la normativa que regula éste mercado en el país; las pymes ven limitadas sus opciones simplemente a lo que puedan financiar mediante el uso de recursos propios o accediendo a créditos bancarios (financiamiento privado).

En un mercado en constante crecimiento y con necesidades de permanecer competitivo ante las exigencias de la economía global, es indispensable trabajar en el desarrollo de nuevos mecanismos de financiación para proveer a sus participantes de los instrumentos suficientes que le permitan continuar con su evolución. De acuerdo con un estudio de Foro Económico Mundial, Colombia se encuentra en el lugar número 69 de entre 144 países en términos de competitividad, por detrás de Puerto Rico, Chile, Costa Rica, Brasil y Perú, por mencionar algunos mercados de similares condiciones (Klaus, 2012). Dentro de las variables (o pilares como lo denominan en el estudio) que considera el índice para evaluar dicho nivel de competencia se encuentran la confianza en las instituciones, el ambiente macroeconómico, la eficiencia en el mercado laboral y el nivel de desarrollo del mercado financiero. Si bien todos los pilares son importantes para el desarrollo de un ambiente empresarial competitivo¹, ésta tesis hará hincapié en éste último.

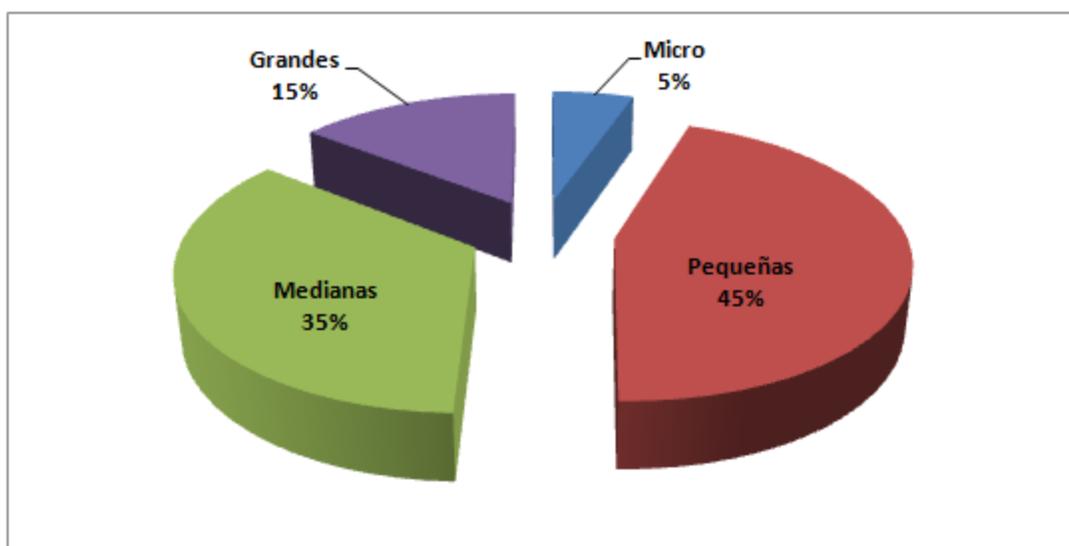
El portafolio de opciones a que tienen acceso las pequeñas y medianas empresas en el país para el financiamiento de sus actividades es bastante acotado. Es por esto que las

¹ En particular se comparte la tesis del libro "¿Por qué fracasan las naciones?" con respecto a la falta de confianza de la sociedad de los países en desarrollo y subdesarrollados en sus instituciones por los altos índices de corrupción como el argumento de mayor peso por el cual éstos no tienen éxito (Acemoglu & Robinson, 2012).

alternativas que han prevalecido como las de mayor uso siguen siendo las capitalizaciones con recursos propios o los créditos de corto plazo.

Ahora bien, las dificultades para acceder a opciones de financiamiento adecuadas a las necesidades de capital de trabajo de las pymes son uno de los mayores problemas para el crecimiento de las empresas. En Colombia apenas el 12% de las pymes tienen acceso al crédito (Portafolio, 2013).

Gráfico 2: Evolución Distribución de la Empresas por Tamaño en Colombia - 2011



Fuente: Supersociedades, diciembre de 2011; cálculos propios.

Si bien ésta situación puede presentarse con frecuencia porque quienes manejan las empresas prefieren continuar financiando sus actividades con el flujo de caja que generan, también es cierto que no disponemos de una cultura de capital de riesgo fuerte para respaldar negocios en vías de crecimiento.

En mercados del exterior, la facilidad de acceder a ésta herramienta se ha visto reflejada en la cantidad de dinero que han podido recaudar las empresas participantes, al igual que en el número de empresas que cada vez van decidiéndose a participar en los mismos. El Mercado Alternativo Bursátil español es un ejemplo de ello, donde hasta éste año las empresas

participantes han logrado recaudar 85 millones de euros para financiación y más de 47 millones para ampliaciones desde que se creó hace tres años (Saenz-Diez, 2013).

La finalidad de la tesis consiste en demostrar la utilidad de un segundo mercado de emisión de deuda para pymes como mecanismo de financiamiento. Inicialmente se explicará cómo la fuente de financiamiento afecta la estructura de capital de una empresa, de acuerdo con la teoría de Michael Faulkender y Mitchel A. Petersen (2003), quienes afirman que las empresas tienen mayores posibilidades de apalancarse cuando tienen acceso al mercado de capitales. Entendemos dicho apalancamiento como una ventaja competitiva en el acceso a recursos de financiación para el desarrollo de proyectos, en virtud del alto grado de rigurosidad en el acceso a créditos por parte de las entidades de financiamiento.

Se hará un repaso por todo el marco teórico que sienta los antecedentes para la propuesta hecha. En éste punto juegan un papel fundamental la teoría de Franco Modigliani y Merton Miller, quienes iniciaron los estudios con respecto a qué tanto financiamiento a través de deuda debería utilizar una empresa; los planteamientos de John Graham acerca de la magnitud de los beneficios impositivos que genera la emisión de deuda; la importancia de las calificaciones crediticias para dar equilibrio a los problemas de la información asimétrica según Joseph Stiglitz, premio nobel de economía; y, finalmente, se explicará y enfatizará en la ya mencionada idea propuesta por Faulkender y Patersen con relación a los efectos del apalancamientos sobre estructura de capital.

A partir de aquí se replicarán algunos de los resultados del modelo propuesto por éstos dos últimos autores para demostrar los efectos del acceso a un segundo mercado sobre las mecanismos de financiamiento de las empresas. Y se dice algunos en virtud a que la disponibilidad de bases de datos lo suficientemente robustas y completas como la utilizada Michael Faulkender y Mitchell A. Petersen es escasa². Se hará una serie de modificaciones para nuestro caso, como la fuente de los datos, el mercado en el cual se enfocará y algunas

² Los autores tienen por base las empresas del mercado de capitales de Estados Unidos, entre los años 1986 y 2000. Compustat, la fuente, es una base de datos de información financiera, estadística y de mercado que recopila datos desde 1962 de numerosas activos a nivel global.

de las variables a ser tenidas en cuenta dentro de la demostración; en vez de utilizar el mercado estadounidense para hacer la explicación, se utilizará como fuente el mercado español para desarrollar la idea. La decisión se tomó en virtud de la existencia del Mercado Alternativo Bursátil en éste país, considerando que es el modelo a seguir por su reciente existencia, el perfil de las empresas que en éste cotizan y, sobre todo, la manera en que tienen estructurada su funcionalidad, desde las empresas autorizadas a emitir a través de éste hasta los mecanismos de proveedores de liquidez. Como lo definen ellos mismos, "Se trata de adaptar el sistema, en lo posible, a unas empresas peculiares por su tamaño y fase de desarrollo, que presentan amplias necesidades de financiación, precisan poner en valor su negocio y mejorar su competitividad con todas las herramientas que un mercado de valores pone a su disposición. El MAB ofrece una alternativa de financiación para crecer y expandirse" (Bolsas y Mercados Españoles -BME-, 2008).

Habiendo cumplido éste paso, se aterrizará la idea de lo teórico a lo práctico utilizando dos perspectivas: en un primer capítulo se analizarán modelos similares ya vigentes en otros países, incluyendo España, para determinar los diferentes niveles de desarrollo a los cuales se puede llevar la idea; paso seguido, analizaremos el tema directamente desde el punto de vista del caso colombiano, evaluando la normatividad vigente para determinar qué puntos son aquellos que representan una mayor dificultad para las empresas locales en lo que al acceso a un segundo mercado de emisión de deuda se refiere.

Ya habiendo entendido los beneficios del proyecto y la manera en que la idea puede ser implementada, se utilizarán éstos dos argumentos para concluir a lo largo del último capítulo los beneficios a los cuales podrían acceder las pequeñas y medianas empresas en Colombia de contar con una normatividad más flexible en un escenario para la emisión de deuda pública.

Al final, la intención de todo el desarrollo es sentar un precedente que sirva como fundamento para implementar un mecanismo de financiación que podría representar una herramienta complementaria muy útil tanto para el crecimiento de las empresas como para

la atracción de inversión extranjera a nichos donde se puede favorecer el crecimiento de la economía directamente.

2. MARCO TEÓRICO

Son múltiples las teorías existentes con relación a qué tipo de estructura de capital puede considerarse como óptima para una empresa. Los estudios hechos a lo largo de los años han resultado diferentes enfoques en lo que podría considerarse como la búsqueda del mecanismo de financiamiento ideal en virtud de las múltiples imperfecciones con que cuenta el mercado.

En un primer acercamiento, Franco Modigliani y Merton Miller (1958) desarrollaron su teoría conocida como la teoría M&M, la cual estudió cuál era el óptimo de deuda que una empresa debería emitir. Dicha teoría concluye que el valor de la empresa, teniendo en cuenta los flujos de caja que ésta genera, es independiente de la relación patrimonio-deuda que se utilice para financiar sus inversiones. A partir de su teoría se genera un gran debate en virtud de los pilares sobre los cuales se fundamenta su argumentación; los supuestos que asume el modelo M&M son: la información del mercado es perfecta para todos los agentes; las tasas de los préstamos son las mismas para todos participantes dado que no hay riesgo en la deuda; la inexistencia de costos transaccionales - ausencia de impuestos; y que la manera en que se paguen los activos adquiridos no afecta su productividad de los mismos. Evidentemente esto genera que haya un sesgo ante la realidad del funcionamiento de los mercados. Es por ello que posteriormente deciden ir evolucionando en sus enfoques para aterrizar de a poco sus planteamientos.

