



**Colegio de Estudios
Superiores de Administración**

**FINANCIACIÓN POR MEDIO DE LA EMISIÓN DE ACCIONES EN COLOMBIA,
UNA ALTERNATIVA PARA ANALIZAR**

**JUAN DAVID FORERO MARÍN
CRISTINA CHARRIA MAZUERA**

**COLEGIO DE ESTUDIOS SUPERIORES DE ADMINISTRACIÓN –CESA
ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS; PREGRADO
BOGOTÁ D.C., COLOMBIA**

2019

**FINANCIACIÓN POR MEDIO DE LA EMISIÓN DE ACCIONES EN COLOMBIA,
UNA ALTERNATIVA PARA ANALIZAR**

**JUAN DAVID FORERO MARÍN
CRISTINA CHARRIA MAZUERA**

**DIRECTORA DE TRABAJO DE GRADO
ANA MARÍA FAJARDO**

**COLEGIO DE ESTUDIOS SUPERIORES DE ADMINISTRACIÓN –CESA
ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS; PREGRADO
BOGOTÁ D.C., COLOMBIA**

2019

Tabla de contenido

Resumen.....	1
Dedicatoria.....	4
Introducción	5
1. Revisión de Literatura.....	7
1.1 Financiación Empresarial	7
1.2. Mercado Accionario.....	9
1.3. Beneficios de emitir acciones.....	14
1.4. Desventajas de emitir acciones.....	16
2. Metodología	19
3. Contexto del Mercado de Valores: el caso de Colombia	21
4. Métodos de financiación usados en las empresas en Colombia	31
5. Ventajas y desventajas de la financiación por medio de la emisión de acciones	38
5.1. Ventajas	38
5.1.1. Código de buen Gobierno Corporativo establecido, claro y robusto	38
5.1.2. Acceso a Capital y diversificación de fuentes de recursos.....	42
5.1.3. Prestigio y reputación.....	43
5.2. Desventajas	46
5.2.1. Departamento de atención al inversionista, revelación de información y alto costo de estar listado.....	46
5.2.2. Difícil manejo de socios minoritarios y mercado limitado.....	49
6. Casos de éxito y fracaso	51
6.1. Casos de Éxito	52
6.1.1. Ecopetrol.....	52
6.1.2. Interconexión Eléctrica S.A (ISA)	55
6.2. Casos de fracaso	59
6.2.1. Avianca Holdings S.A	59
7. Conclusiones	63
8. Recomendaciones	65
9. Bibliografía	68
Anexo 1 – Perfil de Entrevistados.....	75
Anexo 2 – Banco de Preguntas Entrevistas	77

Índice de Tablas

Tabla 1 – Tamaño de Empresas Según Activos Totales	9
Tabla 2 – Principales Bolsas de Valores en el Mundo	11
Tabla 3 – Empresas que Mueven el Mercado de Colombia	13
Tabla 4 – Método de Financiación Corporativa Según Etapas	31
Tabla 5 – Tamaño de Empresas Según Activos Totales	32
Tabla 6 – Ranking Merco, Compañías con mejor reputación en Colombia 2018	44

Resumen

En primera instancia, se identificó una problemática cuyas bases son que existe una baja utilización del Mercado de Valores de Colombia, específicamente en renta variable, por parte tanto de las compañías listadas, como de los inversionistas del mercado. Teniendo presente esto, se decide investigar con mayor profundidad el por qué la Bolsa de Valores de Colombia no está siendo tenida en cuenta por la mayor parte de las compañías del país y por qué este es un mercado poco atractivo en la actualidad.

Para empezar, se decide identificar la problemática y analizar las razones por las cuales puede estar ocurriendo la situación mencionada. Para esto, se decide realizar una serie de entrevistas a personas expertas en el tema, las cuales han tenido años de experiencia directa con el Mercado de Valores de Colombia y sus principales actores.

Para esto, es necesario tener un contexto claro y conciso de lo que es el Mercado de Valores, cómo funciona y cuáles son las entidades que lo regulan y las principales reglamentaciones que tiene, por lo que se decide realizar una investigación profunda sobre lo que es realmente el Mercado de Valores en Colombia.

De la misma manera, es necesario comprender actualmente cuales son los principales métodos de financiación utilizados por las compañías en Colombia de acuerdo a su tamaño y su situación. Es indispensable tener un panorama claro de cuáles son las fuentes de recursos para las compañías en Colombia, cuáles son las razones por las que las utilizan y así lograr comprender por qué el Mercado de Valores podría ser una alternativa viable para dichas compañías.

Además de lo mencionado anteriormente, es necesario contar con un panorama claro de cuáles son las principales ventajas y desventajas que existen para las compañías al estar listadas en la Bolsa de Valores de Colombia actualmente. Por el lado de las ventajas, se encuentran principalmente: i) Código de Buen Gobierno Corporativo establecido, claro y robusto, ii) Acceso a capital y diversificación de recursos y iii) Prestigio y reputación. Mientras que, por el lado de las desventajas se encuentran principalmente: i) Departamento de atención al inversionista, revelación de información y alto costo de estar listado y ii) Difícil manejo de socios minoritarios y mercado limitado.

Por último, se considera que es indispensable contar con unos ejemplos de compañías que hicieron todo el proceso de listarse en la Bolsa de Valores de Colombia y además segmentarlas como un éxito o fracaso dependiendo de las condiciones que se hayan presentado en el mercado. Para los casos de éxito se obtuvieron como ejemplo Ecopetrol S.A. e Interconexión Eléctrica S.A. (ISA), mientras que para los casos de fracaso se obtuvo como ejemplo Avianca Holdings S.A.

Para concluir, se encuentra que el acceso al Mercado de Valores en Colombia es muy limitado, tanto para empresas como inversionistas, dadas diferentes circunstancias como la alta regulación, los altos costos de estar listado y la alta reglamentación que existe, la cual limita al mercado de cierta manera. En cierta medida, el Mercado de Valores no está siendo visto como una opción viable para obtener financiación dados los altos obstáculos que se encuentran en el mismo, por lo que, con el paso de los años, cada vez menos compañías se encuentran listadas en el mercado.

Como recomendación final de trabajo, se considera que podría ser una buena alternativa la creación de una rueda de negocios especial, en la bolsa Bolsa de Valores paralela a la actual, donde se generen mejores condiciones de mercado, menores reglamentaciones, menores regulaciones y mayores incentivos por parte del Gobierno Nacional, lo cual generará una cultura de Bolsa, donde pequeñas, medianas y grandes compañías pueden listarse y además donde las personas naturales empezarán a ver el mercado como una buena alternativa de ahorro e inversión.

Dedicatoria

Este trabajo de grado será dedicado a todas las personas que han sido parte de nuestra formación financiera, al Colegio de Estudios Superiores de Administración por una excepcional formación académica y especialmente a Ana María Fajardo, nuestra directora, ya que con mucha dedicación nos ofreció su tiempo para el desarrollo de un buen contenido que permita entender mejor qué ha pasado con el Mercado Bursátil en Colombia.

Introducción

En el comienzo de esta investigación se tenía en cuenta el hecho de que la concentración accionaria, que atenta contra la liquidez y el pequeño inversionista y la falta de confianza y cultura de inversión dentro de la población colombiana han generado que las empresas no tiendan a financiarse por medio de la emisión de acciones, a pesar de que esta podría ser una buena alternativa para reducir el peso de la deuda en sus finanzas.

Se realizó una revisión bibliografía existente sobre este tema y se complementó con entrevistas a personas expertas en el tema para poder usar la nueva información como una herramienta que ayudara a tener información clara sobre cómo ha funcionado el mercado de valores a lo largo de la historia en Colombia, entender cuáles han sido las razones que han generado que la gran mayoría de compañías colombianas no tiendan a endeudarse por medio de la emisión de acciones, y tener claras las características que debe tener cada empresa –según su tamaño, para poder emplear este método, además de resaltar las ventajas que ofrece, y las desventajas que presenta.

Entonces, teniendo en cuenta dicha situación, se puede evidenciar la problemática de que, en Colombia, la mayoría de empresas no tienden a financiarse por medio de la emisión de acciones en la Bolsa de Valores a pesar de que esta podría ser una buena alternativa para reducir el peso de la deuda financiera en su situación financiera, y se puede empezar a cuestionar ¿Por qué la mayoría de empresas colombianas no usan la Emisión de Acciones como una fuente de financiación rápida, confiable, segura y eficaz?

El objetivo general de esta investigación fue determinar las principales razones por las cuales la mayoría de empresas en Colombia no ven la emisión de acciones como una fuente de financiación rápida, confiable, segura y eficaz. Y este objetivo se verá desarrollado a lo largo de la monografía en cinco objetivos específicos: (i)

Contextualizar al lector sobre la historia del mercado bursátil en Colombia y llevarlo a la actualidad para poder entender qué ha pasado con la tendencia de las empresas a financiarse por medio de la emisión de acciones en el mercado de valores; además de comprender los procesos, regulaciones y controles que existen en el país a la hora de hablar de Emisión de Acciones. (ii) Entender qué métodos de financiación son los más usados por las empresas en Colombia según su tamaño, para saber qué es lo que más les conviene en cada circunstancia. (iii) Enfatizar en cuáles son las ventajas y desventajas de la financiación por medio de la emisión de acciones en términos de tamaño de empresa, costos de financiación y casos de éxito y fracaso. Y, (iv) Poder concluir cuál es la mejor forma de financiación para cada empresa según su tamaño y su situación económica.

1. Revisión de Literatura

1.1 Financiación Empresarial

En una empresa siempre existirá la necesidad de invertir en el desarrollo de sus actividades, bien sea en capital humano, intelectual, tecnológico o cualquier otro tipo de aspecto que esté relacionado con el desempeño de su operación; y para eso deben buscar recursos financieros que cubran dichas inversiones. (Baños-Caballero, S. & García-Teruel, P.J. 2014). Las fuentes de financiación de una empresa pueden ser internas (propias) o externas (ajenas), las primeras son utilidades no repartidas, capitalizaciones (emisión de acciones) o la propia inversión de los socios, y las segundas se dan a través de préstamos de entidades que no son parte de la compañía como por ejemplo Créditos Bancarios. (Cabrera-Quilambaqui, I.A. 2015).

El problema de la elección óptima de la estructura de financiación de una empresa fue formalizado por primera vez por Modigliani y Miller en 1958. En su trabajo investigativo hablaron sobre la financiación por medio de la deuda insistiendo en que las altas directivas deben hacer un balance entre los beneficios y costos de la deuda para llegar a la estructura de capital óptima. Pero no basta solo con hacer dicho balance, también es necesario tener presente el tamaño de la compañía y crear la estrategia que menos peso le imponga, con el fin de obtener buenos indicadores que le den valor (Dang, Li Yang. 2018), y es por estas razones que es importante desarrollar esta variable a lo largo del trabajo de investigación.

En un artículo que habla sobre el análisis empírico de la financiación de nuevas empresas en Colombia, se emplea el concepto de que el ciclo de vida en que se

encuentra una empresa particular afecta su estructura de capital óptima, y se someten a prueba varias hipótesis respecto a la forma en que se financian dichas empresas; para concluir que en diferentes etapas de la vida, las empresas emplean con variada intensidad distintas fuentes de financiación, y que las empresas no tienen una sino varias estructuras de capital óptimas, dependiendo de la etapa del ciclo en el que se encuentren. (Barona, B., & Rivera, J.A. 2012).

Por ejemplo, en las empresas de categoría más joven, la principal fuente de financiación la constituye la inversión de los dueños, en tanto que en las empresas de edad mediana las utilidades retenidas cobran la mayor importancia. Se observó también que la financiación informal o extra bancaria es más importante en las empresas más jóvenes, pero su peso relativo se reduce en las de edad mediana, cuando las utilidades retenidas cobran mayor relevancia, y posiblemente se usan para reemplazar parte de este pasivo. (Barona, B., & Rivera, J.A. 2012). Es importante tener esta información en cuenta, ya que probablemente existen empresas que no están en una etapa óptima para emitir acciones, y por eso su tendencia puede cambiar hacia financiarse por otros medios.

En otro artículo, que habla sobre los principales factores de éxito para la colocación de acciones por empresas medianas en el Mercado de Valores, se hace énfasis en que algunas de ellas no están siendo contempladas en la actual regulación y se dan recomendaciones para impulsar este segmento del mercado, para concluir que en un contexto donde se busca que las entidades del sistema financiero brinden tasas de interés más competitivas, en lugar de proponer la regulación de topes a dichas tasas, resulta mejor potenciar el Mercado de Valores y, de esta manera, hacer que compita con el

sistema financiero (Pineda-Galarza, J. 2017), lo que es pertinente en esta investigación, porque apoya el hecho de que las medianas empresas sí podrían obtener ventajas de financiarse por este medio.

Ahora bien, para tener una mejor claridad, y poder hacer un desarrollo más profundo posteriormente, es importante entender también que no todas las empresas tienen las mismas características, y que dependiendo de sus estructuras les favorece más un método de financiación contra otro, como se explicó anteriormente. Entonces, hay que entender, en primer lugar, los diferentes tamaños de empresas que existen en Colombia:

Tabla 1 – Tamaño de Empresas Según Activos Totales

Empresa	No. trabajadores	Activos Totales
Microempresa	Menos de 10	Hasta 500
Pequeña	Entre 10 y 50	Superior a 500 y hasta 5.000
Mediana	Entre 50 y 200	Superior a 5.000 y hasta 30.000
Grande	Más de 200	Superior a 30.000

Fuente: Bancoldex, 2018. Salario Mínimo 2018: \$781.242

Esta información servirá a lo largo de la monografía porque se tendrá que hacer una discriminación de cada uno de los tipos de empresa para ver cómo se adaptarían a la financiación por medio de la emisión de acciones.

1.2. Mercado Accionario

Como se mencionó anteriormente, una de las dos formas de financiación es la que emplea recursos internos de la compañía, y esta a su vez se puede emplear por medio de la capitalización, la cual consiste en que una compañía pone a la venta un

porcentaje de ésta en forma de acciones, que tienen un precio volátil el cual aumenta o disminuye dependiendo de muchos factores, pero especialmente de la demanda que tenga, para que distintas personas las compren. De esta manera, la compañía obtiene fondos que puede usar para financiar distintos tipos de inversiones que tenga que realizar. (Lemmon, M. Xiaolei Liu, L. Qinghao Mao, M. & Nini, G. 2009).