Años después, en una segunda aproximación, Modigliani y Miller (1963) incorporan el efecto de los impuestos sobre la estructura de capital. En ésta se reconoce cómo el uso del endeudamiento constituye una gran ventaja tributaria para quien lo usa, en virtud a que el pago del servicio de la deuda es un gasto desgravable, lo cual permite que se descuenten los intereses al pagar los impuestos correspondientes. Esto, al hacer la valoración de una empresa, incrementa el escudo fiscal haciendo que el valor de la empresa incremente al incorporar dicho ahorro dentro de los flujos de caja futuros.

Parece ser evidente entonces que a mayor nivel de apalancamiento mayor resulta el escudo fiscal en favor de la compañía, la decisión sobre qué estructura de capital debe adoptar una empresa depende de numerosos factores: la calificación crediticia, las políticas de manejo de la empresa y sus finanzas, las facilidades con que dispongan para acceder a diferentes mecanismos de financiación (llámense públicos o privados), entre otras cosas. Particular importancia le da John Graham (2000) en éste sentido a las políticas de manejo de las empresas en su trabajo, pues concluye que hay quienes hacen a un lado las oportunidades de generar valor mediante el uso de un mayor apalancamiento para disminuir sus gastos en impuestos.

Por otro lado, Stiglitz y Weiss (1981) atacan el problema desde otra perspectiva; si bien pueden existir sistemas de administración aun muy conservadores que restrinjan per sé el nivel de endeudamiento de las empresas, también es el propio mercado el que limita el acceso de las mismas a algunos mecanismos de financiamiento. Pueden ser incluso los mismos prestamistas quienes se encargan de implementar obstáculos, por ejemplo a través de covenants, coartando las posibilidades de apalancamiento al que pueden recurrir las compañías. Es éste sentido ellos destacan el papel que ejercen las calificaciones de riesgo como el instrumento utilizado por las entidades financieras para mitigar los riesgos a los que se exponen en un mercado con información imperfecta.

En virtud de la dificultad de vigilar constantemente la calidad de las empresas y los proyectos en los que invierten debido a la existencia de asimetrías en la información, el costo de dicho monitoreo es transferido a las propias empresas vía tasa de interés. Esto, para las empresas más pequeñas, constituye un perjuicio de gran magnitud teniendo que cuenta que los pagos del servicio de su deuda serán más altos, reduciendo así su flujo de caja libre a futuro. Es por ésta misma razón que a pesar de encontrarse en el mercado proyectos similares de empresas de iguales características, en el caso que una disponga de historia crediticia y otra no, aquella que no dispone de registros históricos tenga que pagar una tasa mayor.

Faulkender y Petersen (2003) compilan todos los anteriores conceptos en su argumentación sobre cómo la fuente de capital afecta las estructuras de capital de las empresas. Dentro de su modelo hacen clara alusión a las bondades que ofrece el acceso a los mercados: aquellas firmas que cuentan con la posibilidad de acceder a un mercado secundario cuentan con un mayor nivel de apalancamiento que aquellas que no, manifiesto ya sea a través de un mayor nivel de endeudamiento o de la asequibilidad a una mejor tasa de interés. Ahora bien, el escenario que favorece el fácil acceso a un segundo mecanismo de financiamiento - llámese mercado de capitales en nuestro caso específico- es aquel en el cual la información es transparente para todos los agentes y se disminuyen los riesgos generados por las asimetrías en la información. Es aquí donde cobra mayor dentro de su modelo la calificación crediticia que recibe una empresa, teniendo en cuenta el mensaje que ésta envía a los agentes del mercado de acuerdo al desempeño histórico de la compañía evaluada.

En éste sentido, en países emergentes como Colombia las únicas empresas que tienen la posibilidad de acudir a múltiples mecanismos de fondeo son las grandes³. Empresas que cuentan con los recursos suficientes para cubrir los gastos que demandan las entidades de financiamiento privadas. El profesor David Puyana (2004) se manifiesta en ésta misma línea afirmando que el bajo nivel de desarrollo de las pequeñas y medianas empresas del país es en gran parte consecuencia de las dificultades que tienen las mismas para hacerse a un mecanismo de financiamiento que se adecúe a sus necesidades.

³ La Ley 905 de 2004 define los tamaños de las empresas de la siguiente manera: "Por medio de la cual se modifica la Ley 590 de 2000 sobre promoción del desarrollo de la micro, pequeña y mediana empresa colombiana y se dictan otras disposiciones, en los siguientes términos: "Artículo 2º. El artículo 2º de la Ley 590 de 2000 quedará así: Artículo 2º—Definiciones. Para todos los efectos, se entiende por micro incluidas las famiempresas pequeña y mediana empresa, toda unidad de explotación económica, realizada por persona natural o jurídica, en actividades empresariales, agropecuarias, industriales, comerciales o de servicios, rural o urbana, que responda a dos (2) de los siguientes parámetros: 1. Mediana empresa: a) Planta de personal entre cincuenta y uno (51) y doscientos (200) trabajadores, o b) Activos totales por valor entre cinco mil uno (5.001) a treinta mil (30.000) salarios mínimos mensuales legales vigentes. 2. Pequeña empresa: a) Planta de personal entre once (11) y cincuenta (50) trabajadores, o b) Activos totales por valor entre quinientos uno (501) y menos de cinco mil (5.000) salarios mínimos mensuales legales vigentes (...). De conformidad con lo establecido en el párrafo segundo del artículo 75 de la Ley 1151 de 2007 —Por la cual se expide el plan nacional de desarrollo 2006-2010— "Las definiciones contenidas en el artículo 2º de la Ley 590 de 2000, modificado por el artículo 2º de la Ley 905 de 2004, continuarán vigentes hasta tanto entren a regir las normas reglamentarias que profiera el Gobierno Nacional".

La apertura de una nueva fuente de financiamiento de capital de trabajo (un segundo mercado para el caso de ésta tesis) a empresas de tamaño pequeño y mediano representa un beneficio en dos aspectos fundamentales para una economía en crecimiento como la colombiana: por un lado, el hecho de dar un paso adelante en el desarrollo de una cultura de capital de riesgo donde los más beneficiados serían los emprendedores al poder encontrar diversidad de caminos para financiar sus proyectos productivos; del otro lado, el ingreso de competencia sana para los mecanismos de financiamiento privados donde, por simple ley de oferta y demanda, se esperaría que conduzca a una disminución en las tasas de endeudamiento ofrecidas al mercado. De igual forma, dada la naturaleza del mercado de capitales, se daría una mayor transparencia por parte de las empresas cotizantes como consecuencia de volver público su mecanismo de fondeo.

A partir de aquí se puede definir un punto de partida para argumentar la utilidad de los mecanismos de apalancamiento para las empresas colombianas, entendiendo la funcionalidad de cada uno de los anteriores modelos o teorías. Si bien todos en su conjunto representan argumentos válidos para lo que se quiere demostrar en éste trabajo, se adoptará el modelo de Faulkender y Petersen como el pilar conceptual para argumentar la propuesta aquí realizada.

Dicho modelo, como se explicó anteriormente, recoge un sinnúmero de componentes de las demás teorías para entender los efectos del apalancamiento sobre la estructura de capital de las empresas. Sin embargo, utiliza como filtro la calificación de riesgo para establecer si una empresa tiene o no acceso al mercado secundario o no. En éste orden de ideas, y sin dejar de reconocer la importancia de la calificación de riesgo dentro de éste tema, dicha variable no será tomada en cuenta en virtud a que en Colombia son muy pocas las empresas que disponen de éste tipo de herramientas. En la mayoría de situaciones, la calificación de riesgo otorgada a cualquier empresa, sea cual sea su naturaleza, es más un tema de manejo interno de las entidades financieras privadas para segmentarlos según modelos de gestión de riesgo internos.

Dada la simplicidad del mercado doméstico y la escasez de información en éste sentido, asumimos simplemente que las empresas que cotizan son aquellas con acceso a un mercado público para simplificar la recopilación de datos, en vez de aquellas que disponen de una calificación de riesgo. Esto implicaría asumir una correlación directa total entre calificación y acceso al mercado de deuda dentro del modelo de Faulkender y Petersen. En cualquiera de los casos, el porcentaje de empresas con acceso al mercado secundario es mínimo, trátase del mercado colombiano, el español o incluso el norteamericano teniendo en cuenta que, por ejemplo, dentro de la muestra tomada por los autores el máximo porcentaje de empresas con acceso al mercado de valores visto a lo largo del histórico de datos tomados para su modelo fue del 22%. Siendo así las cosas, existe un amplio margen de mejora en éste sentido.

En éste orden de ideas, el argumento no pierde su esencia frente a lo planteado por los autores: sigue considerándose el nivel de endeudamiento como una función de la oferta de deuda en el mercado y la demanda de la empresa por la misma. El raciocinio en cuanto a los factores que influyen dicha oferta y demanda se mantiene intacto: la demanda es relativa a las características de la empresa que hacen que el beneficio neto del endeudamiento sea mayor, y la oferta está sujeta a las restricciones que las entidades financieras impongan a aquellas empresas sin acceso al mercado público (Faulkender & Petersen, 2003).

Al buscar incrementar el nivel de endeudamiento de las empresas, la utilidad que se espera de ello representa la posibilidad de aumentar sus ventajas competitivas. El apalancamiento es una manera de financiar proyectos que en la mayoría de las ocasiones y, sobre todo al interior de países con tantas restricciones como Colombia, las entidades privadas prefieren no financiar por evitar a asumir riesgos innecesarios. Así mismo, las exigencias para poder acceder a éste tipo de financiamiento constituyen un filtro

3. METODOLOGÍA

Éste capítulo, como eje de la propuesta, estará subdividido en tres apartes para explicar los elementos argumentativos a tomar en consideración para la propuesta: en primer lugar se explicará el detalle del modelo estudiado, teniendo en cuenta aquellas diferencias importantes a tener en cuenta frente al modelo original, exponiendo los resultados de la regresión de Faulkender y Petersen en la medida en que se avanza y replicando algunos de sus análisis ya sea en el mercado español o en el colombiano; en segundo lugar, se hará un análisis sobre el sistema colombiano, evaluando las reglas existentes para que una empresa pueda disponer del mercado de capitales como un mecanismo de financiamiento; por último, entrando en casos particulares de países en los cuales ya existen éste tipo de mercados para demostrar el éxito de la propuesta, así como el camino que podría seguir el sistema financiero colombiano para utilizar esto como un instrumento que incremente la competitividad de la industria nacional.

3.1 MODELO FAULKENDER-PETERSEN

Como se mencionó en los capítulos anteriores, inicialmente se argumentará la utilidad de un segundo mercado en Colombia mediante la explicación del modelo de Faulkender y Petersen y la réplica de algunos de sus resultados utilizando como base ya sea el mercado español o el colombiano. La razón para repetir algunos de sus análisis y no tomar sus conclusiones como un punto de partida se debe al cambio en algunos supuestos y en la fuente utilizada de fondo para llegar a las conclusiones correspondientes.

En éste documento, se elabora la contextualización del *paper* original ajustando los conceptos desde el principio a las nuevas bases de datos teniendo en cuenta que, si bien las conclusiones de los autores permanecen vigentes, los datos utilizados por los mismos pueden estar sesgados frente a las realidades que viven otras economías en el mundo; que el mercado estadounidense es mucho más desarrollado que cualquiera otro; y que el segundo

mercado en España dispone apenas de 23 empresas cotizando actualmente, por lo cual en cuanto a tamaño se refiere podría ajustarse a lo pretendido para un mecanismo de características parecidas en Colombia eventualmente (en el Anexo 1 se encuentra la lista completa de empresas registradas).

Si bien en últimas la elaboración de la tesis pretende hacer una adaptación al mercado nacional, resulta pertinente tomar como punto de partida un sistema ya elaborado y en funcionamiento, a partir del cual se puedan tomar las bases bajo las cuales opera. Es por ello que para éste caso en particular se utiliza una base de datos compuesta por dos elementos: de un lado se toma la información provista por la Central de Balances del Banco de España, el cual a través de su aplicación de agregados sectoriales permite analizar la información financiera de empresas no financieras a lo largo de los últimos años; de otro lado, los estados financieros de aquellas empresas registradas como emisoras dentro del Mercado Bursátil Alternativo. Las diferencias entre ambas muestras serán lo que en últimas den validez al argumento planteado.

Entrando en materia, el modelo original considera la calificación crediticia como el factor diferenciador entre aquellas empresas que tienen acceso a un mercado secundario y las que no. En éste caso, se simplifica el análisis asumiendo que aquellas empresas que se encuentran listadas en el mercado secundario son aquellas que disponen de acceso a los mismos por defecto. El sesgo del análisis no debe ser significativo en éste sentido teniendo en cuenta que, según un estudio, apenas el 0.3% de las empresas de Estados Unidos que disponían de una calificación crediticia no contaban con ninguna emisión en el secundario (Cantillo & Wright, 1997). Si bien el mercado a que se refiere dicho estudio está un escalón por encima de los demás, la razón de ser de las calificaciones de riesgo es exactamente la misma: proporcionar a los inversionistas de información suficiente con respecto a un emisor o una emisión, de manera tal que se disminuyan los riesgos generados por asimetrías en la información.

También hay que tener en cuenta que acceder a una calificación crediticia es costoso. Por ésta razón, y particularmente en países en desarrollo como Colombia, no consideramos que sea un filtro relevante para determinar qué empresas tienen acceso al mercado o no. De hecho es por ello que muy pocas empresas locales disponen de dicha herramienta asumiendo que, al contar con la misma, es para participar de manera activa en del segundo mercado.

Lo anterior sin querer demeritar la labor desarrollada por las calificadoras y la relevancia de la asimetría de la información en los mercados financieros. Son precisamente éstas calificaciones las que garantizan transparencia en la información revelada al mercado por parte de los emisores, lo cual les permite participar de éste segundo mercado ante la disposición por mostrar de manera clara en qué se invierten los recursos. Hacemos énfasis en ello pues, precisamente, la transparencia constituye una de las principales bondades con que cuentan los mercados de capitales.

En pro de establecer las diferencias existentes entre los mercados de emisión de deuda pública y privada, el apalancamiento se considerará una función dependiente del acceso de las firmas al mercado de capitales. Es decir, en caso que una empresa no cuente con acceso al mercado secundario y a su vez luche para acceder a financiamiento contra restricciones impuestas por los prestamistas privados, su nivel de apalancamiento debe ser inferior al de una empresa con acceso. Por lo tanto el nivel de deuda observado es una función de la oferta de deuda del mercado y la demanda de la empresa por la misma, dependiendo en ambos casos del costo de endeudamiento así como de elementos naturales de la oferta y la demanda. En éste sentido, Faulkender y Petersen elaboran las siguientes ecuaciones para explicar la cantidad de oferta disponible en el mercado y requerida por la empresa:

$$Q_{demanda} = \alpha_0 \text{ Precio} + \alpha_1 X_{\text{elementos demanda}} + \varepsilon_{\text{demanda}}$$
$$Q_{oferta} = \beta_0 \text{ Precio} + \beta_1 X_{\text{elementos oferta}} + \varepsilon_{\text{oferta}}$$

Los supuestos tradicionales para éste tipo de modelos asumen que sólo los elementos de la demanda determinan el nivel de endeudamiento de las empresas. Esto implica que, de llegar a haber un caso en que no se presentaran restricciones en la oferta, las empresas podrían hacerse a la cantidad de deuda que se necesitasen, por lo cual el nivel de endeudamiento sería simplemente igual a la demanda del mismo.

Ahora, si se tiene en cuenta que aquellas empresas que no cuentan con acceso al mercado secundario están restringidas en cuanto a la cantidad de deuda que pueden emitir, sus indicadores de apalancamiento deben ser significativamente más bajos.

En éste orden de ideas, vale la pena hacer claridad con relación a lo que se considera una pyme en España. Respecto a número de empleados la normatividad vigente en ambos países contempla la misma cifra desde 2005 para empresas micro y pequeñas, con una diferencia en el borde superior que distingue a las medianas de las grandes: es España se consideran empresas grandes a partir de 250 empleados mientras que en Colombia es a partir de 200. Ahora bien, la diferencia significativa es en materia de cifras: en tanto que en el país europeo se maneja un máximo de 10 millones de Euros para que una empresa se considere como pequeña y 43 millones como mediana, en Colombia el monto máximo que limita a empresas medianas de grandes asciende apenas a 30.000 millones de pesos - aproximadamente 7 millones de Euros.

Tabla 2: Parámetros de Clasificación de Pymes en España

Categoría de empresa	Efectivos	Volumen de negocio	Balance general
Mediana	<250	<= 50 m €	<= 43 m €
Pequeña	<50	<= 10 m €	<= 10 m €
Micro	<10	<= 2 m €	<= 2 m €

Si bien las medidas parecen dispares, hay que tener en cuenta el tamaño de las economías de ambos países; a cierre de 2012, el producto interno bruto español alcanzó a ser de 1.35 billones de dólares, mientras que el colombiano fue inferior a la tercera parte de éste, con

apenas 370 mil millones de dólares. En éste orden de ideas, la diferenciación en los tamaños está perfectamente alineada con el propósito del estudio, guardando sus proporciones (Banco Mundial, 2013).

Tal y como lo hacen Faulkender y Petersen en su *paper*, se redujo la muestra para hacerla más significativa, aprovechando las bondades de la aplicación de agregados sectoriales de la Central de Balances del Banco de España, que permite discriminar los resultados arrojados. Los autores originalmente descartan las empresas del sector financiero en virtud a que disponen de una calificación crediticia per se y a que sus facilidades en cuanto a financiamiento son mucho más altas que las del sector real. Éstas empresas no son tenidas en cuenta en los datos de la Central de Balances, pues la actividad productiva de las empresas que colaboran a sus estadísticas debe tener por característica principal ser no financiera. De igual forma, en el documento original, también se excluyen las empresas del sector público. Sin embargo en la base de datos publicada no hay forma para diferenciar dichas empresas de las del sector real, por lo cual éstas harán parte del análisis.

Al igual que hacen los autores, no se tuvo en cuenta aquellas empresas de menor envergadura. En el caso de los autores, lo hacen retirando aquellas empresas cuentan con ventas y/o activos inferiores a un millón de dólares. En éste estudio el criterio del filtro, si bien se hace de una manera un poco arbitraria, conserva la esencia del análisis sobre el cual se basa: se toman únicamente los datos de las pequeñas empresas, con un número de empleados superior a 20, y se consolidan con las empresas medianas. Esto se hace con dos propósitos: se omiten las empresas con menores activos y ventas, tomando así aquellas que cuentan con posibilidades reales de acceder a dicho tipo de mercado, y se mantiene la muestra en un tamaño similar al de dicho segmento en Colombia⁴.

⁴ Dicha afirmación se hace teniendo en cuenta los datos obtenidos y comparables tanto de la Central de Balances del Banco de España, como de los Estados Financieros enviados por empresas en Colombia a la Superintendencia de Sociedades. Vale la pena aclarar que en ambos casos las empresas no se encuentran obligadas a reportar dichas cifras a tales entidades. Se trata de un aporte voluntario. Sin embargo, la homogeneidad tanto en la información como en el número de empresas de ambas fuentes permite que se hagan análisis comparables, teniendo en cuenta fundamentalmente el tamaño de las muestras.

En éste punto es indispensable hacer una aclaración para seguir adelante: si bien el análisis de Faulkender y Petersen fue realizado sobre una muestra tomada de datos consolidados entre el año 1986 y el año 2000, para éste caso en particular se estudia únicamente el año 2011. La razón de ser de éste proceder se debe a que el Mercado Alternativo Bursátil es un mercado muy reciente -cuenta con vigencia apenas desde 2008- y es apenas en éste año donde logran coincidir la mayoría de las empresas que hoy en día cotizan en dicho mercado con la última fecha hasta la cual la Central de Balances alcanza a proveer datos.

Entre 1986 y 2000, el número de empresas con acceso al mercado de deuda pública en Estados Unidos promedió el 19% (Faulkender & Petersen, 2003). Si bien es una pequeña parte del total de las empresas, su porcentaje es bastante representativo. Ahora bien, hay que tener en cuenta que se trata de un mercado mucho más desarrollado que el colombiano e incluso que el mismo mercado español; si bien en términos de antigüedad los mercados de valores de uno y otro país no datan de épocas muy distintas (principios del Siglo XIX), en términos de tamaño de las economías la estadounidense alcanzó a producir más de 11 veces lo producido por la economía española en 2012, con 15.68 billones de dólares. Para nadie es un secreto que la mayor parte del volumen transaccional de los mercados de capitales alrededor del mundo desde hace varios años se concentra en la bolsa de Nueva York. Entre otras cosas por la facilidad con que cuentan las empresas nativas y extranjeras para emitir deuda en dicho mercado. Por tal razón, resulta apenas lógico que cualquier base de datos que se tome para fundamentar el argumento de éste estudio que no sea la del mercado norteamericano resulte significativamente menos robusta, al no disponer de datos suficientes por la dimensión del mismo. Sin embargo, esto no hace que sus resultados sean menos relevantes.