Esta forma de financiación ha cambiado a lo largo de los años, ya que las tendencias de inversión han evolucionado con el tiempo, según el contexto en el que se encuentre la economía. La historia de las tendencias de inversión indica que en la década de 1930 se trataba de jugar grandes cambios en el ciclo económico (comprar a bajo precio y vender cuando este estuviera en su punto máximo), en la época de la Segunda Guerra Mundial se usaba como ventaja la depresión económica, y se compraban varias acciones para que cuando el mercado mejorará se pudiera obtener una alta ganancia, mientras que después de 1950, se empezó a ver la tendencia de invertir en industrias con potencial, y esto es algo que se sigue viendo hoy en día, sin embargo, actualmente estas tendencias se han visto afectadas por la inflación, que reduce la ganancia por venta de acciones y por el hecho de que a nivel global cada vez hay más competencia que genera que los precios de las acciones disminuyan y no sean tan volátiles como en el pasado. (Good, W. R. 1972). Es importante conocer sobre dichas tendencias de inversión de principios del siglo 20, ya que son el punto de partida del comportamiento actual, que es un factor prioritario a considerar a la hora de decidir entrar en el Mercado de Valores.

En el mundo hay muchos países que cuentan con Bolsas de Valores fuertes, a las cuales pueden entrar muchas compañías, de todos los tamaños y características. A

continuación, se puede observar una tabla que muestra cuáles son las Bolsas de Valores más grandes según el nivel de capital emitido para el año 2017 en el mundo:

Tabla 2 – Principales Bolsas de Valores en el Mundo

Bolsa	Número de Empresas Listadas	Capitalización Bursatil (Bill USD)
Bolsa de Nueva York	2.800	21,3
NASDAQ	3.800	9,6
Bolsa de Shangai	1.200	5,0
Bolsa de Londres	3.000	4,3
Bolsa de Toronto	1.600	2,5
Deutsche Borse	800	1,5

Fuente: Banco BBVA, 2018

En esta tabla se puede observar cómo es que una bolsa de valores funciona adecuadamente: con muchas empresas listadas que le den variedad al inversionista y vuelvan más volátil y competitivo el sistema, a diferencia de lo que pasa en Colombia, que será explicado posteriormente.

Por otro lado, esta fuente de financiación ayuda a las compañías a valorizarse, ya que al disminuir sus pasivos bancarios, aumenta el *Equity Value*, y por ende, mejoran sus indicadores (Lemmon, M. Xiaolei Liu, L. Qinghao Mao, M. & Nini, G. 2009). Sin embargo, en un país como Colombia se han visto ciertas dificultades a la hora de poner en práctica este tipo de financiación, especialmente porque como lo indica un artículo que habla sobre modelos alternativo de financiamiento para Pymes (Mercado de Valores), las barreras de entrada y permanencia son difíciles de enfrentar para empresas que no cuenten con un alto nivel de capital, pero aun así concluye que para lograr un incremento, fortalecimiento y desarrollo del mercado de capitales colombiano en cuanto

a su productividad, profundización y/o inclusión, las pymes deben desempeñar un rol importante en este mercado, como medio de financiamiento principal para ellas.

(Mayorga, J. & Alba, M. 2015).

Para contextualizar mejor sobre el tema de emisión de acciones en Colombia, es necesario partir de que la entidad financiera responsable del mercado accionario en el caso colombiano se trata de La Bolsa de Valores de Colombia (BVC), que nació en el 2001 gracias a la unificación de la Bolsa de Bogotá (1928), la Bolsa de Medellín (1961), y la Bolsa de Occidente (Cali, 1983). Esta fusión se dio con el objetivo de estandarizar los clientes y las transacciones, para lograr más orden, seriedad, y, especialmente, para aumentar el capital (Valencia, G. 2014).

Sin embargo, el hecho de que se hubieran unido todas las bolsas no mejoró la situación del todo, ya que en el Mercado Bursátil colombiano se han evidenciado dos problemas significativos a lo largo de su historia; el primero, la concentración accionaria que atenta contra la liquidez y el pequeño inversionista y el segundo, la falta de confianza y cultura de inversión dentro de la población (Mayorga, J. & Alba, M. 2015).

Sin dejar a un lado el hecho de que para el inversionista –que es la persona que compra acciones- también existen una serie de problemas, como la falta de cultura de buen gobierno en las empresas, la calidad de reportes de gestión, y la accesibilidad a la información, haciendo énfasis en la protección al inversionistas minoritario (Fajardo, A.M,).

En Colombia existen cientos de miles de empresas, pero únicamente 69 de ellas se encuentran listadas en la bolsa, y pueden financiarse por medio de la emisión de

valores. (BVC, 2018) y esta es una rotunda evidencia del problema que enfrentan la mayoría de compañías a la hora de entrar al Mercado de Valores. A continuación, se puede observar una tabla que muestra las 10 empresas que más mueven el mercado colombiano según su monto de capitalización:

Tabla 3 – Empresas que Mueven el Mercado de Colombia

Empresa - (Cifras en Millones de COP)	Capitalización
Ecopetrol S.A.	126.639
Bancolombia S.A.	34.742
Grupo Aval Acciones y Valores S.A.	25.810
Banco de Bogotá S.A.	20.871
Grupo inversiones Suramericana	20.361
Empresa de Energía de Bogotá S.A. E.S.P.	17.398
Interconexión Eléctrica S.A. E.S.P.	15.530
Grupo Argos S.A.	14.631
Grupo Nutresa S.A.	12.193
Cementos Argos S.A.	10.364

Fuente: Bolsa de Valores de Colombia (BBC), 2019

(decreto 1019, 2014)

El segundo mercado en Colombia está regulado desde los años 1990 (Resolución 400 de 1995). Se caracterizaba por los menores costos de la información a divulgar, pero por la restricción de acceso solamente a inversionistas calificados y porque no fue una fuente de financiamiento asequible para las pymes. El Fracaso de la medida fue reconocido y de esta inconformidad nació el Decreto 1019 de 2014 que tiene por objeto ampliar en número y diversidad los emisores que puedan acudir a este mercado, ya que flexibiliza los trámites para emitir títulos valores y esta iniciativa está logrando reducir

cada vez más los costos con los que cargan las compañías si deciden empezar a usar este método de financiación. (Blanco, C.2014)

1.3. Beneficios de emitir acciones

Como se ha mencionado anteriormente, para lograr tomar una decisión óptima, es indispensable y necesario que las directivas de las compañías realicen profundos análisis sobre las diversas opciones que existen para financiarse, teniendo en cuenta las ventajas y desventajas que ofrece cada una de ellas. En el caso de salir al Mercado de Valores y emitir acciones, existen ciertas ventajas que pueden hacer de este mercado uno muy atractivo para los empresarios, tanto a corto, como largo plazo. (Salinas, S. N.D.).

La observación de dichas ventajas de estar listado en el Mercado de Valores y de emitir acciones puede llegar a ser subjetiva en algunas ocasiones, dependiendo de la situación por la cual este atravesando la compañía y además de los beneficios que estén buscando sus directivas. En muchas ocasiones, el hecho de estar listado en La Bolsa y estar presente en el Mercado de Valores a través de la emisión de acciones, tiene ciertos beneficios que resultan ser de gran importancia como: i) financiamiento, ii) imagen y reputación, iii) mejora de endeudamiento y iv) liquidez. (Salinas, S. N.D.).

Estas ventajas, según Salinas, recalcan en que, en primer lugar, las compañías pueden llegar a tener una financiación ciertamente simple y económica, donde las tasas de interés y los plazos van a ser menores que en el mercado financiero tradicional (entidades bancarias). De la misma manera, la imagen de la compañía va mejorar notablemente. Esto es, porque el hecho de estar en el Mercado de Valores es una muestra de solidez y estabilidad para los inversionistas ya que tienen que emitir reportes

públicos que les exigen una mayor transparencia, por lo que la imagen se verá beneficiada ampliamente.

Frente a esto, las compañías listadas en La Bolsa deben tener unos mejores estándares de gobierno corporativo (unos más alto y sólidos), por lo que su percepción frente al público e inversionistas será mucho mejor. (Gutiérrez, H., & Pombo, C., 2009). En cuanto al tema de ver una mejora en el nivel de endeudamiento de la compañía, al emitir acciones en el Mercado de Valores no se obtiene una obligación financiera (pasivo), por el contrario, se habla de un aumento del capital (patrimonio), por lo que los niveles e indicadores financieros de la compañía mejoran. El hecho de que las compañías no pongan en riesgo sus indicadores financieros logra que su calificación frente a las entidades financieras se mantenga positiva. (Mayorga, J. & Alba, M. 2015).

Por último, el tema de la liquidez resulta ser un factor indispensable. Cuando las compañías se encuentran listadas en un Mercado de Valores, logran obtener liquidez con mayor facilidad. Esto es, principalmente, porque al estar en el mercado obtienen recursos de acuerdo a la manera como se está moviendo este (volatilidad), es decir, si en el mercado la oferta y la demanda se encuentran en cierto equilibrio, las acciones tienen movimiento y se pueden vender y colocar con facilidad, lo que resulta muy provechoso para las compañías ya que en los momentos que estas requieran recursos, los podrá obtener sin mayor inconveniente. El hecho de estar listadas, hace que las compañías logren tener acceso a la liquidez del mercado y tengan la capacidad de financiarse por medio de esta. (Agudelo, A. 2010).

1.4. Desventajas de emitir acciones

Así como existen ventajas para las compañías que emiten acciones en los diversos mercados de valores, también existen algunas exigencias o requisitos que resultan ser desventajas y obstáculos. Es imprescindible aclarar que existen algunas desventajas que se pueden dar dependiendo del mercado en el cual se quiera entrar y de la compañía que quiera entrar al mismo. En concreto se hablará de ciertas barreras generales que aplican para cualquier Mercado de Valores y además se especificará sobre el de Colombia. Las principales desventajas de las cuales se hablarán se resumen en: i) dificultad de ingresar al mercado, ii) baja capacidad de mercado y iii) gastos asociados. (Barona, B., & Rivera, J.A. 2012).

En primer lugar, existen mercados de valores como el colombiano donde las barreras de acceso son muy altas, donde existen un número muy limitado de compañías listadas y donde los niveles de transacción son muy bajos. De la misma manera, el Mercado de Valores de Colombia en específico cuenta con altas exigencias para lograr entrar al mismo, por lo que se vuelve complejo y altamente desgastante para las compañías, específicamente pequeñas y medianas. (Barona, B., & Rivera, J.A. 2012).

Por otro lado, en los últimos años ha existido una fuerte tendencia de desconfianza en los mercados financieros a nivel mundial. En el caso particular de Colombia, los escándalos de corrupción han logrado que los inversionistas, tanto locales como extranjeros se abstengan a invertir en el Mercado de Valores, por lo que los niveles de transacciones diarias son muy bajos y las compañías que tienen realmente

movimiento de sus acciones son contadas, por lo que el mercado no demuestra una solidez que sirva de incentivo para querer entrar en él. (Sandoval, H., 2014).

Así mismo, al momento de realizar una emisión de acciones en el Mercado de Valores se incurre en unos gastos asociados, los cuales en muchas ocasiones resultan ser muy costosos para las compañías. El hecho de salir al mercado y emitir acciones conlleva un proceso de preparación de la compañía, donde generalmente se contrata un especialista (banca de inversión) para que realice este proceso, el cual tiene unos honorarios altos. (Salinas, S. N.D.). Además de este gasto, se incurren en constantes inversiones en manejo de la imagen y de la información. El hecho de estar listado en el Mercado de Valores representa grandes retos para el manejo de la información, por lo que las compañías suelen incurrir en gastos de departamentos enteros trabajando en reportes e informes de información. (Agudelo, R. 2011).

La pertinencia de las variables mencionadas anteriormente es que las cuatro tienen que ver específicamente con el análisis que las compañías tienen que realizar para lograr tomar una decisión con respecto a entrar o no en el Mercado de Valores. Frente a esto, la principal razón por la cual una compañía decide emitir acciones es lograr conseguir una financiación y un aumento de su capital, para así poder financiar sus actividades e inversiones. De la misma manera, es indispensable entender qué es el mercado accionario, cómo funciona y además tener en cuenta sus principales características.

Para lograr realizar una acción de cualquier tipo, es importante entender el alcance de la misma y para una compañía es indispensable saber en qué mercado está

incursionando, por lo que el hecho de entender el Mercado de Valores ayudará a comprender los beneficios o desventajas que este le ofrece, y si es apta para entrar en él. (Uribe, J.M. 2007).

Para tener un entendimiento completo del panorama y determinar si las compañías tienden a listarse o no, es indispensable entender todo el entorno que gira alrededor del Mercado de Valores, lo cual incluye comprender: i) por qué se usa, ii) qué es y cómo funciona, iii) ventajas y iv) desventajas. Para realizar este tipo de análisis es importante también entender el tipo de mercado, tamaño, liquidez y concentración. La actualidad de las compañías listadas en bolsa y el tamaño del mercado, en el caso colombiano, es una muestra de por qué se ha visto la baja tendencia de listarse y en general los mercados latinoamericanos no se encuentran en una situación favorable. (Uribe, J.M. 2007).

2. Metodología

Para el desarrollo de esta investigación se tomó la decisión de realizar un análisis cualitativo, especialmente se formularon e implementaron entrevistas a distintas personas involucradas en la temática, que tuvieran experiencia con el Mercado Variable.

El perfil de las personas entrevistadas fue: hombres y mujeres colombianos entre un rango de edad de 25 a 60 años (La razón por la cual se decidió un rango tan amplio en edades es porque esto ayudaría a comprender cómo ha cambiado la percepción de financiación entre las distintas generaciones), que alguna vez hayan estado en el proceso de decisión de financiación de una compañía, personas expertas en el mercado bursátil, o personas independientes (inversionistas) que pudieran ayudar a entender la percepción de los colombianos frente al Mercado de Valores, ya que es importante conocer a quienes hacen que este mercado se mueva constantemente, y son ellos los que terminan financiando a las compañías. Los perfiles de estas personas, que justifican la pertinencia de su experiencia en la investigación está en el Anexo 1.

En este caso, se empleó un tipo de muestreo por conveniencia, ya que las personas entrevistadas son personas con un alto conocimiento del tema y aportaron información relevante a este trabajo. Se realizaron 8 entrevistas a personas expertas en financiación, emisión de acciones, comercialización de acciones, financiación bancaria e inversionistas. El banco de preguntas con el cual se estructuró cada entrevista está en el Anexo 2.