Teniendo en cuenta los dos últimos argumentos, al replicar la estadística del número de empresas con acceso al mercado de deuda pública en España en el año 2011, pero teniendo en cuenta dentro de la muestra únicamente a los segmentos de pequeñas y medianas empresas, el resultado es de apenas el 0.061%, asumiendo que aquellas que cuentan con acceso real al mercado de capitales son únicamente aquellas que transan en el Mercado

Bursátil Alternativo. Esto demuestra cuán poco utilizada es ésta fuente de capital en la economía y el gran potencial que tiene por explotar.

Analizando el nivel de apalancamiento de unas y otras empresas, medido como la suma de la deuda de corto y largo plazo sobre el valor en libros de los activos, el resultado es bastante concluyente: aquellas empresas sin acceso a un segundo mercado cuentan con un nivel de apalancamiento inferior al de aquellas con acceso. La base de datos de la Central de Balances permite determinar que, dentro de las 27.717 empresas analizadas para el año 2011, dicho nivel de apalancamiento es del 50,36%. De otro lado, las 17 empresas que para entonces cotizaban en el Mercado Bursátil Alternativo muestran un nivel de apalancamiento promedio de 68,44%⁵. Esto significaría un incremento en el nivel de endeudamiento entre unas y otras del 35,90% $[(68,44\% - 50,36\%) / 50,36\%]$.

La diferencia frente a los resultados obtenidos por Faulkender y Petersen son notables, teniendo en cuenta que hablan de un nivel de apalancamiento del 28,4% para las empresas con calificación crediticia versus un 17,9% para aquellas sin. Esto puede deberse bien sea a la diferencia en los mercados e incluso a cambios en la manera en que las empresas han decidido asumir sus estructuras de capital con el paso del tiempo, teniendo en cuenta un diferencial de 10 años entre ambos análisis. Sin embargo, vale la pena resaltar que, independientemente del tamaño del mercado, las empresas con acceso al mercado de capitales disponen de mayores facilidades para hacerse a capital de trabajo por un margen considerable.

Mayor validez aún tienen estas cifras al evaluar dichas estadísticas para el caso del mercado colombiano. Se tomaron los estados financieros de aquellas empresas que reportaron a la Superintendencia de Sociedades en 2011, para detenerse sobre el mismo momento de tiempo. Al hacer los filtros correspondientes y sacar el indicador de apalancamiento de la misma manera en que se hizo anteriormente, la similitud frente a aquellas empresas

⁵ Ponderado por valor de mercado de dichas empresas al cierre del año en mención.

españolas que no participan del segundo mercado es bastante alta: el promedio de apalancamiento de 22.241 empresas fue equivalente al 50,43%.

Dado este primer paso en el cual se establece que efectivamente hay una diferencia en las estructuras de capital de unas y otras empresas, debe evaluarse la razón de ser de éste comportamiento. Ha de existir alguna razón de peso por la cual las empresas con un grado de apalancamiento más alto encuentran mayor valor en el endeudamiento, ya sea por los beneficios que éste representa para ellas (vía impuestos por ejemplo) o por significar costos de endeudamiento inferiores. Las características de las empresas con calificación crediticia son diferentes a las de aquellas empresas que no disponen de la misma (Graham, 1996). En éste mismo orden de ideas y en virtud a que, como se mencionó anteriormente, no se dispone de calificaciones crediticias para nuestro caso, se puede inferir que las características de las empresas que emiten deuda son distintas de las de aquellas que no lo hacen.

En éste sentido se manifiestan Faulkender y Petersen, haciendo una regresión para medir qué tanto influyen (es decir, si una variable es significativa o no en términos econométricos) sobre el nivel de apalancamiento variables como el tamaño de la empresa, su tipo de actividad (si es o no intensiva en capital), el riesgo inherente a las mismas y la tasa marginal de impuestos, entre otros.

La base de datos de empresas españolas con que se dispone no permite hacer una réplica del modelo para intentar obtener los mismos resultados. En primer lugar, no se cuenta con una serie de tiempo en virtud a que el Mercado Alternativo Bursátil es muy reciente y, como se mencionó anteriormente, apenas hasta el 2011 alcanzó a recoger las emisiones de 17 empresas mientras, en contraste, las cifras utilizadas por los autores se remontan a 1986 y recopilan más de 77.000 compañías a lo largo de 14 años, entre calificadas y no calificadas.

De otro lado, las políticas a las que debe ajustarse la Central de Balances del Banco de España no le permiten hacer pública toda la información con respecto a las empresas que

deciden enviar sus reportes contables. Esto significa que no cuenta con la autorización para hacer público el detalle de las cuentas de las mismas.

Teniendo en consideración lo anterior, querer hacer la regresión con los datos disponibles significa exponer el argumento a la presencia de errores de especificación. Así mismo, la falta de datos históricos junto con la escasez de empresas que listen en bolsa dentro del sector de las pymes se traduciría en un modelo poco robusto.

Sin embargo, éste no es un impedimento continuar utilizando sus hallazgos y considerándolos válidos para la demostración de la utilidad de contar con un segundo mercado para emisiones de pequeñas y medianas empresas. Simplemente se decidió reforzar el argumento mediante el uso de los resultados obtenidos por Faulkender y Petersen junto con el análisis los datos comparables que se puedan extraer de las bases de datos facilitadas por las entidades españolas.

Los parámetros definidos por la metodología que utilizan los autores definen los siguientes pilares -entre otros- como elementales al momento de establecer las principales características de las empresas que emiten deuda frente a aquellas que no lo hacen:

- El tamaño promedio de las empresas: al comparar vía activos o ventas a las empresas que emiten deuda frente a aquellas que no, la diferencia es notable. De acuerdo a los datos recogidos, el tamaño promedio por valor en libros de los activos de las listadas en el Mercado Alternativo Bursátil es 2.24 veces superior al de las empresas que tienen acceso únicamente al crédito bancario. La correlación entre el tamaño de la empresa y su nivel de apalancamiento es bastante alta: son las empresas de mayor envergadura las que por su facilidad en temas de diversificación y menores riesgos de quiebra cuentan con mejores fundamentales para emitir deuda y captar la atención de inversionistas.

De igual forma lo manifiesta el nivel de ventas. El promedio de ventas de las empresas que cuentan con emisión de deuda es superior 4.5 veces al de el segmento de pequeñas y medianas empresas sin emisiones elegido.

- Plazo de endeudamiento: la diferencia en cuanto a la amortización de las deudas es muy grande entre unas y otras empresas. En el caso de las empresas que emiten títulos, la estructura del pasivo es de mayor plazo que en el caso de empresas que utilizan únicamente mecanismos de deuda tradicionales. En términos numéricos, las empresas transables en el mercado secundario difieren hasta un 58% de su deuda a un plazo superior a 5 años, en tanto que aquellas endeudadas con entidades privadas únicamente lo hacen en un 28% (Faulkender & Petersen, 2003).

Como ya se mostrará más adelante, la cultura financiera en Colombia tiende a concentrar la mayor parte del pasivo en deudas de corto plazo. Incluso, en la medida de lo posible, a financiarse con su propio capital, ya sea por temor, por desconocimiento del mercado financiero local y de las virtudes del endeudamiento o por las altas tasas de interés. A manera de preámbulo se pueden sacar conclusiones simplemente a partir del porcentaje que ocupa el pasivo corriente sobre el total de los pasivos de las pymes para el año 2011, de aquellas empresas que reportan a la Superintendencia de Sociedades: 61% del total de la deuda de las empresas categorizadas como pequeñas y medianas tiene vencimiento en el corto plazo.

En éste orden de ideas, proveer de facilidades suficientes a las empresas para que se financien a través del mercado público significa constituir un escenario para cambiar la cultura financiera doméstica.

- Margen bruto de utilidad: otra de las variables que resultaron ser significativas en la regresión del nivel de apalancamiento de las empresas es el margen de utilidades bruto de las mismas. Resalta cómo las empresas más apalancadas son aquellas con mejores márgenes de utilidades.

Esto es consecuencia de las exigencias que demanda ser una empresa pública; parte de la toma de decisiones que implica asumir políticas de gobierno corporativo que

conlleven a que el capital humano de la empresa se exija al máximo para generar valor para los accionistas.

En términos numéricos concretos, los resultados del *paper* muestran un diferencial de 13,8%, donde las compañías listadas alcanzan a obtener un 16,23% mientras las no listadas un 2,4% (Faulkender & Petersen, 2003). Haciendo ésta misma comparación para las pymes en España, las empresas que cotizan en el MAB generan en promedio un 20,58% de utilidad bruta sobre las ventas, en tanto que el consolidado de empresas seleccionadas que no cotizan sólo alcanzan el 6,39% - representa un 14,19% entre una y otra.

- Gasto en activos fijos: para Faulkender y Petersen la inversión en activos fijos es un elemento diferenciador entre las empresas que cotizan en el mercado de capitales y las que no: de acuerdo a los resultados de su regresión, mientras que aquellas listadas tienen hasta un 42% de su activo en bienes inmuebles, las no listadas alcanzan el 31%.

En éste sentido, lo que se puede observar de la data española no va en el mismo sentido. La porción del activo concentrada en bienes inmuebles para ambos tipos de empresas es bastante similar: 24,66% para empresas en el Mercado Alternativo Bursátil, por 22,66% para el promedio de empresas no registradas.

Ahora bien, donde sí se nota una diferencia entre unas y otras es en la concentración en activos intangibles. Tomando este rubro de los balances, se ve cómo las empresas públicas categorizan hasta un 19% del total de sus activos como “Inmovilizado Intangible”, dentro del cual se incluyen propiedad intelectual y aplicaciones informáticas entre otras, mostrando su relación directa con los gastos en investigación y desarrollo. Para las empresas privadas, dicha inversión en intangibles se limita al 2,37%.

En lugar de ser una mala noticia resulta ser todo lo contrario. Esto significa que la emisión de deuda en el mercado de capitales no sólo es útil para empresas intensivas en capital, sino que también lo es para aquellas cuyo *core business* se basa en la prestación de servicios. De hecho, el 41% de las empresas que cotizan en el MAB se basan en la prestación de servicios. Esto puede presentarse en parte al incremento de la importancia del comercio de servicios como porcentaje del PIB mundial.

Ha de tenerse en cuenta que, en virtud de lo acontecido en 2011 con las economías europeas y su crisis, los mercados de dichos países se vieron afectados considerablemente por la volatilidad que indujo dicha coyuntura y la salida desmedida de flujos de capital de dicho país. Si bien es probable que por ello los datos obtenidos de las bases hayan estado sesgados hacia abajo (en el caso de los márgenes, por ejemplo), los resultados fueron suficientes para evidenciar la utilidad del uso de los mercados secundarios como mecanismos de apalancamiento.

3.2 MERCADO COLOMBIANO

El racionamiento del crédito puede obstaculizar los procesos de inversión para ampliar la capacidad de producción o realizar innovaciones y, en casos más extremos, incluso puede implicar el cierre de las empresas. Precisamente, uno de los grandes problemas para el crecimiento del sector real colombiano es la falta de una cultura de riesgo y de sistemas de financiamiento para pequeñas y medianas empresas. Así lo establece la CEPAL en su estudio sobre el acceso al financiamiento de las pymes en América Latina, enfatizando a manera de introducción en cómo el escaso desarrollo de las industrias de capital de riesgo o de mecanismos de financiamiento del capital semilla reduce la tasa de nacimiento de empresas y la posibilidad de contar con un mayor número de firmas dinámicas en la economía (Ferraro, 2011).

A pesar de no haber dado la suficiente trascendencia dentro de la explicación del modelo al argumento de la asimetría de la información a través de las calificaciones crediticias como lo hacen Faulkender y Petersen, no significa que no sea considerado un elemento

fundamental dentro de la explicación del por qué los sistemas de financiamiento básicos son tan desequilibrados, particularmente en el caso de las economías en desarrollo como la colombiana. Se hace la aclaración teniendo en cuenta que la cantidad de recursos canalizados hacia las pequeñas y medianas empresas se ve influida por el método de selección de beneficiarios predominante a nivel local, el cual depende en gran medida de la información que se encuentra disponible con respecto a las empresas. Es según ésta información que se segmentan los clientes al interior de las entidades financieras, dándole prioridad a las necesidades de los más grandes y mejor calificados.

Evidentemente, quienes sufren las consecuencias de la insuficiencia en la información y de los riesgos que por consiguiente son atribuidos los créditos son las pymes; las instituciones financieras, sea cual sea su envergadura, empiezan entonces a implementar barreras que conducen a la abstinencia de las empresas a solicitar créditos. Algunas de las formas en que dichas barreras se manifiestan son la imposición de garantías para cubrirse del riesgo o el incremento en los diferenciales de las tasas de interés.

Por tanto, la escasa utilización del crédito bancario por parte de las pymes se puede atribuir principalmente a la insuficiencia de información y a los altos riesgos atribuidos a su financiamiento, lo que genera reticencia en las entidades bancarias a otorgarles préstamos; pero también se debe a los elevados costos del financiamiento, a las exigencias de los bancos y a la insuficiencia de garantías de las empresas.

Al igual que en todos los países de América Latina, el financiamiento privado bancario tiende a concentrarse en los créditos de corto plazo, con márgenes de intermediación elevados, y donde resaltan los desembolsos hacia las grandes empresas.

Numerosos estudios concluyen que en los segmentos de empresas pequeñas y medianas predomina el uso de recursos propios para financiar inversiones y capital circulante o fuentes externas alternativas al crédito bancario, como el financiamiento de proveedores, o incluso, las tarjetas de crédito. Este distanciamiento de los productos del sistema financiero

se evidencia en la siguiente tabla de datos que relaciona el número de empresas por tipo de producto en Colombia entre 2007 y 2012.

Tabla 3: Número de empresas con productos financieros

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	07-12	11-12	07-12	11-12
Cuenta de ahorros	272.714	284.918	276.654	293.533	312.672	314.351	41.637	1.679	15%	1%
Cuenta corriente	278.709	304.988	268.487	299.212	306.357	305.969	27.260	(388)	10%	0%
Comercial	96.119	110.935	124.818	138.475	150.238	162.367	66.248	12.129	69%	8%
Consumo	12.981	27.846	67.192	65.193	64.988	66.945	53.964	1.957	416%	3%
Microcrédito	1.978	4.501	6.697	7.349	8.464	8.934	6.956	470	352%	6%
Tarjeta de crédito	47.688	49.948	60.161	64.970	70.009	70.209	22.521	200	47%	0%

Fuente: Asobancaria, Informe de Inclusión Financiera 2012; Datos CIFIN y DANE

Como lo muestra el cuadro, claramente existe una preferencia por parte de las empresas, independientemente de su tamaño, por el financiamiento de corto plazo; la ponderación que tienen sobre los datos los productos de baja duración es mucho mayor que aquellos que implican un compromiso de largo plazo como, por ejemplo, los microcréditos.

Si bien existe una serie de programas gubernamentales para incentivar el uso del crédito, los incentivos de estos no han sido suficientes para mejorar el acceso de las pymes a la financiación por medio de préstamos.

Ahora bien, los anteriores argumentos cuentan con una importancia mayúscula dentro de la tesis, teniendo en cuenta que la finalidad de éste análisis es demostrar lo útil que puede llegar a ser un nuevo mecanismo de financiamiento para las empresas pequeñas y medianas de Colombia. A sabiendas que el foco particular es el mercado de capitales, es importante hacer una contextualización de la situación actual del mismo a nivel doméstico, de manera tal que se pueda evaluar en qué nivel de avance nos encontramos como para construir sobre los cimientos.

Como bien se ha dicho en capítulos anteriores, gran parte de los inconvenientes con que cuentan las empresas para acceder a un segundo mercado son las restricciones de su propia regulación. En éste sentido, la legislación colombiana no es una excepción. Si bien hay que reconocer la evolución del mercado de capitales nacional a lo largo de los últimos años, no se pueden ocultar cosas que resultan evidentes a los ojos de todos: las empresas nacionales se inhiben ante la posibilidad de utilizar la emisión de deuda como mecanismo de financiamiento como consecuencia de los obstáculos normativos impuestos por la misma legislación local.

La regulación del segundo mercado en Colombia se encuentra vigente desde 1995 mediante la Resolución 400, emitida por la Superintendencia de Valores –hoy día Superintendencia Financiera-. Ésta tiene por propósito establecer la normativa a través de la cual se interviene el mercado público de valores y, en particular, sus emisiones. Es precisamente ésta Resolución la que dictamina el proceso a seguir al momento de emitir un título valor y los requisitos que se deben satisfacer como participante del mercado.

Al analizar las exigencias establecidas por la regulación, no parece haber inconvenientes mayúsculos para no utilizar la emisión de deuda como mecanismo de financiación para cualquier empresa. Sin embargo, al entrar en el detalle de las mismas, los costos implícitos en cada etapa relacionada al proceso, así como las exigencias burocráticas del mismo, se traducen en barreras de entrada no sólo para pymes sino también para grandes empresas.

Para empezar, hay tres entidades ante las cuales deben presentarse los emisores para llegar al mercado secundario: la primera es el Registro Nacional de Valores y Emisores – RNVE- de la Superintendencia Financiera, en donde deben inscribirse tanto la empresa como los títulos que quieren ofrecer. En el sentido netamente jurídico, los requisitos para realizar dicha inscripción no son excluyentes. De hecho resultan bastante flexibles teniendo en cuenta que abren la puerta a todo tipo de sociedad (por acciones, anónima, cooperativa e

incluso sin ánimo de lucro⁶) y que la documentación requerida no es en absoluto compleja. El paso a seguir es el registro los títulos en el depósito correspondiente: DECEVAL. Éste asume la administración y manejo electrónico de los títulos bajo su custodia, incluyendo transferencias, pagos y demás, ejerciendo un rol fundamental en el momento en que éstos se encuentren en circulación. En tercer y último lugar, para finalizar la formalización del proceso, es indispensable la inscripción de los títulos a ser emitidos ante la Bolsa de Valores de Colombia – BVC-, trámite bastante similar al inicial por el tipo de documentación que solicita dicha entidad.

Cada una de dichas etapas cuenta con un costo diferente. Algunos de ellos no muy significativos, teniendo además en cuenta el costo de oportunidad de endeudarse a través del mercado público frente al de acceder a un crédito bancario.

Las tarifas relacionadas a los derechos de inscripción y oferta pública están plasmadas en los capítulos primero y segundo del título primero de la segunda parte de la Resolución 1200 de 1995 de la Superintendencia de Valores. En el caso de las empresas, sus costos pueden ser de hasta diez millones de pesos en el caso de entidades cuyo patrimonio sea indeterminable, o encontrarse dentro de las siguientes categorías para el caso en que el patrimonio sea determinable:

Tabla 4. Derechos de Emisión para Sociedades con Patrimonio Determinable

VALOR DEL PATRIMONIO (\$ MILES)	TARIFA (\$ MILES)
Hasta \$500.000	\$125
Más de \$500.000 hasta \$3.000.000	\$125 más el 0.05 por mil de exceso sobre
Más de \$3.000.000 hasta \$20.000.000	\$250 más el 0.0735294 por mil del exceso sobre 3.000.000
Más de \$20.000.000 hasta \$100.000.000	\$1.500 más el 0.0125 por mil de exceso sobre \$20.000.000
Más de \$100.000.000	\$2.500 más el 0.00125 por mil del exceso sobre \$100.000.000, sin que el valor total exceda los \$10.000

Fuente: Artículo 2.1.1.2, Resolución 1200 de 1995

⁶ Artículo 1.1.1.1. de la Resolución 400 de 1995.

De igual forma, la Resolución 1245 de 2006 de la Superintendencia Financiera dictamina una tarifa semestral del 0.05 del patrimonio del emisor al 31 de diciembre del año anterior.

En lo correspondiente al custodio, existen 4 cobros básicos inherentes a su funcionamiento, a saber:

- Cuota de afiliación: corresponde al pago único de inscripción como depositante de dicho depósito y otorga el derecho a operar en el Sistema de Depósito de Valores y a la instalación del sistema de información de DECEVAL. Dicho valor a 2013 asciende a \$ 8.675.200.
- Terminal adicional: Cualquier terminal adicional de consulta y operación del sistema de información tiene un valor de \$ 4.084.900.
- Cuota de sostenimiento anual: pago que debe realizar cada miembro del depósito, independientemente del número de terminales con que disponga, para cubrir costos de mantenimiento, soporte y actualización. Su costo asciende a \$ 3.632.100.
- Tarifa fija de operación mensual: valor mensual a pagar por el derecho de realizar operaciones a través del sistema. El pago es de \$242.530.