Finalmente, el objetivo era analizar las respuestas de los entrevistados de dos formas (desde las compañías y desde los inversionistas), entonces en primer lugar se

recopiló toda la información, para poder encontrar puntos en común entre ambas posiciones; y posteriormente, se realizó un escrito con los puntos más importantes encontrados al unificar toda la información, el cual sirvió para darle cuerpo a la investigación, y así poder brindar claridad y argumentos a cada una de las temáticas a indagar.

3. Contexto del Mercado de Valores: el caso de Colombia

Para poder abarcar la historia del Mercado de Valores Colombiano, es pertinente comenzar por explicar que el sistema financiero colombiano está conformado principalmente por cuatro mercados: Mercado Monetario, Mercado de Divisas, Mercado de Capitales y Otros Mercados Financieros. El Mercado en el cual se centra esta investigación es el de capitales, que busca que las personas que necesitan recursos se pongan en contacto con las personas que están dispuestas a entregarlos con la expectativa de obtener un rendimiento. (AMV, 2012)

El mercado de capitales cuenta con dos mecanismos diferentes para poner en contacto a las personas que demandan y ofrecen los recursos: el Mercado Bancario y el Mercado de Valores, el primero se caracteriza porque una entidad intermediaria capta los recursos del público los captan del público directamente. Ahora bien, haciendo más énfasis en la temática de la investigación, es importante enfocarse en el Mercado de Valores, cuyo objetivo fundamental es que las empresas y/o el Gobierno puedan obtener los recursos que necesitan para financiarse y realizar sus proyectos. (AMV, 2012).

Para tener más claridad sobre qué se transa en este mercado, se puede entender como un valor “todo derecho de naturaleza negociable que haga parte de una emisión, cuando tenga por objeto o efecto la captación de recursos del público” (Ley 964 de 2005) Es decir, un título que hace que una persona sea dueña de un activo, y que lo pueda vender o comprar en cualquier momento, según su necesidad. Algunos ejemplos de valores podrían ser: Las acciones, los bonos, los papeles comerciales, los certificados de depósito de mercancías, cualquier título o derecho resultante de un proceso de

titularización, cualquier título representativo de capital de riesgo, los certificados de depósito a término, las aceptaciones bancarias, las cédulas hipotecarias, o cualquier título de deuda pública, entre otros. (Guerrero, D. 2019)

Entonces cuando una empresa decide utilizar la financiación por medio de la Emisión de Acciones debe entrar a ser parte del Mercado de Capitales. Este método de financiación consiste en que una compañía pone a la venta un porcentaje de ésta en forma de acciones, que tienen un precio volátil el cual aumenta o disminuye dependiendo de muchos factores, pero especialmente de la demanda que tenga, para que distintas personas las compren, y de esta manera la compañía obtiene fondos que puede usar para financiar distintos tipos de inversiones que tenga que realizar. (Lemmon, M. Xiaolei Liu, L. Qinghao Mao, M. & Nini, G. 2009).

Ahora es importante entender dónde se emiten las acciones, es decir en la entidad financiera responsable del mercado secundario de cada país. En el caso colombiano se trata de La Bolsa de Valores de Colombia (BVC), que nació en el 2001 gracias a la unificación de la Bolsa de Bogotá (1928), la Bolsa de Medellín (1961), y la Bolsa de Occidente (Cali, 1983). Esta fusión se dio con el objetivo de estandarizar los clientes y las transacciones, para lograr más orden, seriedad, y, especialmente, para aumentar el capital (Valencia, G. 2014)

Usar la emisión de acciones como método de financiación permite la canalización directa de los fondos del inversionista al empresario, sustituyendo la participación del intermediario financiero por la del intermediario bursátil, y como las comisiones bursátiles -parte de los costos de transacción del mercado de valores- son

usualmente menores que el *spread* bancario, podría esperarse, en principio, que el financiamiento a través de la emisión de acciones pueda obtenerse a tasas eventualmente más bajas que las del sistema bancario. (Salinas, S. S.F.).

Sin embargo, es importante señalar que el costo que recae sobre una compañía al emitir acciones no es precisamente más conveniente en todos los casos, ya que, para poder encontrar un verdadero ahorro, bajo las circunstancias colombianas, una empresa debe emitir un monto significativo que esté por encima de los \$300.000 millones de COP, de lo contrario, terminaría siendo menos costoso pedir un crédito bancario. (Acosta, J.R., 2019). Es por esta razón que en este punto de la investigación se puede empezar a analizar distintas situaciones, tales como: Si una empresa como Crepes & Waffles necesita \$20.000 millones de COP para abrir dos restaurantes nuevos tendría que escoger entre emitir acciones, que será un proceso significativamente más largo y que por todos los actores que deben participar en la estructuración y colocación le significará unos costos de aproximadamente COP\$5.000 millones, o aceptar el prestamos de cualquier gerente comercial de un banco, y al decir cualquier gerente se hace referencia a que es una empresa grande que tiene una situación financiera atractiva para cualquier banco (garantías, flujo de caja, crecimiento, etc.), pero que no necesita de altos montos de dinero para financiar sus operaciones, entonces recibe varias propuestas de créditos bancarios y tiene la facilidad de escoger la menos costosa. (Acosta, J.R., 2019). Sin embargo, hay algo que se debe rescatar en este método, y es que sea cual sea la situación de una compañía mejora sus indicadores de endeudamiento y le da una mayor y constante liquidez (Salinas, S. S.F.).

Ahora bien, los costos en los que incurre una compañía que se financia por medio de la emisión de acciones son: la valoración, la banca de inversión, la inscripción en bolsa, el administrador de emisión de acciones, la comisión de venta, un asesor legal, el mercadeo y la promoción, pero según Sandra Castro, experta en estructuración de emisiones de acciones, una compañía que quiere emitir incurre especialmente en un alto costo después de realizar la emisión, porque debe mejorar toda su relación con los inversionistas y brindarles fácil acceso a información de la compañía, y para lograrlo debe invertir en tecnologías avanzadas de sus páginas web, en un buen canal de prensa, en hacer los informes llamativos y no monótonos y especialmente en una Junta Independiente que le dé la certeza al inversionista de la transparencia de la compañía. Por otro lado, los costos en los que incurre un inversionista al comprar acciones son: la comisión de compra y venta en mercado secundario, y la administración en el Depósito Central de Valores, aunque generalmente en la adquisición primaria la comisión la paga el emisor, pero a este respecto en Colombia existen dos limitantes significativas según Diego Guerrero, experto en asesoría de inversión: en primer lugar, a un inversionista que decida invertir su dinero en este país siempre le ha tocado contar con una carga monetaria alta resultado del deber de asesoría profesional personalizada; es decir, si un inversionista desea crear un portafolio de inversión en acciones debe ir a una Comisionista de Bolsa, que es la encargada de comerciar los valores, y buscar un asesor que le especule y lo aconseje sobre dónde y cómo invertir.

Pero además, esta situación se agrava ya que la tendencia en el país ha sido que las Entidades Bancarias sean las principales dueñas de la mayoría de Comisionistas de Bolsa, lo que impide que pueda existir una alta variedad de oferta en este sector y trae

como consecuencia que los costos de las transacciones, al no tener competencia, no sean los más atractivos, ya que no existe un incentivo para las Comisionistas para ofrecer mejores tarifas al inversionista. Pero de esta situación se debe rescatar el hecho de que un banco tiene la posibilidad de manejar una economía de escala que le facilita los procesos, y por la falta de esta es que muchas de las pequeñas comisionistas bancarias que existían hace poco más de una década fracasaron. (Acosta, J.R., 2019)

Pero esto no es todo, la razón por la cual la arquitectura del mercado colombiano no sea la más eficiente es por lo poco flexible que es la regulación frente a este tema, y como prueba de esto se puede observar como aproximadamente un 70% de los ingresos de la BVC se generan por los cobros que le hace a las comisionistas de bolsa, pero lo más impactante es que aproximadamente el 65% de estos cobros son los referentes a las transacciones de renta variable ¿Sera esta una coincidencia? Que el mercado de renta fija no tenga tan altos costos como el de renta variable y que sea más eficiente. (Guerrero, D. 2019)

Mientras que los Costos Transaccionales en Estados Unidos son de medio dólar por operación, en Colombia un inversionista debe pagar un promedio aproximado de \$80.500 COP por transacción efectuada, y como consecuencia de estos altos costos se puede observar como en el mercado Estadounidense una persona que tenga más del 2.3% de una compañía es accionista mayoritaria, mientras que en Colombia tan solo un Fondo de Pensiones puede llegar a tener el 10% de una compañía, lo que demuestra que las acciones de las compañías en este país se reparten entre muy pocos, y como evidencia de esta situación está el hecho de que 29 inversionistas operan el 50% del mercado. Pero ¿Por qué pasa esto? Hace una década el 38% de los inversionistas eran

personas naturales, mientras que hoy en día no superan el 8% del total, lo que evidencia la existencia de una concentración accionaria que atenta contra la liquidez de los inversionistas que son personas naturales, ya que para poder obtener retornos significativos de una inversión es necesario participar en un mercado imperfecto que opere con muchos participantes en pequeñas proporciones, más que en uno que esté en manos de pocos inversionistas. (Guerrero, D. 2019)

A este respecto, Pedro Barrera y Christian Fandiño, dos inversionistas naturales que invierten en acciones, coincidieron en que no todas las personas pueden invertir en renta variable porque los montos de inversión mínima son muy altos, y de no tener suficientes recursos, no vale la pena hacerlo (más de 10 millones de COP). Además, Christian, que invierte en acciones colombianas aseguró que en su percepción deberían existir creadores de mercado que aumenten la liquidez de este, y que la clave para obtener buenos resultados en este mercado es tener paciencia y, a diferencia de otros mercados, no mover el portafolio constantemente, sino muy esporádicamente, dada la baja liquidez de los títulos. Pedro, por su parte, invierte en Estados Unidos y Holanda, porque le gustan más los mercados con alta volatilidad y liquidez, y esto es algo que la BVC no le ofrece.

En el Mercado Bursátil colombiano se ha evidenciado además la falta de confianza y cultura de inversión dentro de la población (educación financiera), ya que existe una mala percepción sobre la premisa de seguridad-ahorro, los colombianos prefieren obtener un rendimiento inferior sobre sus inversiones siempre y cuando tengan la certeza de obtenerla, razón por la cual terminan invirtiendo su dinero en otras alternativas más seguras tales como un CDT (Certificado de Depósito a Término) o una

cuenta de ahorros, que les ofrecen tasas de retornos más bajas, ya que debido a la alta volatilidad del precio de una acción, los inversionistas que las compran se ven enfrentados a asumir un riesgo alto que les permite ganar mucho más dinero del que invirtieron si el precio de la acción aumenta, o por lo contrario, perder dinero si el precio disminuye. (Lemmon, M. Xiaolei Liu, L. Qinghao Mao, M. & Nini, G. 2009).

Por esta razón, las personas que tengan una aversión alta al riesgo son las indicadas para comprar acciones seguras, según Juan Camilo Galván, experto en manejo de portafolio de inversión a nivel internacional y nacional, a esta situación se le suma otro problema, Según Sandra Castro, y es que los casos de corrupción como el de Interbolsa (mayor comisionista que ha existido en el país), el de Profesionales de Bolsa, y el de Global Securities Comisionista de Bolsa, que ocurrieron en los últimos 6 años, han hecho que la mayoría de inversionistas, colombianos y extranjeros, pierdan la confianza en la Bolsa de Valores de Colombia y también han generado una especie de escepticismo que trae como consecuencia que la gente pierda la credibilidad en el mercado, y que por ende, las empresas no lo vean como una buena alternativa, pero no es solo esta situación la que frena a las compañías a listarse; las grandes empresas colombianas son compañías que han sido tradicionalmente familiares desde sus inicios y la misma cultura que caracteriza al colombiano genera que quienes son parte de la junta directiva de estas compañías y que las han manejado desde sus inicios sientan desconfianza de cumplir con los requisitos que les exige la regulación para poder emitir acciones: ellos no se sienten cómodos volviendo públicas sus finanzas, y mucho menos accediendo a crear una Junta Independiente que regule la situación de la compañía, para

muchas empresas tradicionales es difícil dar el paso ya que no es cómodo volver pública su información, y mucho menos darle voz y voto a cualquier persona.

Una buena solución implementada para el tema del miedo a soltar una compañía a varios inversionistas fue la aparición de las Acciones Preferentes, que ofrecen dividendos, pero que impiden el derecho a votar; sin embargo, esta barrera tradicional y común en el caso colombiano ha impedido que empresas con un alto potencial de usar este método de financiación no hayan recurrido a usarlo. (Castro, S. 2019)

Por ejemplo, Grupo Carvajal fue una de esas empresas que se demoró en tomar la decisión, pero que tras tomarla se dio cuenta que le traía beneficios, pero en este ejemplo se puede evidenciar otra situación que caracteriza al Mercado colombiano: desde el momento en que esta compañía decidió emitir acciones hasta el momento en que estas salieron al mercado pasaron siete años (2005-2012), y esta demora se da por la unión de todas las falencias que se han mencionado anteriormente, porque si no existieran tantos obstáculos el proceso de emisión sería mucho más rápido. (Castro, S. 2019)

Para entenderlo mejor, se explicará resumidamente en cinco pasos qué debe hacer la compañía que quiere emitir acciones: i) Fase de Perfilamiento en la cual se define la razón por la cual se va a emitir ¿en qué se invertirán los recursos recaudados? Para este momento se deberá crear una Junta Independiente cuya finalidad será brindar transparencia en el proceso. ii) El proceso de valoración, en el cual una Banca de Inversión analizará la situación financiera de la compañía junto con varios aspectos que la afecten del entorno para ver cuál es el valor de la compañía. iii) La fase de estructuración, que se centrará en cuánto se debe emitir y de qué forma. iv) La fase de

mercadeo y promoción, que ayudará a dar a conocer la noticia de la emisión ante el mercado objetivo de la manera más eficiente. Y v) La colocación, en la cual empezaran a comercializarse las acciones. Teniendo claro este resumen de los pasos que se deben llevar a cabo para emitir acciones queda la duda de ¿Por qué una empresa como Grupo Carvajal tardó tanto en llevar a cabo la emisión? Principalmente por los frenos que impone la regulación inflexible y por la cultura de los dueños fundadores de no volver públicas sus finanzas y estrategias de crecimiento. (Castro, S. 2019)

En Colombia existen cientos de miles de empresas, pero únicamente 69 de ellas se encuentran listadas en la bolsa, y pueden financiarse por medio de la emisión de valores. (BVC, 2018) y esta es una rotunda evidencia del problema que enfrentan la mayoría de compañías a la hora de entrar al Mercado de Valores, y es la razón por la cual cada vez están saliendo a la luz más leyes que ofrecen mejores condiciones para las pequeñas empresas que vean la Emisión de Acciones como una opción de financiamiento, como por ejemplo el decreto 1019 de 2014, que, entre otras cosas, reduce el monto de patrimonio exigido para poder entrar al Mercado de Valores.