Aparte de estos, el instructivo I-AC-SC-007 V 5.0 de tarifas, expedido el 1° de junio de 2013, detalla un sinnúmero de cobros adicionales que realiza la entidad, de acuerdo al tipo de transacción realizada a través de su sistema.

Por su parte, la Circular Única de la Bolsa de Valores de Colombia dispone dentro de sus políticas de cobro de dos tarifas principales: de inscripción y sostenimiento. Éstas están sujetas al valor patrimonial de la empresa al 31 de diciembre del año inmediatamente anterior. Los rangos que contempla dicha norma se encuentran en la siguiente tabla.

Tabla 5. Tarifas para Inscripción de Acciones por Patrimonio - BVC

CIFRAS EN COP (MILLONES)		COP
-	4.756	10.400.000
4.757,00	9.658	13.000.000
9.659,00	14.265	15.500.000
14.266,00	21.398	20.900.000
21.399,00	28.679	25.400.000
28.680,00	38.487	29.800.000
38.488,00	45.917	32.700.000
45.918,00	58.697	36.200.000
58.698,00	76.529	40.100.000
76.530,00	119.030	43.200.000
119.031,00	153.059	46.900.000
153.060,00	255.149	51.600.000
255.150,00	510.148	54.500.000
510.149,00	743.005	56.700.000
743.006,00	1.188.808	58.400.000
1.188.809,00	1.486.012	60.200.000
1.486.013,00	ó más	61.900.000

Fuente: Artículo Séptimo, Boletín Normativo, BVC

Simultáneamente, el proceso implica incurrir en costos adicionales vinculados a la contratación de asesoría legal y financiera (servicio prestado usualmente por una banca de inversión), el *underwriting*⁷ para sacar los títulos al mercado, la adopción de políticas organizacionales alineadas con las exigencias de

Existe un programa en Colombia diseñado para ayudar a las empresas interesadas en acudir al mercado de capitales como mecanismo de financiamiento. Éste se llama Colombia Capital y su objetivo es incrementar el número de actores del mercado de capitales local, entre emisores e inversionistas (Bolsa de Valores de Colombia, 2012). Dispone incluso de un esquema para ayudar a pequeñas y medianas empresas que quieran acceder,

⁷ Underwriting es el contrato celebrado entre una entidad financiera y una sociedad comercial, por medio del cual la primera se obliga a prefinanciar, en firme o no, títulos valores emitidos por la sociedad, para su posterior colocación (Wikipedia, 2013).

proporcionando acercamiento a bancas de inversión, calificadoras de riesgo e incluso depósitos de valores para poder cumplir con todos los trámites mencionados anteriormente.

Sin embargo, al ver las empresas que han sido ayudadas hasta el momento, se puede ver una total concentración en las grandes empresas y nula en el caso de las pequeñas y medianas. Empresa de Energía de Bogotá, Bancamía, Colombina y Sodimac son algunas de ellas. Existe un problema de fondo en el concepto, en caso que se desee transmitir la herramienta a las pymes.

3.3 SEGUNDO MERCADO EN OTRO PAÍSES

Si bien es claro que cada país desarrolla su propio mercado de capitales en pro del financiamiento de las grandes empresas, lo que la mayoría de la gente desconoce es que en varios países, desarrollados y en desarrollo, existe un escalón menor diseñado a modo de semillero para aquellas compañías que finalmente convergen hacia el mercado principal.

Estos escalones de desarrollo se manifiestan de diferentes maneras, según con la forma en que los entes gubernamentales estén dispuestos a brindar apoyo y cuenten con la capacidad suficiente como para que sea sostenible.

En éste sentido, se encontraron tres sistemas de desarrollo que merecen ser estudiados teniendo en cuenta que representan tres etapas diferentes de un mismo modelo: el brasilero, el español y el británico.

Siendo el brasilero el más básico y reciente, se tomará como punto de partida pues podría ser el primer paso a dar para el caso colombiano. Lo que hacen en el vecino país es implementar una serie de niveles diferenciados de Gobierno Corporativo para estimular la valorización de las compañías al igual que el interés de los inversionistas. El Novo Mercado, como se le conoce, si bien no es propiamente un escenario de negociación, representa una segmentación que provee el sustento práctico para que las empresas puedan

vincularse al mercado de capitales mediante el cumplimiento de una serie de requisitos en cuanto a su transparencia se refiere. Básicamente, conduce a que empresas brasileras voluntariamente se motiven por la adopción de prácticas de buen gobierno corporativo. Dicha transparencia se hace expresa a través de la cantidad de información que las empresas decidan revelar al mercado.

Este proceso, a diferencia de la mayoría de procesos legislativos en Brasil, nació de las necesidades de los participantes del mercado dado que el mercado tradicional no estaba funcionando. Alcanzaba un capital de apenas USD\$550 millones en 1999, mientras que el mercado americano manejaba cerca de USD\$324 billones (Santana, 2008). Este cambio fue desarrollado y liderado por María Helena Santana y su equipo de colaboradores, quienes crearon y perfeccionaron el Novo Mercado.

Para atraer nuevos emisores e inversores, Santana visitó a cada uno exponiendo los beneficios y los méritos que tenía el nuevo modelo. Hoy en día Novo mercado sigue recibiendo empresas e inversores creciendo cada vez más rápido, generando capital, trabajo y dividendos para los brasileros.

En este momento se puede decir que las empresas entienden mucho mejor lo que esperan de ellas los inversores: no únicamente negocios robustos, pero también transparencia en la información y un trato serio como socios siempre teniendo como guía la ética laboral.

En éste sistema es de suma importancia la transparencia y de la disposición de políticas de gobierno corporativo – en la normatividad colombiana se ve reflejado dentro de la Resolución 400 previamente mencionada. Es fundamental para el funcionamiento del mercado de capitales que la información de los participantes del mercado sea pública y por ende transparente. Para estos efectos existe el Sistema Integral de Información del Mercado de Valores – más conocido como SIMEV-, dentro del cual se encuentra la información concerniente a valores, emisores, agentes y profesionales que participan dentro del mismo.

El siguiente modelo a estudiar para la negociación de emisiones de pequeñas y medianas empresas más importantes es el Mercado Alternativo Bursátil (MAB) en España. Representa un nivel intermedio en el desarrollo de éste tipo de infraestructura bursátil, en virtud a que tiene presencia desde hace un poco más de 4 años y apenas cuenta con 23 participantes, en tanto que continúa en expansión.

El MAB es un mercado cuyo foco son las empresas de reducida capitalización que buscan expandirse, con una regulación a medida, diseñada específicamente para ellas y con costos y procesos adaptados a sus características.

Dentro de su proceso de creación desarrollaron dos figuras esenciales para ayudar a las empresas durante el proceso de emisión y cotización en el mercado público: la primera es conocida como “asesor registrado”, que consiste en personas cuyo rol consiste en informar, ayudar a recopilar y construir la información financiera de la empresa de manera confiable y completa para publicar informes y garantizar que el MAB cuente siempre con información transparente y confiable; la segunda figura se conoce como “proveedor de liquidez”, y son personas o entidades que hacen la labor de intermediarios para buscar la contraparte ideal de tal forma que la formación del precio de las acciones sea lo más eficiente posible, al tiempo que facilita su liquidez en su negociación.

Uno de los mayores obstáculos de los mercados bursátiles de pequeñas y medianas empresas es la escasa atención por parte de los inversores ya que invertir en éstas implica un mayor riesgo y son menos líquidas que las “blue chips”⁸. Para equilibrar el riesgo e incentivar a los inversionistas, el MAB ofrece ayudas económicas y fiscales con diferentes entidades gubernamentales. La Generalitat de Cataluña, a partir del 31 de Diciembre del 2009, cuenta con un beneficio sobre el impuesto de renta del 20% sobre las cantidades

⁸ El término blue chip en economía bursátil se utiliza para referirse a empresas bien establecidas, que tengan ingresos estables, valores sin grandes fluctuaciones y que no precisen de grandes ampliaciones de su pasivo. En definitiva, el término se utiliza para hablar de empresas estables con alto nivel de liquidez (Wikipedia, 2013).

invertidas durante el ejercicio en la adquisición de acciones de coticen en éste mercado.

Para poder aplicar ésta deducción se deben cumplir tres requisitos:

1. La participación en la sociedad objeto de la inversión no puede ser superior al 10% de su capital social.
2. Las acciones adquiridas deben mantenerse en el patrimonio un período de dos años, como mínimo.
3. La sociedad objeto de la inversión debe tener el domicilio social y fiscal en Cataluña (Bolsa y Mercados, 2013).

Por otra parte, las comunidades de Aragón, Galicia y Madrid también apoyan con deducciones en el impuesto por inversión en acciones de entidades que coticen en el segmento de empresas en expansión del MAB.

Las ayudas también hacen parte de la etapa de incorporación de las pymes al MAB, ya que puede llegar a ser un proceso costoso que afecte la rentabilidad de las mismas. Existen cinco fuentes principales de respaldo para las empresas, que apoyan en la preparación para acceder al Mercado Alternativo Bursátil. Ésta ayuda puede incluir servicios de terceros para estudios, auditorias, o asistencia técnica entre otros. Éstas fuentes de soporte son el Ministerio de Industria, Energía y Turismo junto con la empresa nacional de innovación (ENISA); la comunidad de Andalucía; la comunidad de Galicia; la comunidad de Murcia; y la comunidad Valenciana. Todas las anteriores tienen recursos específicos destinados para éste fin, que ascienden hasta 70.000 euros por empresa.

El acceso al MAB es fácil y claro. Las empresas que deseen incorporarse deben cumplir con los siguientes requisitos para poder ingresar:

1. Deben ser sociedades anónimas, sin importar si son nacionales o extranjeras.

2. Deben comercializar productos o servicios.
3. Deben contar con transparencia en la información que publiquen.
4. Deben tener asignados tanto un asesor registrado como un proveedor de liquidez.

Una vez cumplidos tales requisitos se realiza el proceso de incorporación para concluir, que consiste en los siguientes 4 pasos:

1. Fase de decisión: La fase donde la empresa tendrá que revisar la situación financiera de la misma con el asesor registrado.
2. Solicitud de incorporación: la empresa presentará ante el MAB la documentación que acredite el cumplimiento de los requisitos de incorporación.
3. Tramitación: El MAB evaluará la información suministrada y tomará la decisión de aceptar o no la incorporación de la empresa.
4. Incorporación: En caso de ser aceptada la empresa, el MAB publicará la incorporación en el boletín de cotización y emitirá un código SIBE para el registro.

Es importante tener en cuenta que en el Mercado Bursátil Alternativo español es de carácter exclusivo para la emisión de acciones. A partir de éste mes entró en vigencia el Mercado Alternativo de Renta Fija para pymes, el cual esperan que movilice cerca de 1.000 millones de euros al año y produzca alrededor de 30 emisiones de títulos al año (Intereconomía, 2013). Éste nace como respuesta a la reciente crisis que viene atravesando la economía de éste país, puesto que ha provocado negativo sobre las pymes al alejarlas de la posibilidad de

acceder a créditos bancarios. Más de 250.000 empresas han tenido que cerrar en España debido a problemas de financiación (Santacruz, 2013).

Como se puede ver, éste segundo modelo es mucho más eficiente en términos de infraestructura tecnológica, humana y financiera. Incluso se asegura la liquidez de los activos mediante la existencia de participantes especiales, teniendo en consideración que se trata de empresas que apenas están incursionando en el mercado y que, por su envergadura y falta de antecedentes, pueden no contar con el atractivo suficiente para llamar la atención de los inversionistas de la manera deseada.

La estructura más desarrollada de éste tipo en los mercados internacionales es la inglesa. El Alternative Investment Market (AIM) en Londres es el más antiguo mercado bursátil para la negociación de emisiones de pequeñas y medianas empresas en Europa. Lanzado en 1995, esta rueda ha manejado más de 3.100 empresas y ha recaudado más de 67 billones de libras, que sostienen el crecimiento y desarrollo de las empresas (London Stock Exchange, 2010). Reconocido como uno de los mercados alternativos más importantes del mundo, su éxito es atribuido a tres factores claves:

1. Cuenta con un sistema regulatorio simple que facilita a las empresas la transición para convertirse en públicas y permite que las compañías se enfoquen en su crecimiento y desarrollo una vez entren al mercado.
2. Dispone de una red de asesores con amplia experiencia en guiar y apoyar compañías desde el momento en el que deciden entrar al mercado hasta brindar un acompañamiento constante para el recaudo de fondos y alcanzar su verdadero potencial. Entre los asesores con que cuentan como soporte se encuentran abogados, relacionistas públicos, firmas de relación con inversores y comisionistas de bolsa, entre otros.

3. Facilita una base de datos de inversores internacionales con la suficiente confianza en el sistema regulatorio del AIM y con el conocimiento suficiente para lograr recoger el capital necesario que las compañías en desarrollo buscan a través de sus emisiones de títulos.

El AIM es un sub mercado del London Stock Exchange (o Main Market para diferenciarlo del AIM). Evidentemente, existe una serie de diferencias con respecto a éste que son connotadas como beneficios hechos a la medida de las pymes en virtud a que no pueden entrar a competir al mismo nivel en el mismo mercado de empresas ya consolidadas. Las diferencias más relevantes en éste sentido se pueden ver en la siguiente tabla.

Tabla 6. Diferencias Entre el Alternative Investment Market y el Main Market

AIM	MAIN MARKET
*No se requiere un mínimo de capitalización de mercado.	*Se requiere un mínimo de capitalización de mercado.
*No se requiere antecedentes de tener un título que haya sido transado en el mercado de capitales.	*Se requiere un historial de mínimo 3 años con algún título transado en mercados de capitales.
*Se requiere tener un asesor en todo momento	*No requiere de asesor

Fuente: London Stock Exchange

Al ser pionero en los mercados bursátiles para pequeñas y medianas empresas, el AIM ha desarrollado algunas técnicas que facilitan el manejo y desarrollo de las diferentes compañías. En los últimos años desarrollo un sistema de 18 índices para facilitar la comparación entre empresas por parte de los inversores. Estos índices ayudan a detectar oportunidades macroeconómicas y ambientales que facilitan la decisión de dónde invertir e identificar el verdadero potencial de cada empresa.

Es evidente que, si bien el marco jurídico en Colombia no obstaculiza a las pymes a hacer emisiones de deuda en el mercado secundario, tampoco facilita su acceso al ponerlas al mismo nivel de las grandes empresas. Resalta el hecho de que en los últimos dos escenarios

explicados las condiciones para acceder al mercado bursátil son favorables y amoldadas a sus posibilidades.

Ahora bien, vale la pena resaltar un elemento reciente que confirma la necesidad de facilitar éste tipo de escenarios. Además de la ya mencionada apertura del Mercado Alternativo de Renta Fija en España, la Bolsa de Valores de Lima ha implementado una nueva ley a través de la cual se propuso incentivar la financiación de las pymes a través del mercado bursátil (Barboza, 2013). Esto pone de manifiesto la manera en que en dicho país soy conscientes de la importancia de ayudar a éstas empresas a crecer, en lugar de mantener la concentración sobre las grandes empresas.

4. CONCLUSIONES

La idea primordial de ésta tesis es empezar a labrar un camino hacia nuevas oportunidades, tanto para empresas como inversionistas, en un mercado colombiano que disfruta de un momento en particular donde los ojos del mundo se enfocan en el crecimiento del país.

Dicho esto, el rol que ejercen las empresas de tamaño pequeño y mediano es fundamental para el crecimiento de la economía doméstico. El problema de su estancamiento radica en que la burocracia política y financiera representa en un obstáculo en el camino del emprendimiento, ya sea porque no se facilitan los medios para la creación de empresas en el ámbito institucional, o por los engorrosos procesos que demandan las entidades financieras para aprobar un crédito de capital de trabajo. En definitiva, los mecanismos de financiamiento para la empresas de países como Colombia son bastante limitados.

Los hallazgos prácticos más relevantes permiten ver cómo en modelos ya desarrollados en diferentes países se manejan paralelamente el modelo alternativo y un modelo principal, sustentando la utilidad de ésta infraestructura con numerosos argumentos. Esto, en conjunto con la contextualización teórica realizada, permite llegar a varias conclusiones que aplican para cualquier economía que intente replicar la implementación de un mercado secundario para captar recursos financieros para el desarrollo de pequeñas y medianas empresas:

- ❖ Un segundo mercado bursátil ayuda a desarrollar las pymes en general, lo que se ve reflejado en la contribución de las mismas en el PIB de cada país. En el caso de Inglaterra las pequeñas y medianas empresas contribuyen con el 50% del producto interno bruto (McFall, 2013); por otro lado, en España generan el 65% del mismo (El mercado alternativo bursátil com alterntiva de financiación , 2012); en Colombia, su contribución se ve relegada apenas al 38.7% del PIB, y aun así genera el 30,5% del empleo del país (Clavijo, ANIF, 2012). Parte de esto es la falta de alternativas para incentivar un mayor nivel de apalancamiento.

- ❖ Uno de los factores claves de éxito para los mercados secundarios en el mundo son los incentivos fiscales y económicos, tanto para los emisores como para los inversores. Estos incentivos promueven la vinculación al mercado por parte de las empresas ya que, de no existir, el costo de vinculación sería muy alto y el proceso muy complejo para optar por la emisión de deuda como una opción de financiación viable. También promueven la inversión al balancear el riesgo de invertir en empresas que no son lo suficientemente estables, tienen ingresos volátiles, y no cuentan con un alto nivel de liquidez, brindando beneficios tributarios. En el caso del mercado español, por ejemplo, ascienden al 20% de la inversión en acciones realizada.

- ❖ La transparencia y la confiabilidad de la información son claves para que un mercado alternativo sea exitoso. Para esto es esencial un apoyo constante e integral que guíe las empresas durante el proceso de incorporación y cotización en todas las áreas necesarias. De ésta manera se homogeniza la información a ser revelada, de modo que sea claro y transparente para los inversores y estos puedan identificar el potencial real de cada empresa.

- ❖ Los segundos mercados ya en funcionamiento son significativamente más flexibles en su regulación que los mercados principales. Ésta flexibilidad depende del sector económico en el que las empresas se enmarcan, sus recursos financieros, capital circulante, propiedades o planes de negocio. También se destaca la flexibilidad en el manejo de la información que las empresas deben proveer al mercado, pues los parámetros de sus informes financieros periódicos disponen de mayores plazos y especificaciones mucho más generales.

- ❖ Aunque en Colombia no existe ninguna restricción para que una pyme ingrese al mercado público de valores, éstas entran a participar con una desventaja con respecto a las grandes empresas: no cuentan con el mismo musculo financiero ni tampoco disponen de la misma experiencia y reputación que las grandes compañías. De esto se concluye que es indispensable desarrollar una infraestructura humana y tecnológica

para las pymes domésticas que se ajuste a sus necesidades específicas para que puedan acudir a dicho mercado de manera más fácil y práctica, de manera tal que sus ofertas se presenten con las de sus pares y no se vean expuestos a intentar captar recursos en desigualdad de condiciones.

- ❖ Si bien existe el programa Colombia Capital de la Bolsa de Valores de Colombia para ayudar a las empresas colombianas a ser partícipes del mercado bursátil, hasta el momento ha concentrado sus esfuerzos en grandes empresas nacionales. Debe estimularse al interior de dicho organismo la atracción de las pymes y promover la educación financiera a nivel local. Colombia busca el potencial económico con grandes empresas, en cambio Perú procura ayudar a las pequeñas para tener una economía sólida y estable a futuro (Barboza, 2013).
- ❖ Uno de los grandes problemas de las políticas de acceso al mercado bursátil en Colombia consiste en que las tarifas de las entidades a las que deben vincularse las empresas son uniformes, independientemente del tamaño de la empresa que quiera acceder al sistema. En éste orden de ideas, debería haber una escala de costos, de manera tal que una pyme que quiera llegar al segundo mercado no vea como un desincentivo el tener que incurrir en pagos puntuales muy elevados que hagan que el costo de oportunidad frente la adquisición de un crédito bancario sea mínimo o nulo en el peor de los casos.
- ❖ Es importante empezar a desarrollar instituciones que eduquen a las empresas en materia de implementación de políticas de gobierno corporativo. El caso de la bolsa brasilera evidencia la utilidad de éste tipo de organismos, en virtud a que abonan el terreno para una futura incorporación al mercado accionario. Es mucho más fácil para las empresas acceder al mercado público habiendo incorporado de antemano mecanismos que confirmen la transparencia de sus estados financieros y de su proceder.