Estas iniciativas están logrando reducir cada vez más los costos con los que cargan las compañías si deciden empezar a usar este método de financiación, pero siguen sin ser suficientes porque comprar y vender acciones sigue siendo poco atractivo para un inversionista que no cuente con sumas muy elevadas para invertir.

En temas financieros, donde se está jugando con el dinero de los inversionistas, la credibilidad y confianza son aspectos claves y determinantes. Esto puede explicar el bajo número de inversionistas que existen en el mercado de valores colombiano, lo cual

en últimas terminan afectando al número de compañías que se quieren listar en la bolsa y utilizar el mercado de valores como un método de financiación. (Sandoval, H. 2014).

Entonces, todo este contexto permite entender las falencias que han existido en el mercado de valores referente a la renta variable, que de alguna u otra manera han sido quienes lo han caracterizado como un mercado con pocos participantes, pero que mueve mucho dinero; un mercado con regulación inflexible que aumenta los costos tanto para las empresas como para el inversionista; y un mercado que no es lo suficientemente atractivo para un inversionista promedio o para una empresa que no requiera de altos montos de financiación para subsistir.

4. Métodos de financiación usados en las empresas en Colombia

Las empresas en Colombia deben financiar sus actividades por medio de recursos económicos que pueden provenir de dos fuentes: i) las internas, que se refieren al capital que posee el empresario y que toma de su propio patrimonio, y ii) las externas aluden a aquellas otorgadas por terceros quienes a través de diferentes figuras jurídicas facilitan el acceso al capital requerido para su financiación. (Guerrero, D)

Para que una empresa tome la decisión de qué método de financiación utilizar para financiar sus actividades no basta con mirar las ventajas y desventajas que tenga cada uno de los métodos de financiación, también es de vital importancia que las personas encargadas de buscar estos recursos entiendan en qué contexto se encuentra la compañía. En la entrevista realizada a Sandra Castro, ella pudo sintetizar las etapas de una compañía y los métodos de financiación que usan normalmente en cada una:

Tabla 4 – Método de Financiación Corporativa Según Etapas

Etapa	Descripción	Formas de Financiación
Formulación	Idea, prototipo, formulación, desarrollo inicial	<ul style="list-style-type: none"> • Ahorros personales • Inversionistas a riesgo • Entidades Gubernamentales
Crecimiento Rápido	Se empiezan a ver utilidades, y a su vez un aumento en el rendimiento de la compañía	<ul style="list-style-type: none"> • Financiamiento interno • Créditos comerciales • Créditos bancarios • Capital de negocios
Crecimiento Estable	Los crecimientos ya no son tan pronunciados, pero la compañía está en un punto de solidez	<ul style="list-style-type: none"> • Créditos bancarios • Mercados de dineros • Mercados de capitales • Fondos de inversión Privada
Madurez	La compañía termina de crecer y empieza a tener crecimientos conservadores o casi nulos.	<ul style="list-style-type: none"> • Financiamiento interno • Readquisición de acciones • Diversificación • Fusiones

Fuente: Entrevista con Sandra Castro

En este resumen se pueden evidenciar las etapas por las cuales pasa una compañía desde que es una idea hasta que logra llegar a un punto de equilibrio y ser una grande empresa, pero en términos estrictos es necesario diferenciar los tamaños de las compañías en términos de activos totales:

Tabla 5 – Tamaño de Empresas Según Activos Totales

Empresa	No. trabajadores	Activos Totales
Microempresa	Menos de 10	Hasta 500
Pequeña	Entre 10 y 50	Superior a 500 y hasta 5.000
Mediana	Entre 50 y 200	Superior a 5.000 y hasta 30.000
Grande	Más de 200	Superior a 30.000

Fuente: Bancoldex, 2018. Salario Mínimo 2018: \$781.242

Ahora bien, es importante desarrollar más a fondo la situación financiera a la cual se enfrentan las empresas en cada etapa, y para lograr hacerlo de la forma más descriptiva se recopilará toda la información encontrada en la entrevista con Sandra Castro:

En primer lugar están las ideas de negocio, que hasta apenas están en su fase de creación de modelo de negocio, y en esta etapa lo ideal es que los empresarios busquen financiar sus operaciones por medio de sus ahorros personales, teniendo en cuenta que haciendo esa inversión podrán tener un retorno en el futuro, pero en Colombia también es tendencia buscar apoyo de entidades gubernamentales que apoyen el emprendimiento empresarial, quienes les facilitan los recursos económicos para empezar con dicha idea.

En este punto, es importante que exista un modelo de negocio sólido que ayude a justificar la necesidad del dinero, y argumentos sustentados con estudios, cifras y

proyecciones que le den la certeza a las entidades financiadoras de que la compañía tiene potencial. Una de las razones por las cuales las compañías quiebran antes de llegar a un punto de equilibrio es porque no se toman el tiempo suficiente para hacer todos los estudios referentes a cada una de las variables que afecte directa o indirectamente a su idea de negocio, y por ende terminan sorprendidos si algo no sale como esperaban. En este caso es clave hacer proyecciones realistas, que permitan una mejor predicción de qué podría pasar en el futuro de la compañía.

Como se mencionó anteriormente, en este punto se ve la tendencia de que los creadores de la idea invierten sus ahorros en esta, lo que es bueno por un lado ya que no tienen ninguna especie de compromiso con terceros, pero también puede llegar a ser costoso y arriesgado, sin embargo, cuando se trata de invertir en un trabajo que les ha tomado años de esfuerzo y ven que tienen las condiciones de invertir lo harán confiando en que lo que han hecho hasta el momento está bien, y que esta idea de negocio realmente les traerá rendimientos a mediano y largo plazo.

Ahora, hay que aceptar una realidad y es que en Colombia el poder adquisitivo alto lo tienen muy pocas personas, razón por la cual es más común ver como los emprendedores buscan financiar sus primeras actividades por medio de entidades gubernamentales o inversionistas a riesgo que ven potencial en sus proyectos.

En esta fase es difícil acceder a créditos bancarios, ya que no existen garantías que soporten las sumas de dinero necesarias para la inversión inicial, razón por la cual esta no es una idea del todo viable. Y en términos de mercado de capitales, esta sí que no sería una opción para los emprendedores, ya que según se analizó en el primer capítulo,

los montos necesarios para realizar emisiones deben ser superiores a los 300.000 millones de COP, y además según la cultura de los colombianos es difícil ver que alguien quiera invertir en una compañía sin reconocimiento alguno.

Sin embargo, en Colombia ya existen ideas de crear una rueda de negocios para emprendedores, en la Bolsa de Valores ~~para emprendedores~~, y el ejemplo que usan para dicha idea es el éxito de la Bolsa de Emprendimiento de Toronto (TSX Venture Exchange). Esta iniciativa está activa desde hace más de 9 años, pero hasta ahora se ha logrado ver un avance: en el Plan Nacional de Desarrollo fue aprobado el artículo 100, que pretende buscar alternativas de financiamiento para las pequeñas y medianas empresas (pymes) mediante el mercado de capitales. Se trataría de una plataforma paralela a la rueda de acciones actual en la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) en la cual las pymes con buena proyección podrían emitir instrumentos de capital o de deuda con el fin de obtener una fuente de financiamiento diferente al sector bancario.

Esta iniciativa necesitará un especial acompañamiento regulatorio que prevenga malas situaciones, pero va por un buen camino hacia ofrecer nuevas alternativas de financiación al empresariado de Colombia, teniendo en cuenta que existen más de 114 mil empresas catalogadas como Pymes en Colombia.

En segundo lugar están aquellas empresas que ya generan utilidades, pero que no requieren de tan altos montos para financiar sus operaciones. Estas son aquellas que se pueden catalogar como medianas o grandes, y que en promedio no necesitan más de 200.000 millones de COP para financiar sus proyectos.

Estas son empresas que tienen características muy atractivas para los bancos y los Fondos de Inversión Privada. Para estas dos entidades es muy importante tener garantías que justifiquen el préstamo de dinero en el primer caso y la inversión de dinero en el segundo, y estas compañías les ofrecen información histórica que muestra cómo ha sido la tendencia de comportamiento de la compañía y que les permite hacer proyecciones de una forma fácil usando estos datos e indicadores macroeconómicos. Entonces, si estas compañías tienen a varios bancos y Fondos de Inversión interesados en financiarlas bajo buenas condiciones, porque al ser tan atractivas adquieren poder de negociación, ¿por qué buscarían otra alternativa? Tan como la emisión de acciones.

La realidad es que eventualmente conseguirán buenas tasas de interés, ya que al haber tantos bancos compitiendo por otorgarles el préstamo tendrán que hacerlo por factores como tasa, plazo y gracia, y esto generara que las empresas puedan escoger la que mejor se acomode a su situación; y además, podrán empezar a expandirse al permitir la entrada de grandes Fondos de Inversión interesados en inyectar capital para hacerlas crecer aún más y obtener retornos significativos de dicha inversión.

Ahora bien ¿por qué emitir acciones no es atractivo para empresas con estas características?. Para empezar a explicar esta situación sería importante dar ejemplos de estos tipos de empresas: Alpina, Quala, Crepes & Waflez, Bodytech, entre otras, son ejemplos de compañías que han tenido un crecimiento significativo y que son atractivas en términos de inversión, pero que para realizar sus operaciones no necesitan montos de más de 200.000 millones de COP, lo que genera que, comparando los beneficios bancarios y las altas intenciones de inversión por parte de los fondos con los que cuentan, no sea eficiente para ellas empezar un proceso de emisión de acciones, por dos

motivos principales: el primero, que estas otras dos alternativas se pueden llevar a cabo en tiempos significativamente más cortos, y en segundo lugar, que al no ser montos tan elevados los que necesitan, entonces los costos de todo el proceso serán más significativos que el de una deuda, por ejemplo.

Entonces, para este tipo de empresas seguirá siendo una mejor alternativa aprovechar el poder de negociación que tienen por sus buenos rendimientos y usarlos a su favor con el recaudo de recursos de terceros, que emitir acciones.

En tercer y último lugar, están las compañías que ya tienen una madurez que las obliga a buscar invertir en seguir estables, más que en nuevos proyectos que les ayuden a crecer. Estas compañías son aquellas que terminan tomando la decisión de fusionarse con otras similares, o que simplemente tienen la libertad de vivir de sus actividades cotidianas y de su reputación.

Estas son las compañías que se ven hoy en día listadas en la Bolsa de Valores de Colombia. La tendencia es que estas empresas sean grupos conformados por varias empresas pertenecientes a distintos sectores de la economía, razón por la cual necesitan un alto nivel de recursos para financiar sus operaciones (Más de 300.0000 millones de COP), entonces, son las candidatas perfectas para listarse en la bolsa, según las características del mercado colombiano mencionadas en el capítulo 1.

Entonces, teniendo claro qué es más conveniente para cada empresa según su tamaño, se puede concluir que para las pyme y emprendimientos están empezando a surgir iniciativas que podrían ofrecerles otras alternativas de financiación que les permitan ser más productivas y perdurar; que las empresas medianas pueden acceder a

beneficios financieros (con bancos y Fondos de Inversión) otorgados por su poder de negociación; y que según las características que ofrece el Mercado de Valores colombiano hoy en día las principales candidatas para emitir acciones son las grandes empresas, que generalmente son grupos empresariales.

5. Ventajas y desventajas de la financiación por medio de la emisión de acciones

Para la toma de decisiones corporativas, es indispensable identificar las ventajas y desventajas que se encuentran dentro de cualquier proceso, inversión o acción que vaya a realizar la compañía. En el caso de listarse en la Bolsa de Valores de Colombia, las empresas deben tener en cuenta que existen diversas ventajas y desventajas que se presentarán por ser emisores en el mercado bursátil colombiano. A continuación, se evidenciarán las principales ventajas y desventajas que, de acuerdo a las entrevistas realizadas, son las que se analizan y detallan a la hora de tomar este tipo de decisiones por parte de los empresarios colombianos.

5.1. Ventajas

En cuanto a las ventajas, se identificaron ventajas que son verdaderamente tenidas en cuenta por los empresarios colombianos a la hora de analizar el Mercado de Valores como una posible opción para buscar métodos de financiación. De la misma manera, es importante resaltar que estas ventajas se encuentran al listarse en bolsa, más no quiere decir que las compañías no logren tener estos beneficios por buenas gestiones al interior de la compañía. Las principales ventajas encontradas son las siguientes:

5.1.1. Código de buen Gobierno Corporativo establecido, claro y robusto

En este orden de ideas, todas las compañías que deseen listarse en la Bolsa de Valores de Colombia y ofrecer las acciones por este medio, deben cumplir una serie de exigencias, que, por ley, están enfocadas hacia la protección del inversionista, al buen manejo de la información y además a que se enfoquen en cumplir la ley. Por lo general, las

compañías que están listadas en el mercado de valores, tienen unos estándares de calidad (en cuanto a la administración de la compañía) mucho más altos que aquellas compañías independientes, ya que, al ser emisores, deben cumplir una serie de requisitos que los obliga a tener una administración más robusta, transparente y clara.

En primer lugar, entiéndase como Gobierno Corporativo “conjunto de mecanismos adoptados al interior de un emisor para propiciar que sus administradores ejecuten sus funciones maximizando el valor del emisor y, por lo tanto, el rendimiento esperado por los inversionistas” (Fradique-Mendez C, 2014). Teniendo claro lo que es el Gobierno Corporativo para compañías emisoras en la Bolsa de Valores de Colombia, se puede deducir que aquellas compañías requieren una solidez administrativa mucho más fuerte que otras compañías, por lo que se generará un ambiente propicio hacia la transparencia, rentabilidad y cumplimiento de la ley, lo cual en últimas termina siendo un beneficio para las compañías y un respaldo para los inversionistas.

Por otro lado, el Gobierno Corporativo, como bien se entiende, son unas acciones que se adoptan para garantizar la transparencia de la corporación, por lo que es indispensable analizar que quienes toman las principales decisiones de la empresa (Junta Directiva) tiene que ser especializada en el sector de la compañía y además debe ser un órgano de control que tiene representación de miembros independientes, los cuales velan por los intereses comunes de los accionistas y por el bien de la compañía y además evitan conflicto de intereses personales o de poderes dentro de la corporación.

En Colombia, aplica la ley 964, la cual da unos parámetros los cuales las compañías deben cumplir con respecto al Gobierno Corporativo y demás aspectos que tengan que ver

directamente con la administración y manejo de la corporación. Dentro de esta ley, se establece que la Junta Directiva de cualquier compañía que se encuentre listada en la Bolsa de Valores de Colombia debe cumplir una serie de requisitos y formalidades especiales. Dentro de estos requisitos se encuentra: a) mínimo cinco integrantes y máximo diez, b) el 25% de los integrantes y sus respectivos suplentes deben ser miembros de junta independientes (que no tenga ningún tipo de relación laboral, societaria o de contratista con la compañía, filiales o subordinadas) y c) el representante legal de la compañía no puede ser el presidente de la Junta Directiva. (Fradique-Mendez C, 2014). Con estos requisitos para las Juntas Directivas de los emisores, se garantiza que las personas que tomen las decisiones relevantes de la organización sean personas preparadas y que darán un concepto objetivo y con fundamento, por lo que los intereses de todos los inversionistas se verán cuidados de manera efectiva.

Por otro lado, existen otros métodos de control diferentes a la Junta Directiva, también establecidos en la ley 964 que, garantizan que el emisor de la Bolsa de Valores cumpla con los estándares mínimos de calidad en temas administrativos y además tenga los instrumentos básicos de control. Dentro de estos elementos se encuentra el tener una compañía independiente y especializada de auditoría y control. Por medio de este requisito, se garantiza que la información y los principales procesos de la compañía sean verificados y revisados por un ente especializado en la revisión de información corporativa, lo cual es un parte de tranquilidad para los inversionistas. Además de contar con un control de auditoría por parte de una firma independiente especializada, el emisor debe contar con un comité de auditoría interna, conformado mínimo por tres miembros de Junta Directiva y/o todos los miembros independientes de la Junta Directiva. Con este comité de control, se

garantiza que el emisor cuente con los principales y básicos procedimientos de control y que se garantice la veracidad de los datos y procesos internos, por lo que se genera un ambiente de confianza y seguridad para los inversionistas y el mercado en general.

De la misma manera, es importante tener en cuenta que las compañías listadas en la Bolsa de Valores, al tener que cumplir con códigos de Gobierno Corporativo, es importante que el *management* de la compañía sea especializado, con experiencia y que cuente con una amplia trayectoria en el mercado, con el fin de garantizar que el emisor está bajo las manos de una administración con experiencia. El hecho de que la compañía encuentre una gerencia y administración especializada en el sector en el cual la compañía se desempeña es un parte de tranquilidad para los inversionistas y el mercado en general, el cual seguramente tendrá una mayor confianza en un *management* con trayectoria y experiencia comprobada. (Guerrero, D. 2019).

Por último, el hecho de que a las compañías se les exija tener un Gobierno Corporativo robusto y sólido es una ventaja competitiva frente a las demás compañías. Esto es, ya que al tener una estructura administrativa sólida y con muchos aspectos tecnificados, se lograrán tener eficiencias y mayores controles internos, lo que a final de cuentas se traduce en menores desperdicios de recursos, mayor control y mejor información interna, lo cual en últimas termina afectando positivamente la rentabilidad y el control de la compañía. El hecho de tener que realizar revelación de información periódica hace que las compañías tengan un sistema de contabilidad financiera mucho más eficiente, donde se detectan con mayor facilidad los desvíos de recursos y las ineficiencias que se puedan presentar en la operación diaria de la compañía. Todo lo anterior recopilado hace que las compañías

adquieran una cultura de buena disciplina corporativa, donde todos los procesos internos y externos están enfocados hacia a calidad y la transparencia. (Castro, S.L. 2019).

5.1.2. Acceso a Capital y diversificación de fuentes de recursos.

Es indiscutible que la mayoría de compañías que utilizan el mercado de valores, principalmente en Colombia, como una fuente de financiación y una opción para diversificar las fuentes de recursos de la compañía de una manera más económica y flexible en cuanto a que no existen plazos de pago ni se compromete la estabilidad financiera de la compañía en el corto, mediano o largo plazo. El hecho de pertenecer activamente a la Bolsa de Valores y tener acciones circulantes dentro del mercado, es una excelente fuente financiación para las compañías en etapas de madurez.

Para las compañías que buscan tener grandes fuentes de financiación sin tener que comprometer la estabilidad futura de la compañía y deciden por vender una participación minoritaria en el mercado, logran diversificar sus fuentes de financiamiento y logran una mejor estructura de capital, donde la relación deuda/capital se ve disminuida ya que entran nuevos inversionistas que le inyectan capital a la compañía, por lo que automáticamente se disminuye el nivel de endeudamiento de la compañía.

Cuando las compañías cuentan con altos niveles de endeudamiento, la consecución de deuda se convierte muy costosa ya que existe un mayor riesgo, por lo que seguramente las tasas de interés van a ser mucho mayores, lo que se traduce en mayor costo para la compañía. En estos casos, si se tiene una mejor relación deuda/capital y si se está listado en la Bolsa de Valores, realizar una emisión de acciones puede resultar mucho más fácil y

puede resultar mucho más conveniente para la compañía, dándole mejor estabilidad y mejores perspectivas a futuro y a largo plazo.

Ciertamente, el estar listado en la Bolsa de Valores hace que las compañías tengan un rápido y más fácil acceso a capital proveniente de diferentes fuentes a las tradicionales (préstamos bancarios) ya que tienen mayor facilidad a realizar pequeñas emisiones de acciones, donde no se compromete societariamente la compañía y donde se obtienen muchos beneficios como recursos provenientes de inversionistas pequeños que no intervendrán ni participaran en el manejo y control diario de la compañía ni de sus principales decisiones. (Guerrero, D. 2019).

5.1.3. Prestigio y reputación.

En este punto, el prestigio es una ventaja muy importante que brinda el estar listado en la Bolsa de Valores. En el caso de Colombia en específico, se conoce que la mayoría de las compañías listadas son las que mejor reputación tienen y con las que mejores estándares de calidad cuentan. El hecho de que estas compañías tengan que cumplir unos requisitos especiales hace que sus procesos internos cambien y de cierta manera esto se ve reflejado en sus estándares de calidad y en la percepción que tienen las personas sobre la compañía, lo cual genera un mayor prestigio y genera una mayor confianza por parte de los consumidores.

En el caso colombiano, las compañías listadas en la Bolsa de Valores son aquellas compañías ampliamente reconocidas por las personas. En muchas ocasiones, las personas saben que compañías tienen acciones disponibles y gracias a los códigos de Gobierno Corporativo, a los requisitos de sostenibilidad y revelación de información financiera y de

gestión, las personas del común tienen más respeto y admiración sobre la compañía. Por lo general, el estar listado en la Bolsa de Valores hace que las compañías tengan un departamento dedicado a la sostenibilidad y a la revelación de la información de gestión, por lo que las compañías listadas tienen un sentido de responsabilidad social empresarial mucho más amplio que las compañías que no son emisores, por lo que las comunidades donde tienen impacto y donde se encuentran sus grupos de interés, reconocen mucho más las compañías, las admiran más y sienten un sentido de pertenencia más amplio, por lo que el tema reputacional empieza a ser un factor diferencial entre aquellas compañías que tienen listadas sus acciones en la Bolsa de Valores de Colombia y aquellas que no.

Prueba de lo mencionado anteriormente, según el ranking realizado por Merco, empresa especializada en realizar estudios sobre reputación corporativa en Colombia, dentro del top cinco de las empresas con mejor reputación del país, cuatro de ellas se encuentran listadas en la Bolsa de Valores de Colombia. A continuación, se evidenciará el Ranking realizado por la consultora Merco en el año 2018:

Tabla 6 – Ranking Merco, Compañías con mejor reputación en Colombia 2018

Empresa	Posición
Bancolombia	1
Grupo Nutresa	2
Alpina	3
Grupo Sura	4
Cementos Argos	5

Fuente: Ranking Merco, 2018

Como se puede evidenciar en la anterior tabla del Ranking realizado por Merco en el año 2018, cuatro de las primeras cinco compañías con mejor reputación y prestigio en Colombia se encuentran listadas en la Bolsa de Valores de Colombia y son emisores activos

del mercado. El Grupo Bancolombia, Grupo Nutresa, Grupo Sura y Cementos Argos son cuatro de los principales emisores de acciones en el mercado local y gracias a los requisitos que se les aplica sobre Gobierno Corporativo, sostenibilidad y responsabilidad social empresarial, es que son reconocidos en el año 2018 como cuatro de las compañías más prestigiosas a nivel país, pasando por encima de multinacionales importantes y con altos niveles de reputación a nivel mundial, por lo que el hecho de estar listado en la Bolsa y tener que cumplir requisitos sobre manejo y administración de recursos y ayuda sobre el impacto social, si se ve reflejado de cierta manera en el prestigio de las compañías y en la percepción del consumidos hacía las mismas. Los efectos, que de cierta manera se pueden ver como negativos de tener que cumplir una serie de requisitos sobre el Gobierno Corporativo, sostenibilidad y responsabilidad social empresarial, que en un principio pueden ser vistos como negativos, terminan dejando consecuencias positivas en temas de reputación, imagen y percepción del consumidos hacía las compañías.

De la misma manera, las compañías que se encuentran listadas en la Bolsa de Valores de Colombia, sienten la necesidad de estar más conectadas con las personas, consumidores y posibles inversionistas. Para aquellas compañías es indispensable que las personas los vean como una empresa confiable y en la cual pueden confiar en temas de calidad y financieramente, esto con el fin de que posiblemente se conviertan en futuros consumidores o incluso inversionistas de la compañía, por lo que el tema de reputación, imagen y prestigio se maneja con profundo cuidado y detalle.

5.2. Desventajas

En cuanto a las desventajas, se encontraron algunas que necesariamente si se dan gracias a que las compañías están siendo listadas en el Mercado Bursátil. Estas desventajas son vistas por los empresarios como grandes obstáculos para ver el mercado atractivo. A continuación se presentan las principales desventajas encontradas:

5.2.1. Departamento de atención al inversionista, revelación de información y alto costo de estar listado.

Como se ha mencionado anteriormente, la vinculación de las empresas a la Bolsa de Valores de Colombia trae consigo una serie de requisitos y condiciones especiales que van a favor de la protección del inversionista. Dentro de esta serie de requisitos y condiciones especiales, las compañías listas en la Bolsa de Valores deben tener un departamento interno que se dedica a la atención del inversionista y al manejo de la información que se le revelará al mercado. Este departamento especializado en la atención del inversionista no existe por lo general en las compañías privadas ya que la ley no lo dispone y además las compañías privadas, por lo general, no cuentan con un número tan grande accionistas minoritarios (Quiñones, C. 2019).

Lo anterior, es muestra de que todas las empresas que se listan en el mercado de valores deben incluir dentro de sus organigramas y sus estructuras societarias un departamento nuevo dedicado a la atención del inversionista y además al manejo y publicación de información, donde además se debe tener una oficina especializada donde el inversionista puede encontrar lo que necesite. (Castro, S.L. 2019).

Este nuevo departamento dentro de la organización y estructura societaria de las compañías suele representar un alto costo administrativo y es un costo que tiene que permanecer en el tiempo, ya que no es una inversión de una sola vez en el momento de ingresar al mercado, sino que es un gasto que perdurará en el tiempo ya que para permanecer listado en la Bolsa de Valores es necesario contar con este departamento y oficina de atención al inversionista (Quiñones, C. 2019).

Así mismo, este departamento y oficina de atención al inversionista tiene una serie de requisitos que lo hace que sea un departamento costoso para las compañías, ya que la cantidad de información y peticiones que se manejan suelen ser muchas, por lo que es necesario que sea una oficina eficiente pero que cuente con el suficiente personal para poder atender todas las solicitudes y requisitos por parte de inversionistas y del mercado en general. (Castro, S.L. 2019).

Por otro lado, existe el tema de la revelación de información que las compañías listadas en bolsa deben hacer periódicamente. En cierta medida, esto ayuda a que las compañías tengan un mayor control interno. Sin embargo, a muchos de los accionistas principales de las grandes compañías no ven en la revelación de información periódica un aliado. En Colombia, aún existe la mentalidad de que la revelación de información hará que los competidores sepan el *know-how* de la compañía y está mal visto, por lo que, para la cultura empresarial colombiana, está mal vista la revelación de información y de las principales cuentas y acciones que ejecuta la compañía en su operación (Quiñones, C. 2019).

La oficina y el departamento de atención al inversionista y además la revelación de información contable periódicamente hace que la Bolsa de Valores de Colombia deje de ser vista como atractiva en muchas ocasiones para los principales empresarios del país, por lo que en cierta medida es vista como una desventaja que tiene el mercado frente a las compañías privadas, donde pueden tener una administración mucho más ligera (lo cual se traduce en menores gastos) y además mantienen la información importante y relevante de la compañía bajo su poder, garantizando que el *know-how* de la empresa se mantenga.

De la misma manera, todos los requisitos mencionados anteriormente (oficina y departamento de relación y atención al inversionista y revelación de información) hace que se generen altos gastos recurrentes para las compañías. Las compañías, para lograr cumplir con los requisitos exigidos por el mercado y lograr mantenerse como una acción atractiva dentro de la Bolsa de Valores deben realizar grandes inversiones en temas de sostenibilidad, responsabilidad social empresarial, departamento especializado en el manejo al inversionista y además debe tener una contabilidad y sistema financiero mucho más robusto, ágil y eficaz. Estos requisitos se convierten en gastos que la compañía tendrá que asumir recurrentemente, debe incorporarlos como un gasto administrativo adicional por el hecho de estar listado en la Bolsa de Valores. Este tipo de situaciones hace que las empresas no inviertan únicamente tiempo para convertirse en emisor, sino también capital, por lo que en muchas ocasiones los empresarios colombianos prefieran evitar este mercado y asumir las fuentes de financiación tradicionales como créditos bancarios. (Guerrero, D. 2019).

5.2.2. Difícil manejo de socios minoritarios y mercado limitado.

Considero que la falta de cultura y conocimiento de los pequeños inversionistas sobre el mercado de valores, genera mayores obligaciones para el emisor de las que legalmente existen, como por ejemplo, asumir pagos de administración de acciones, nivel de información a entregar, pues se exigen cosas o información que no se puede dar y genera descontentos etc

Las compañías, al listarse en la Bolsa de Valores de Colombia, por medio de la emisión de acciones, lo que hacen es vender una participación minoritaria de la compañía, donde puede que miles de personas naturales y/o jurídicas comprarán unas acciones y se volverán socios minoritarios de la empresa. (Lemmon, M. Xiaolei Liu, L. Qinghao Mao, M. & Nini, G. 2009). El número de personas que llegan a ser accionistas de la compañía no tiene un límite, depende únicamente de la cantidad de acciones a emitir y del monto mínimo a comprar.