- ❖ En una primera medida puede implementarse la infraestructura de un segundo mercado para las pymes más grandes. El estudio de la estructura de capital de Faulkender y Petersen establece que las empresas con calificación crediticia -que son prácticamente las mismas que cotizan públicamente- son aquellas más grandes. En éste mismo sentido se manifestaron los resultados del tamaño de las empresas registradas en el MAB versus el de aquellas pymes normales. Sin embargo, esto no significa que en la medida en que dicho mercado se vaya desarrollando la promoción no pueda hacerse extensiva a empresas de menor envergadura, tal y como se puede ver en el caso del AIM de Londres, en donde ya no existe ningún monto mínimo de capitalización para estar listado en bolsa.

- ❖ Como se hizo evidente en la comparación de los resultados arrojados por el modelo de Faulkender y Petersen con los datos extraídos de las bases de datos españolas, no es indispensable que se trate de empresas intensivas en capital para que se pueda emitir deuda en un mercado accionario. Teniendo esto en cuenta y la cada vez mayor importancia del sector servicios en la economía mundial, la iniciativa de implementar éste tipo de escenarios en Colombia tiene mayor validez. Al analizar los estados financieros consolidados de las pequeñas y medianas empresas que reportan ante la Superintendencia de Sociedades, apenas el 11% del total de los activos está constituido por bienes inmuebles (propiedad de planta y equipo).

- ❖ Para que un mercado secundario sea exitoso y llegue a ser considerado por empresas pequeñas y medianas como un mecanismo de financiamiento competitivo cuyo costo de oportunidad es preferible al de acceder a un crédito bancario, es necesario crear una cultura de inversión y riesgo, apoyada en una red de intervención que ofrezca seguridad a los inversores y alinee los intereses de todos los participantes.

5. BIBLIOGRAFÍA- REFERENCIAS

Acemoglu, D., & Robinson, J. A. (2012). *Why Nations Fail*. New York: Crown Business.

Banco Mundial. (2013). Recuperado el 14 de Octubre de 2013, de <http://www.worldbank.org/>

Barboza, R. (23 de Octubre de 2013). *La República*. Recuperado el 23 de Octubre de 2013, de <http://www.larepublica.co/>

Benninga, S. (2011). *Principles of Finance with Excel* (Second Edition ed.). New York, Estados Unidos: Oxford University Press.

Bolsa de Valores de Colombia. (2012). *Colombia Capital*. Recuperado el 15 de Septiembre de 2013, de <http://www.colombiacapital.com.co/>

Bolsa y Mercados. (2013). *Mercado Alternativo Bursátil*. Recuperado el 26 de Octubre de 2013, de <http://www.bolsasymercados.es/mab/esp/marcos.htm>

Cantillo, M., & Wright, J. (1997). *How Do Firms Choose Their Lenders?*

Chemmanur, T. (2010). Management Quality and Equity Issue Characteristics: A Comparison of SEOs and IPOs. *Financial Management* , 39 (4), 1601-1642.

Clavijo, S. (18 de Julio de 2012). *ANIF*. Recuperado el 20 de Octubre de 2013, de <http://anif.co/>

Clavijo, S. (2011). *Globalización del mercado de valores colombiano y su hoja de ruta*. Bogotá: ANIF.

Cunha, P. R. (2011). Riscos Empresariais Divulgados nas Ofertas Públicas de Acoes no Brasil. *Revista Brasileira de Gestao de Negócios* , 13 (41), 454-471.

Damodaran, A. (2006). *Damodaran on Valuation*. New York: Wiley Finance.

DECEVAL. (1 de Junio de 2013). Instructivo No. I-AC-SC-007 V. 5.0. *Tarifas 2013* .

Dell'Acqua, A., & Etro, L. (2013). Market Value and Corporate Debt: the 2006-2010 International Evidence. *Applied Financial Economics* , 13 (41), 495-504.

El mercado alternativo bursátil con alternativa de financiación . (Noviembre de 2012).
Obtenido de http://www.bolsasymercados.es/mab/esp/emp_expansion/PresentacionMAB.pdf

Faulkender, M., & Petersen, M. (2003). *Does the source of capital affect capital structure?* Cambridge: NBER.

Fernandez, P. (2001). *Valoración de empresas, cómo medir y generar valor*. Barcelona: Ediciones Gestión.

Ferraro, C. (2011). *Eliminando Barreras: El financiamiento a las pymes en América Latina*. Santiago de Chile: CEPAL.

Graham, J. R. (1996). Debt and the Marginal Tax Rate. *Journal of Financial Economics* , 41-47.

Gujarati, D. N. (2007). *Econometría*. México: McGraw-Hill.

Intereconomía. (2013). *Negocios.com*. Recuperado el 25 de Octubre de 2013, de <http://www.intereconomia.com/>

Lee, H. W., & Figlewicz, R. E. (1999). Characteristics of firms that issue convertible debt versus convertible preferred stock. *Quarterly Review of Economics & Finance* , 39 (4), 547-563.

Lombana, X. (9 de Julio de 2012). *Portafolio*. Recuperado el 25 de Mayo de 2013, de <http://www.portafolio.co/opinion/financiamiento-pymes>

London Stock Exchange. (2010). *A guide to AIM*. Obtenido de <http://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/aim/publications/documents/a-guide-to-aim.pdf>

McFall, D. D. (21 de Junio de 2013). *Financial Times*. Recuperado el 20 de Octubre de 2013, de <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/acb89d4c-efcd-11e2-a237-00144feabdc0.html#axzz2iyqrPyb>

Mercado alternativo bursatil como alternativa de financiación. (Noviembre de 2012). Recuperado el 12 de Octubre de 2013, de www.bolsaymercados.es/mab/esp/emp_expansion/PresentacionMAB.pdf

Ministerio de Hacienda y Crédito Público. (22 de Mayo de 1995). Resolución Número 400 de 1995. Bogotá D.C., Colombia.

Modigliani, F., & Merton, M. (1958). The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review* , 261-297.

Ortiz Anaya, H. (2006). *Análisis Financiero Aplicado*. Bogotá: Universidad Externado de Colombia.

Portafolio. (05 de Abril de 2013). *Solo el 12 por ciento de las pymes tiene acceso al crédito*. Recuperado el 20 de Mayo de 2013, de Portafolio: <http://www.portafolio.co/negocios/solo-el-12-ciento-las-pymes-tiene-acceso-al-credito>

Puyana, D. (2004). *Las Pymes en Colombia*. Bogotá: Universidad Sergio Arboleda.

Saenz-Diez, J. R. (06 de Marzo de 2013). *CincoDías Blogs*. Recuperado el 25 de Mayo de 2013, de El Mercado Alternativo Bursátil se encuentra con el Capital Riesgo: <http://blogs.cincodias.com/tecnologia-finanzas/2013/03/el-mercado-alternativo-burs%C3%A1til-se-encuentra-con-el-capital-riesgo.html>

Santacruz, J. (16 de Octubre de 2013). *Oro y Finanzas*. Recuperado el 24 de Octubre de 2013, de <http://www.oroyfinanzas.com/>

Santana, M. H. (2008). *Novo mercado and its follwers: Case studies in Corporate gavernance Reform*. Obtenido de <http://www.ifc.org/wps/wcm/connect/e1162a8048a7e69ea787e76060ad5911/Novo%2BMe rcado%2Btext%2Bscreen%2B4-21-08.pdf?MOD=AJPERES>

Sociedades, S. D. (2011). *Balance General 2011*. Bogotá.

Stiglitz, J., & Weiss, A. (1981). Credit Rationing in Markets with Imperfect Information. *The American Economic Review* , 71 (3), 393-410.

Stoll, H. R., & Curley, A. J. (1970). Small Business and The New Issues Market for Equities. *Journal of Finance & Quantitative Analysis* , 5 (3), 309-322.

Wikipedia. (5 de Julio de 2013). Recuperado el 25 de Septiembre de 2013, de <http://es.wikipedia.org/wiki/Underwriting>

Anexo 1. Empresas Listadas en el Mercado Alternativo Bursátil (MAB)

EMPRESA	SECTOR
INKEMIA IUCT GROUP, S.A.	Bienes de Consumo - Productos Farmaceuticos
AB-BIOTICS, S.A.	Bienes de Consumo - Productos Farmaceuticos
ALTIA CONSULTORES, S.A.	Tecnología y Telecom. - Electrónica/Software
BIONATURIS (BIOORGANIC RESEARCH SERV.)	Bienes de Consumo - Productos Farmaceuticos
BODACLICK, S.A.	Servicios de Consumo - Medios Comunic. y Publicidad
CARBURES EUROPE, S.A.	Mat.Basicos/Industria/Constr. - Aeroespacial
CATENON, S.A.	Tecnología y Telecom. - Electrónica/Software
COMMCENTER, S.A.	Servicios de Consumo - Comercio
EBIOSS ENERGY, AD	Mat.Basicos/Industria/Constr. - Ingenieria y Otros
EUROESPES, S.A.	Bienes de Consumo - Productos Farmaceuticos
EURONA WIRELESS TELECOM, S.A.	Tecnología y Telecom. - Telecomunicaciones y Otros
GRIÑÓ ECOLOGIC, S.A.	Mat.Basicos/Industria/Constr. - Ingenieria y Otros
GRUPO NOSTRUM RNL, S.A.	Servicios de Consumo - Medios Comunic. y Publicidad
IMAGINARIUM, S.A.	Servicios de Consumo - Comercio
LET'S GOWEX, S.A.	Tecnología y Telecom. - Telecomunicaciones y Otros
LUMAR NATURAL SEAFOOD, S.A.	Bienes de Consumo - Alimentación y Bebidas
MEDCOM TECH, S.A.	Bienes de Consumo - Productos Farmaceuticos
NEGOCIO & ESTILO DE VIDA, S.A.	Servicios de Consumo - Medios Comunic. y Publicidad
NEURON BIO, S.A.	Bienes de Consumo - Productos Farmaceuticos
SECUOYA GRUPO DE COMUNICACION, S.A.	Servicios de Consumo - Medios Comunic. y Publicidad
SUAVITAS, S.A.	Servicios de Consumo - Otros Servicios
WORLD WIDE WEB IBERCOM, S.A.	Tecnología y Telecom. - Telecomunicaciones y Otros
ZINKIA ENTERTAINMENT, S.A.	Servicios de Consumo - Otros Servicios