En este punto, en un principio no resulta ser una desventaja o un problema, ya que seguramente dichos socios minoritarios no tienen participación relevante en la toma de decisiones de la compañía ni intervienen en la administración de la misma. Sin embargo, una vez la Compañía decida recomprar dichas acciones a los inversionistas de la Bolsa de Valores de Colombia, se convierte en un problema, ya que encontrar a todos los socios minoritarios y además acordar un precio de compra adecuado resulta ser una labor tediosa y difícil de realizar (Guerrero, D. 2019).

Por otro lado, la Bolsa de Valores de Colombia cuenta con una baja participación de inversionistas, personas naturales específicamente, lo que hace que los montos transados en

la misma sean bajos. Según datos de la Bolsa de Valores de Colombia, con corte a septiembre de 2018, en Colombia existían cerca de 560,000 personas tenedoras de acciones. Si esto se compara frente al total de la población de personas naturales del país, menos del 1,5% de la población del país participa del mercado de valores, por lo que se evidencia que en Colombia no existe una cultura alrededor del mercado bursátil y además muestra que es un mercado donde las personas no suelen invertir sus recursos. (BVC, 2018).

En conclusión, el hecho de estar listado en la Bolsa de Valores de Colombia tiene tanto ventajas como desventajas, que, de acuerdo al tipo de corporación que busque entrar en el mismo, deben analizar y encontrar si realmente es una buena alternativa buscar financiación por medio de acciones en el mercado bursátil, o si por el contrario es necesario buscar otras fuentes de financiamiento más tradicionales o diferentes. Cada compañía y cada caso es diferente, sin embargo, estas son las principales condiciones que pueden beneficiar o afectar a la compañía si se piensa en listarse en la Bolsa de Valores de Colombia.

6. Casos de éxito y fracaso

Durante los últimos años en Colombia, han existido casos de éxito y fracaso de empresas que buscan emitir acciones en el mercado bursátil del país. En los casos de éxito, principalmente se encuentran las grandes compañías del mercado colombiano, las cuales han logrado exitosamente convencer al mercado y han logrado mantener los niveles de confianza de los inversionistas. Por otro lado, existen algunos casos de los cuales no se habla mucho por su poca actividad y por sus malos resultados obtenidos durante las emisiones. A continuación, se evidenciarán casos empresariales que demuestren lo anteriormente explicado.

En este punto, es indispensable hacer la diferenciación entre un caso de éxito o fracaso. Dado que la investigación se está realizando sobre aspectos a la hora de colocar acciones en el mercado y no sobre la rentabilidad de las mismas en el tiempo, **o su evaluación de riesgo mercado** los casos de éxito que serán expuestos corresponden a emisiones de acciones que han cumplido con los siguientes requisitos: i) buen proceso de colocación liderado por un experto, ii) buen apetito por parte del inversionista en el momento de la colocación, iii) colocación sobre demandada en el mercado y iv) ingreso de personas jurídicas (especialmente fondos de pensiones y cesantías) en la emisión de acciones como inversionistas. Es importante resaltar que en este punto no se habla sobre la rentabilidad que ha tenido la acción sobre el tiempo ya que se considera que las subidas o caídas de una acción corresponden a situaciones de mercado, las cuales hacen parte de la

lista de los riesgos que tiene invertir en el mercado de valores, ya que es un mercado volátil.

6.1. Casos de Éxito

Dentro del análisis de casos exitosos se encuentran dos compañías que a lo largo de los años han sido un referente en el mercado colombiano como unas de las principales compañías del segmento al que pertenecen y además unas de las compañías con mejor reputación a nivel país. De la misma manera, son compañías en las cuales el estado colombiano tiene participación accionaria importante, por lo que son compañías que son reconocidas por los colombianos y además son compañías que han generado importantes dividendos para la nación. Estas compañías son:

6.1.1. Ecopetrol

Ecopetrol es una compañía dedicada a la exploración, perforación y refinación de petróleo y productos de gas. Es la compañía con mayor tamaño de Colombia por nivel de ingresos y se encuentra dentro de las 60 principales petroleras a nivel mundial.

Actualmente, su principal accionista es el Gobierno Nacional de Colombia a través del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, donde tiene cerca del 88,49% de las acciones. (Ecopetrol, 2019).

En el año 2006, la ley 1118 del mismo año da la autorización a Ecopetrol para emitir una cantidad limitada de acciones ordinarias de la compañía en el mercado local (máximo el 20% de las acciones de la compañía), en tres rondas de emisión diferentes (Ley 1118, 2006). En ese entonces, Ecopetrol era una compañía petrolera 100% estatal y es en el año 2007 cuando decide listarse en el mercado de valores colombiano con el fin de

apalancar el crecimiento y la expansión de la compañía, fortalecer institucionalmente la empresa, aumentar la transparencia en los procesos y además asegurar la sostenibilidad tanto económica como administrativa en mercados locales e internacionales (Ecopetrol, 2007. A).

En la primera emisión de acciones, Ecopetrol logró incluir cerca de 482.941 accionistas nuevos a la compañía. En la primera ronda de la emisión de acciones ordinarias de la compañía, se recaudaron cerca de COP\$5,7 billones de pesos, de los cuales cerca del 62% de este monto quedó en manos de personas naturales y el restante 38% se distribuían entre fondos de pensiones y cesantías y personas jurídicas (Ecopetrol, 2007. B).

Gracias al éxito de esta primera colocación de acciones y al buen recaudo logrado por la misma, los recursos fueron utilizados en un 100% para los objetivos inicialmente identificados. Con los resultados obtenidos por la emisión, para el año 2007 esta fue la emisión de acciones más importante en América Latina en los últimos 15 años, lo cual demuestra la importancia y el éxito de la misma (Ecopetrol, 2007 C).

Con esta primera ronda de emisión de acciones en el mercado bursátil, Ecopetrol logró desarrollar planes de expansión tanto a nivel nacional como internacional y de la misma manera logró obtener mejores prácticas empresariales debido a los requisitos que se tienen para entrar en la Bolsa de Valores. Todo esto se resume en mejores indicadores financieros, mayor prestigio y mejor reputación organizacional. Así mismo, Ecopetrol logró ser la compañía colombiana con mayor número de accionistas en Colombia y logró incluir miles de personas naturales en el mercado bursátil del país. Como resultado de la primera ronda de colocación de acciones, se logró colocar cerca del 10,1% de acciones de Ecopetrol, lo cual demuestra que la compañía, vendiendo una minoría de acciones, se logró

financiar y logró ejecutar planes de expansión e inversión claves para el futuro de la empresa. (Ecopetrol, 2011. A).

Para el año 2011, Ecopetrol decide realizar la segunda ronda de colocación de acciones ordinarias en el mercado de valores. Bajo la misma autorización otorgada por la ley 1118, se realiza la segunda ronda de emisión de acciones en la Bolsa de Valores de Colombia con el fin de encontrar recursos financieros para continuar con el plan de expansión y consolidación de la compañía a nivel nacional e internacional. (Ecopetrol, 2011. B).

En la segunda ronda de colocación de acciones ordinarias por parte de Ecopetrol, se lograron recaudar cerca de COP\$2,4 billones de pesos, de los cuales cerca del 87% de este monto quedo en manos de personas naturales y el restante 13% en manos de fondos de pensiones y cesantías y personas jurídicas. Así mismo, con esta nueva ronda de colocación de acciones, la compañía logró vincular nuevos accionistas, quedando con cerca de 521.740 accionistas en total, lo cual reivindica la confianza del mercado en la compañía y el éxito de la emisión de acciones (Ecopetrol, 2011. C).

Desde la primera emisión de acciones de Ecopetrol en 2007, incluyendo la segunda emisión realizada en el año 2011, el comportamiento de la compañía en el mercado bursátil de Colombia ha mostrado una evolución positiva y ha hecho que de cierta manera el mercado se vuelva más atractivo para los inversionistas, ya que con este tipo de empresas sólidas, organizadas y en proceso de crecimiento, se genera una mayor confianza por parte del mercado y de esta manera se puede lograr crecer el número de inversionistas notablemente. De la misma manera, Ecopetrol en los últimos 12 años ha mostrado una

tendencia positiva en su comportamiento financiero a pesar de la crisis de los precios del petróleo presentada a finales del año 2014. Gracias a la solidez administrativa y financiera de la compañía, su acción ha logrado superar los picos difíciles y actualmente es uno de los valores con mayor movimiento en el mercado colombiano, siendo referente para los inversionistas locales y extranjeros (Castro, S.L. 2019).

Según la propia compañía, gracias al hecho de estar listados en la Bolsa de Valores de Colombia han obtenido beneficios como: 1) Mejor Gobierno Corporativo, 2) Mejor estructura de capital, 3) Disciplina de capital, 4) Planes de expansión sólidos y flexibilidad en inversiones, 5) Especialización de la Junta Directiva, entre muchos otros (Ecopetrol, 2011). Así mismo, destaca la capacidad que ha tenido la compañía en generar confianza en todos los inversionistas del mercado. Ecopetrol, durante sus emisiones de acciones ordinarias logró cautivar inversionistas institucionales, extranjeros, personas naturales y personas jurídicas, lo cual demuestra el nivel de confianza del mercado en la compañía y además esto genera que la acción tenga una mucho mayor liquidez y movimiento en el día a día (Castro, S.L. 2019).

6.1.2. Interconexión Eléctrica S.A (ISA)

Interconexión Eléctrica S.A (en adelante “ISA”), es una compañía multilatinas dedicada a la generación y transmisión de energía eléctrica, inversiones en infraestructura y telecomunicaciones, con presencia en más de siete países de América Latina. La compañía es mayormente estatal, ya que el estado colombiano tiene cerca del 62% de las acciones de la misma, mientras que el restante de las acciones de la compañía se encuentra en manos de inversionistas institucionales y personas naturales. (ISA, 2019). Durante los últimos veinte

(20) años la compañía ha venido realizando una serie de esfuerzos en convertirse una de las principales compañías del sector eléctrico en el continente, esfuerzos entre los cuales se destacan las emisiones de acciones ordinarias realizadas en la Bolsa de Valores de Colombia, lo cual ha ayudado a la compañía a expandirse y encontrar mejores prácticas de Gobierno Corporativo (Castro, S.L. 2019).

En el año 2000, ISA lanzó un programa denominado “ISA acciones para todos”, con el cual buscaban la vinculación de miles de accionistas, especialmente personas naturales en Colombia. Con este programa, la compañía buscaba listarse en la Bolsa de Valores de Colombia por medio de la emisión y colocación de acciones en el mercado, por medio de la cual buscaba principalmente cumplir tres (3) objetivos específicos: i) diversificar las fuentes de recursos de la compañía, ii) democratizar participación accionaria y vincular miles de colombianos en la compañía y iii) lograr mejores prácticas empresariales y de Buen Gobierno Corporativo. (ISA, 2007. A).

Tras el lanzamiento de este programa, la compañía ha realizado tres (3) diferentes emisiones de acciones, las cuales todas han mostrado ser exitosas y han generado interés por parte de los inversionistas, tanto institucionales como personas naturales. La primera colocación de acciones por parte de ISA se dio en el año 2000. Para ese entonces, aún existían las tres bolsas de valores de las principales ciudades del país, por lo que ISA emitió acciones en estos tres mercados. Para ese entonces, la compañía lanzó su primera emisión y logró recaudar cerca de COP\$101.200 millones de ese entonces. Así mismo, se colocaron (ofertaron) cerca de 115 millones de acciones, de las cuales se demandaron cerca de 147 millones de acciones, lo cual representa una sobredemanda de 29% con respecto a lo

ofertado, demostrando el buen apetito que tuvo la emisión para los inversionistas. (ISA, 2007. A).

De la misma manera, esta primera emisión de acciones logró incluir a cerca de 62.016 accionistas nuevos a la compañía, de los cuales cerca del 90% adquirieron acciones por un monto entre COP\$500.000 y COP\$2'000.000, lo que significa que la mayoría de las acciones correspondientes a la emisión de acciones quedaron en manos de personas naturales. El resultado de esta primera emisión de acciones (desde la perspectiva de la colocación) fue un rotundo éxito y además ISA logró enajenar cerca del 13,3% de las acciones de la compañía, lo cual demuestra que se lograron los objetivos planteados para esta colocación de acciones ordinarias en el mercado de valores colombiano (ISA, 2007. B).

La segunda parte de la colocación de las acciones de ISA iniciada con el programa “ISA acciones para todos” se dio en el año 2002. En este año, la compañía colocó (ofertó) cerca de 120 millones de acciones, de las cuales se obtuvo una sobredemanda de cerca del 40% y donde se lograron vincular más de 47,746 colombianos como accionistas de la compañía. Del total de 120 millones de acciones colocadas, cerca de un 80% quedaron en manos de personas jurídicas, mientras que el restante 20% quedaron en manos de inversionistas institucionales y personas jurídicas, demostrando que existió un gran apetito por parte del mercado, tanto personas naturales como jurídicas, en adquirir participación accionaria en la compañía (ISA, 2007. B). Así mismo, en esta segunda emisión de acciones, cerca del 32% de los nuevos compradores de acciones ya eran accionistas de ISA en la primera emisión, lo que demuestra una sostenida confianza por parte de los inversionistas

en la compañía, demostrando así el éxito que estaba teniendo la colocación de las acciones de ISA. (ISA, 2010).

Posteriormente, en el año 2006, la asamblea general de accionistas de ISA autorizó realizar emisiones de bonos en el mercado local de cerca de 88 millones de acciones. Gracias a esta autorización por parte de la asamblea general, se realizaron dos emisiones más en los siguientes años. En el año 2007 la compañía decide realizar una tercera emisión de acciones ordinarias en la Bolsa de Valores de Colombia. Esta decisión se da gracias al buen comportamiento que ha tenido la acción de la compañía y gracias al apetito de los inversionistas en invertir en ISA, por lo que se decide colocar (ofertar) cerca de 56 millones de acciones en el mercado local, por las cuales hubo demanda de hasta por cerca de 178 millones de acciones, lo cual representa una sobredemanda de más de 3 veces el monto ofrecido. Así mismo, con esta emisión de acciones la compañía buscaba apalancar el plan de inversiones y crecimiento de la compañía a nivel nacional e internacional y además buscaba optimizar la estructura de capital de la compañía, objetivos los cuales fueron claramente cumplidos con esta emisión. (ISA, 2007. A).

Dado que se tenía autorización por parte de la asamblea general de accionistas por emitir cerca de 88 millones de acciones y en el año 2007 únicamente se emitieron cerca de 56 millones, en el año 2009 la compañía decide realizar una cuarta emisión de acciones en el mercado local por cerca de 32 millones de acciones. Esta emisión de acciones por parte de ISA fue sobre demandada en cerca de 2,8 veces, lo que demuestra los altos niveles de confianza que tiene el mercado en la compañía y en sus proyecciones a futuro. De la misma manera, con esta colocación de acciones, la compañía logró recaudar cerca de COP\$384.198 millones, los cuales fueron destinados al crecimiento de las compañías

filiales y a diversificación del portafolio de la compañía. Con esta emisión de acciones la compañía logró ingresar cerca de 1.800 accionistas nuevos, entre los cuales se destacan inversionistas institucionales y personas naturales y jurídicas, lo cual demuestra apetito por todas las diversas partes que componen el mercado de valores. (ISA, 2009).

Como se demostró anteriormente, ISA es una empresa que ha tenido una historia de éxito en sus cuatro colocaciones de acciones en el mercado colombiano. Actualmente es una de las principales acciones transadas en el mercado y los inversionistas aún tienen confianza y creen en la acción de la compañía. El hecho de que la compañía lleve casi veinte (20) años listada en la Bolsa de Valores de Colombia, haya tenido cuatro (4) colocaciones exitosas y además haya logrado atraer inversionistas institucionales, personas jurídicas y personas naturales, es una muestra del éxito que ha tenido ISA en el mercado de valores y es una muestra de que las compañías pueden tener una buena experiencia en el mercado (Castro, S.L. 2019).

6.2. Casos de fracaso

Por otro lado, también existen los casos de fracaso que se han presentado en el Mercado de Valores de Colombia. En esta ocasión, se considera que el caso de Avianca Holdings es un caso muy representativo e importante ya que esta es una de las compañías insignia de los colombianos, la cual tiene un importante reconocimiento dentro de la población del país y la cual es, históricamente, parte de Colombia.

6.2.1. Avianca Holdings S.A

Avianca Holdings está conformado por un grupo de compañías especializadas en servicios y aerolíneas a nivel mundial. Cuenta con más de 99 años de experiencia en el

sector y es reconocida como una de las principales aerolíneas a nivel Latinoamérica y nivel mundial. El holding cuenta con más de 18.000 empleados y tiene presencia directa en más de 27 países del mundo, consolidándose como uno de los jugadores más relevantes del sector (Avianca Holdings, 2019).

En el año 2011, la compañía decide realizar una oferta pública de acciones en la Bolsa de Valores de Colombia por un monto de cien millones de acciones (100.000.000) preferenciales sin derecho a voto. Es decir, la compañía buscó emitir títulos donde los nuevos accionistas tuvieran derecho a los dividendos que la acción otorga, mas no a ejercer control o participación directa en la compañía. Con esta emisión de acciones, la compañía buscaba conseguir recursos por un valor cercano a los COP\$500.000 millones, los cuales serían destinados principalmente a dos razones: i) programa de expansión internacional y actualización de flota de aviones y ii) necesidades corporativas del emisor y filiales. Cabe aclarar que, con la emisión de acciones, la compañía no busca disminuir el nivel de endeudamiento corporativo (Avianca Holdings, 2011).

Así mismo, la estructuración de la colocación de acciones preferenciales de Avianca Holdings se realizó en dos etapas diferentes: i) viajeros frecuentes y empleados y ii) resto del mercado (incluyendo todo tipo de inversionistas). La emisión y colocación de acciones preferenciales dio como resultados cerca de COP\$2,8 Billones de demanda, es decir poco menos de 6 veces el valor ofertado y además logro incluir cerca de 50.000 accionistas nuevos para la compañía, donde la mayoría de ellos fueron viajeros frecuentes y empleados de la compañía. Esta alternativa de surtir en la primera etapa a los empleados y viajeros frecuentes de la compañía tenía como principal propósito generar un sentido de pertenencia y de ciertamente recompensar a los viajeros frecuentes de la aerolínea (Vanguardia, 2011).

Sin embargo, la emisión y colocación de acciones de Avianca Holdings no fue tan exitosa como parece ser. El hecho de que la compañía haya tenido una demanda superior a las cinco (5) veces y haya logrado adquirir cerca de 50.000 nuevos accionistas es una señal de que la emisión fue exitosa, a pesar de que realmente no lo fue. En primer lugar, el hecho de intentar premiar a los empleados y viajeros frecuentes de la compañía parece ser una buena estrategia, pero en este caso, no lo fue. El hecho de que la mayoría de las acciones disponibles hayan quedado en manos de empleados y viajeros frecuentes, es decir, personas naturales que manejan bajos montos, lo único que hace es afectar la acción y el precio de la misma ya que las personas naturales manejan bajos montos, por lo que la acción resulta quedarse sin liquidez y además resulta ser una estrategia de corto plazo (Fajardo, A.M. 2019).

En este caso, los inversionistas institucionales casi que no participaron de la emisión de acciones y no invirtieron en la compañía, lo cual es uno de los peores signos para una acción que se transa en el mercado de valores. En resumidas cuentas, la acción fue sobre demandada, pero el problema radica en que la mayor parte de los 50.000 nuevos accionistas de la compañía están concentrados entre personas naturales, por lo que la acción no tiene un respaldo de fondo y no tiene una suficiente estabilidad hacia el largo plazo (Fajardo, A.M. 2019).

Así mismo, es importante tener en cuenta que existe un veto internacional por algunos sectores económicos y tipos de compañía por su naturaleza, por lo que los grandes inversionistas institucionales se abstienen de invertir en estas compañías. En este caso, las aerolíneas, las compañías de juegos de azar, entre otras, se encuentran dentro de este veto, por lo que la acción de Avianca Holdings no era vista tan atractiva por los grandes

inversionistas, lo cual se vio reflejado en que una pequeña parte de ellos invirtió en estas acciones (Fajardo, A.M. 2019).

Para concluir, la emisión y colocación de acciones de Avianca Holdings a primera vista parece haber sido un éxito rotundo. Sin embargo, analizando el comportamiento de los inversionistas, el tipo de inversionistas y la liquidez que logró obtener la acción, es evidente que a la compañía le hizo falta generar confianza en los grandes inversionistas del mercado, que a final de cuentas son los que le generan liquidez y estabilidad a la acción de una compañía que este listada en el mercado de valores.

En este caso, radica la gran diferencia entre el éxito de las emisiones de acciones realizadas por Ecopetrol o ISA, donde estas acciones fueron demandas por todos los inversionistas del mercado de valores y además lograron generar confianza en todos los jugadores del mercado, lo cual ha hecho que sean títulos líquidos y estables en el tiempo (Fajardo, A.M. 2019).

Es importante tener en cuenta que dentro de cualquier mercado o situación en donde diferentes empresas se listen en la bolsa y busquen financiación por parte de inversionistas, se podrán tener casos de éxito y fracaso. En esta ocasión, se vieron tres claros ejemplos de emisión de acciones en el mercado colombiano, de las cuales dos de ellas fueron exitosas y una fue vista como un fracaso. A pesar de esto, los dos casos de éxito nos demuestran que son dos de las compañías más grandes del país por nivel de ingresos, lo cual demuestra que este es un mercado limitado, al cual acceder es complicado y el cual está abierto a principalmente las grandes corporaciones del país y no a las pequeñas y medianas empresas (Fajardo, A.M. 2019).

7. Conclusiones

De toda esta investigación se puede concluir que el mercado de Renta Variable Colombiano no presenta las condiciones óptimas que incentiven a las empresas Colombianas a Listarse en La Bolsa de Valores y emitir acciones como método de financiación. Esto porque:

En primer lugar, la tendencia es que las juntas directivas de las compañías sean familiares, y que por ende, exista una inconformidad en hacer públicos sus estados financieros y demás información de la empresa, además de otorgar voz y voto en las decisiones de esta a los inversionistas que compren acciones.

En segundo lugar, el proceso de emisión, gracias a la poca flexibilidad de la regulación en este mercado, es más demorado que otras alternativas, como por ejemplo pedir un préstamo bancario.

En tercer lugar, para poder ver un real impacto en los costos de emitir versus los costos de otras alternativas de financiación, una compañía debería emitir un monto de más de 300 mil millones de COP, pero este tipo de montos solo son necesarios en compañías muy grandes, que de hecho, son las que ya están listadas.

En cuarto lugar, al no ser un mercado de muchos inversionistas, ya que para ellos tampoco es atractivo invertir por los altos costos en los que recaen al hacerlo, no es una alternativa atractiva, porque sería mucho mejor si este fuera un mercado con muchos participantes que tengan pequeños porcentajes de acciones, más que uno en el que pocos inversionistas tengan mucho porcentaje de las acciones que emite la compañía.

Para los inversionistas, invertir en empresas PYMES en el mercado de renta variable, y en especial para los inversionistas personas naturales o pequeños inversionistas, los altos costos en comisiones de compra y venta de acciones y gastos de mantenimiento de las acciones, tales como el depósito central de valores, y otros gastos bancarios asociados, no compensa la valorización de las acciones y sus pagos de dividendos, en muchas de las proyecciones de rentabilidad, como alternativa de inversión de mediano y largo plazo.

El mercado colombiano, ha mostrado un auge de fondos de capital privado, con capital tanto interno como externo, que han adquirido, en su mayoría empresas pymes y familiares, que dentro de poco necesitarán salir al mercado a vender estas empresas y así recuperar su capital invertido, siendo el mercado natural de salida, las bolsas de valores. Si en Colombia no se fortalece una recuerda especial para empresas pymes, no se logrará este cometido, y tanto los inversitas minoristas como institucionales podrán perder la posibilidad de invertir en empresa, estructuradas y organizadas, con riesgos acotados. Para 2017 Colcapital reporta en Colombia, que desde 2005, se han creado 90 Fondos de Inversión Privada, con inversiones disponibles de U\$ 4.000 millones (Revista Dinero, septiembre 2017)

Además, la falta de un mercado bursátil para pymes o medianas empresas, con liquidez y sólido, genera desconfianza de inversión para inversionistas internacionales, que han migrado importantes capitales a mercados con estructuras más sólidas, con capacidad de responder ante necesidades de inversión y liquidación de posiciones,

Entonces se puede resumir en la existencia de proteccionismo en la regulación, que vuelve costoso y lento este método de financiación; y una falta de educación financiera tanto en las empresas como en los inversionistas, que genera que las primeras no busquen esta alternativa por no querer publicar su información, y que los segundos tiendan a invertir su dinero en otros valores con menos incertidumbre, que aunque les dan rendimientos más bajos, les dan un rendimiento más seguro y con poco riesgo.

8. Recomendaciones

De acuerdo a la investigación realizada a cerca del Mercado de Valores en Colombia, específicamente el mercado de renta variable, se ha logrado concluir que este es un mercado que ha sido subutilizado en los últimos años en Colombia dada la baja oferta por parte de compañías que se listan en el mismo y la baja demanda que existe por parte de los inversionistas. Se ha logrado concluir que este es un mercado poco atractivo para los empresarios colombianos ya que son mayores las desventajas a las ventajas y además a que es un mercado donde existe un poco de liquidez en términos de número de transacciones realizadas (Guerrero, D. 2019).

De la misma manera, se ha logrado determinar que este es un mercado donde existen un gran número de trabas dada la alta reglamentación del mismo, lo cual hace que este sea un mercado sumamente costoso, tanto para los empresarios, como para los inversionistas. De acuerdo a la investigación realizada, se ha logrado determinar que el Mercado de Valores colombiano únicamente es accesible para aquellas grandes

corporaciones que generan un gran atractivo para los inversionistas y para aquellas compañías más grandes por niveles de ingresos en el país. La excesiva reglamentación, en muchas ocasiones se da por un alto proteccionismo al inversionista, lo cual a su vez hace que sea un mercado lleno de trabas y lleno de costos implícitos, tanto para las empresas como para los inversionistas (Guerrero, D. 2019).

Por otro lado, se ha logrado deducir que, por el lado de los inversionistas, este es un mercado que es atractivo únicamente para aquellos inversionistas que tienen grandes montos a invertir y no para los inversionistas pequeños y para los colombianos que quieren invertir sus ahorros en el mercado, sino por el contrario, es un mercado donde los principales inversionistas son grandes fondos de pensiones o grandes fondos de inversión. (Galván, J,C. 2019).

El hecho de que el mercado colombiano sea principalmente liderado por grandes compañías por parte de la oferta y por grandes fondos por parte de la demanda, hace que sea un mercado muy cerrado, donde se realicen pocas transacciones (en número de transacciones) y hace que sea un mercado poco atractivo. Así mismo, esto es muestra de que es un mercado donde existen grandes trabas en términos de regulaciones y costos excesivos (Galván, J, C. 2019).

Partiendo de las conclusiones realizadas en el trabajo y dadas las condiciones de la actual Bolsa de Valores de Colombia, se tiene como recomendación generar una Bolsa de Valores paralela a la actualmente existente. Esto es, con el fin de generar un nuevo mercado, donde exista un menor número de reglamentaciones, entidades que vigilan y un menor número de restricciones a la hora de realizar transacciones, lo cual va generar

menores costos para los inversionistas y para las compañías, lo cual generará un mercado mucho más atractivo para las compañías y para los inversionistas.

En términos generales, la recomendación (partiendo de la investigación realizada) es desarrollar una Bolsa de Valores alternativa, donde compañías pequeñas y medianas tengan un mayor acceso y puedan tener una opción viable de financiamiento. En muchas ocasiones, los emprendimientos y las pequeñas y medianas empresas necesitan contar con el respaldo de inversionistas y si se llega a generar un mercado de este tipo, las compañías pequeñas y medianas pueden llegar a tener una alternativa de financiación y crecimiento (Quiñones, C. 2019).

Actualmente, para las compañías pequeñas y medianas no existen incentivos claros por parte del Gobierno Nacional o del Mercado para listarse, por lo que los atractivos son pocos, lo cual ha resultado en el bajo número de compañías listadas. Si se genera una Bolsa de Valores alterna, que tenga menores requisitos de entrada y mantenimiento y el cual cuente con el apoyo del Gobierno Nacional y del mercado como tal, las compañías verán un mayor atractivo y además los inversionistas del común se sentirán más confiados y verán el mercado de renta variable como una posible opción de ahorro e inversión (Quiñones, C. 2019).

Es necesario que se genere un ambiente de Bolsa de Valores para todos, donde compañías pequeñas, medianas y grandes puedan participar activamente y ofrecer acciones a los colombianos. De la misma manera es importante generar que los colombianos se puedan envolver directamente en el mercado y no únicamente los grandes fondos de pensiones y cesantías (Quiñones, C. 2019). Si se genera una Bolsa de Valores paralela con

menor proteccionismo, menores regulaciones y menores costos de entrada y mantenimiento y además donde se genere una cultura de educación financiera, los colombianos verán en la Bolsa de Valores paralela una opción de inversión y ahorro para sus futuros y además se generará un ambiente de mutua ayuda, donde debe ser un gana-gana para todos los actores del mercado.

9. Bibliografía

Acosta, J.R. (2019). *Mercado de Renta Variable en Colombia*. [Entrevista en Vivo].

Realizada el 24 de abril de 2019 en Bogotá, Colombia

Agudelo, A. (2010). Liquidez en los mercados accionarios colombianos. ¿Cuánto hemos avanzado en los últimos 10 años? *Centro de investigaciones económicas y financieras, EAFIT*.

Agudelo, R. (2011). *Costos de Transacción Asociados a La Liquidez en La Bolsa de Valores de Colombia*. Artículo recuperado el 5 de septiembre de 2018 de la base de datos EbscoHost.

Alcaldía Mayor de Bogotá. (2014). *Decreto 1019 del 2014*. Recuperado el 3 de agosto de 2018, de <http://www.alcaldiabogota.gov.co/sisjur/normas/Norma1.jsp?i=57442a>.

Autorregulador del Mercado de Valores – AMV. (2012). *ABC Del Inversionista [Cartilla*

1]. Recuperado el 20 de abril de 2019, de

https://www.citibank.com.co/resources/pdf/Cartilla_ABC_Mercado_Valores.pdf

Avianca Holdings (A) (2011). *Emisión y colocación de acciones con dividendo*

preferencial y sin derecho a voto de AviancaTaca Holdings S.A. Recuperado el 24

de abril de 2019 de

http://s22.q4cdn.com/896295308/files/doc_downloads/stock_doc/Prospecto_de_Emisi%C3%B3n_de_Acciones_BVC-PFAVH.pdf

Avianca Holdings (B) (2019). *Informe anual 2018*. Recuperado el 24 de abril de 2019 de

http://s22.q4cdn.com/896295308/files/doc_financials/2018/AVH_-2018-Ab-4_compressed.pdf

Bancoldex. (2018). *Clasificación de Empresas Colombianas*. Recuperado el 18 de

noviembre de 2018, de <https://www.bancoldex.com/Sobre->

[microempresas/Clasificacion-de-empresas-en-Colombia315.aspx](https://www.bancoldex.com/Sobre-microempresas/Clasificacion-de-empresas-en-Colombia315.aspx)

Baños-Caballero, S. & García-Teruel, P.J. (2014). Estrategias de Financiación de las

Necesidades Operativas de Fondos y Rentabilidad de las Empresas. *Universia*

Business Review. (ISSN: 1698-5117)

Barona, B., & Rivera, J.A. (2012). Análisis Empírico de la Financiación de Nuevas

Empresas en Colombia. *Revista de Ciencias Administrativas y Sociales (Volumen*

22, Número 43).

Barrera, P. (2019). *Mercado de Renta Variable en Colombia*. [Entrevista en Vivo].

Realizada el 23 de abril de 2019 en Bogotá, Colombia

BBVA (2018). *Las Grandes Bolsas del Mundo*. Recuperado el 23 de febrero de 2019, de

<https://www.bbva.com/es/grandes-bolsas-mundo/>

Bolsa de Valores de Colombia BVC (2019). *Empresas que mueven el mercado accionario*.

Recuperado el 20 de febrero de 2019, de

<https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Empresas/Ranking+por+Capitalizaci%C3%B3n+Burs%C3%A1til?action=dummy>

Bolsa de Valores de Colombia. (2018). *Empresas Listadas en la Bolsa de Valores de Colombia*. Recuperado el 3 de agosto de 2018, de

<https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Empresas/Listado+de+Emisores>

Cabrera-Quilambaqui, I.A. (2015). Análisis de mecanismo de financiamiento: sector financiero versus Mercado de Valores -registro especial bursátil para obtener mejores alternativas de financiamiento de PYMES. *Universidad San Francisco de Quito*.

Castro, S.L. (2019). *Mercado de Renta Variable en Colombia*. [Entrevista en Vivo].

Realizada el 25 de febrero de 2019 en Bogotá, Colombia.

Correa, J.S.- Murillo O. J.H. (2014). *Escritura e Investigación Académica. Una guía para la elaboración del trabajo de grado*. Editorial CESA.

Ecopetrol (A) (2007). *Objetivos y beneficios de la emisión de acciones*. Recuperado el 20 de marzo de 2019 de

<https://www.ecopetrol.com.co/documentos/Objetivos%20y%20beneficios.pdf>

Ecopetrol (B) (2007). *Prospecto de información constitutivo del programa de emisión y colocación de acciones de Ecopetrol*. Recuperado el 20 de marzo de 2019 de

<https://www.ecopetrol.com.co/documentos/PROSPECTO%20INFORMACION%20ECOPETROL.pdf>

Ecopetrol (C) (2007). *Resultados de la colocación de acciones*. Recuperado el 20 de marzo de 2019 de

https://www.ecopetrol.com.co/documentos/40800_RESULTADOS_DE_ADJUDICACION.pdf

Ecopetrol (A) (2011). *Adenda al prospecto de información constitutivo del programa de colocación y emisión de acciones ordinarias de Ecopetrol S.A.* Recuperado el 4 de abril de 2019 de

https://www.ecopetrol.com.co/documentos/54043_Adenda_al_Prospecto_-_Julio_22_de_2011.pdf

Ecopetrol (B) (2011). *Adjudicación segunda ronda capitalización privada*. Recuperado el 4 de abril de 2019 de [https://www.ecopetrol.com.co/documentos/Resultados-](https://www.ecopetrol.com.co/documentos/Resultados-Adjudicacion-Segunda-Ronda.pdf)

[Adjudicacion-Segunda-Ronda.pdf](https://www.ecopetrol.com.co/documentos/Resultados-Adjudicacion-Segunda-Ronda.pdf)

Ecopetrol © (2011). *Programa de emisión y colocación de acciones*. Recuperado el 29 de marzo de 2019 de

https://www.ecopetrol.com.co/documentos/54047_En_quec_onsiste.pdf

Ecopetrol (2019). *Reporte integrado de gestión sostenible 2018*. Recuperado el 20 de abril

de 2019 de <https://www.ecopetrol.com.co/documentos/190306%20-%20Reporte%20Integrado%20de%20Gesti%C3%B3n%20Sostenible%202018%20-%20DI.docx.pdf>

Fajardo, A.M. (2019). *Mercado de Renta Variable en Colombia*. [Entrevista en Vivo].

Realizada el 25 de abril de 2019 en Bogotá, Colombia

Fandiño, Ch. (2019). *Mercado de Renta Variable en Colombia*. [Entrevista en Vivo].

Realizada el 22 de abril de 2019 en Bogotá, Colombia

Galván, J.C. (2019). *Mercado de Renta Variable en Colombia*. [Entrevista en Vivo].

Realizada el 22 de marzo de 2019 en Bogotá, Colombia

Good, W. R. (1972). Valuation of Quality-Growth Stocks. *Financial Analysts Journal*, 47-56.

Guerrero, D. (2019). *Mercado de Renta Variable en Colombia*. [Entrevista en Vivo].

Realizada el 12 de marzo de 2019 en Bogotá, Colombia.

Gutiérrez, H., & Pombo, C., (2009). *Mercados de Capitales y Gobierno Corporativo en Colombia*.

ISA (A) (2007). *Exitosa colocación de acciones logró ISA*. Recuperado el 21 de abril de 2019 de <http://www.isa.co/es/sala-de-prensa/Documents/comunicados/2007-12-07-exitosa-colocacion-de-acciones-logro-isa.pdf>

ISA (B) (2007). *Programa de democratización “ISA acciones para todos”*. Recuperado el 20 de abril de 2019 de <http://www.isa.co/es/sala-de-prensa/Documents/relacion-con-inversionistas/programa-de-acciones/2007-08-10%20presentacion-programa-democratizacion-isa-acciones-para-todos-2000-2002.pdf>

ISA (2009). *Informe anual 2009*. Recuperado el 19 de abril de 2019 de <http://www.isa.co/es/sala-de-prensa/Documents/nuestra-compania/informes-empresariales/2010-01-01%20informe-anual-2009.pdf>

ISA (2010). *Programa de acciones*. Recuperado el 20 de abril de 2019 de <http://www.isa.co/es/sala-de-prensa/Documents/relacion-con-inversionistas/programa-de-acciones/2014-05-13-programa-acciones.doc.pdf>

ISA (2011). *Prospecto de información de la emisión de acciones ordinarias de Interconexión Eléctrica S.A.E.S.P.* Recuperado el 20 de abril de 2019 de <http://www.isa.co/es/sala-de-prensa/Documents/relacion-con-inversionistas/programa-de-acciones/2010-03-23%20prospecto-definitivo-de-emision-acciones-2009.pdf>

ISA (2019). *Presentación Corporativa*. Recuperado el 20 de abril de 2019 de <http://www.isa.co/es/sala-de-prensa/Documents/nuestra-compania/presentacion-corporativa/ISA-presentacion-corporativa-%20DIC4.pdf>

- Lemmon, M. Xiaolei Liu, L. Qinghao Mao, M. & Nini, G. (2009). *Securitization and Capital Structure in Non-Financial Firms: An Empirical Investigation*. Artículo recuperado de The Journal of Finance. [Vol. 69. No.4. Agosto de 2014].
- Mayorga, J. & Alba, M. (2015). *Modelo Alternativo de Financiamiento para Pymes (Mercado de Valores)*. Artículo recuperado del 4to Simposio de Investigación en Ciencias Económicas, Administrativas y Contables.
[<http://www.unilibre.edu.co/bogota/pdfs/2016/4sin/B72.pdf>]
- Merco (2018). *Merco empresas. Ranking empresas 2018*. Recuperado el 17 de abril de 2019 de <http://merco.info/co/ranking-merco-empresas>
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American economic review*, 48(3), 261-297.
- Pineda-Galarza, J. (2017). Factores de éxito en el financiamiento alternativo para medianas empresas. *IE Law School (Número 111)*
- Quiñones, C. (2019). *Mercado de Renta Variable en Colombia*. [Entrevista en Vivo].
Realizada el 1 de abril de 2019 en Bogotá, Colombia
- Salinas, S. (S.F.). *El financiamiento empresarial a través de emisión de valores: ventajas, desventajas y perspectivas*. Recuperado el 20 de agosto de 2018, de <http://revistas.pucp.edu.pe/index.php/themis/article/viewFile/11695/12247>
- Sandoval, H (2014). *Análisis de las causas de la escasa inversión de los colombianos en el Mercado de Valores*. Recuperado el 3 de agosto de 2018 de <https://repository.unimilitar.edu.co/bitstream/10654/12112/1/AN%C3%81LISIS%2>

0DE%20LAS%20CAUSAS%20DE%20LA%20ESCASA%20%20INVERSI%C3%
93N%20DE%20LOS%20COLOMBIANOS%20EN%20EL%20MERCADO%20D
E%20VALORES.pdf

Secretaría del Senado (2005). *Ley 964 de 2005*. Recuperado el 3 de agosto del 2018, de http://www.secretariasenado.gov.co/senado/basedoc/ley_0964_2005.html

Uribe, J.M. (2007). *Características del Mercado Accionario Colombiano 2001-2006: un Análisis Comparativo*. Banco de la República de Colombia.

Valencia, G. (2014). *La historia de una élite que se creía demasiado grande para caer*. Editorial Semana (Bogotá, Colombia).

Vanguardia. (2011). *Emisión de acciones de Avianca-Taca no dio abasto*. Recuperado el 21 de abril de 2019, de Vanguardia Sitio web: <https://www.vanguardia.com/deportes/mundial-de-futbol/101318-emision-de-acciones-de-avianca-taca-no-dio-abasto-LCVL101318>

Anexo 1 – Perfil de Entrevistados

A continuación, se desarrollará el perfil de cada una de las personas que se entrevistó, y la pertinencia de realizar cada entrevista en esta investigación:

Sandra Lucía Castro: más de 15 años de experiencia en estructuración de emisiones accionarias en el mercado Colombiano, participó en la estructuración de la emisión de Grupo Carvajal, Avianca, entre otras. Hoy en día es la directora de las estructuraciones en la Banca de Inversión en Corredores Davivienda.

Diego Guerrero: más de 15 años de experiencia en la comercialización de acciones (trader). Ha manejado diversos portafolios de inversionistas y conoce del mercado de renta variable colombiano ya que es asesor de inversión en dicho mercado. Hoy en día es uno de los líderes de la parte comercial de renta variable en Corredores Davivienda.

Juan Camilo Galvan: Más de 11 años de experiencia en el mercado bursátil de Colombia y Perú. Actualmente, se desempeña como Head Portfolio Manager de BBVA Continental Asset Management en Lima, Perú. En su experiencia, ha trabajado directamente como trader y portfolio manager de importantes fondos de inversión en renta fija y variable. Cuenta con un programa de educación ejecutiva en finanzas internacionales del Campus BBVA, IEB.

Camilo Quiñones: Más de 9 años de experiencia de planeación financiera y gerencia financiera del sector financiero, retail e hidrocarburos. Durante sus años de experiencia como CFO de diversas compañías, ha liderado procesos de colocación de bonos en el mercado de valores colombiano. Desde su perspectiva del sector empresarial colombiano, Camilo ha analizado diversas oportunidades de ser emisor de renta variable y renta fija en el mercado.

Christian Fandiño: Joven de 32 años que invierte en acciones del mercado de renta variable colombiano. Lleva 10 años invirtiendo en este mercado y lo conoce ampliamente. Adicionalmente, es asociado en el área de Finanzas Corporativas en el Banco Itaú, en donde se encarga de prestarle dinero a las empresas. (esto es importante en la investigación porque es la contraparte de la financiación por medio de la emisión de acciones)

Pedro Barrera: Joven de 30 años que invierte en renta variable en otros países, esta posición es importante porque ayuda a aclarar por qué las nuevas generaciones prefieren invertir en mercado extranjero en vez de en el colombiano.

José Roberto Acosta: experto en el mercado de renta variable con más de 30 años de experiencia. Consultor en términos de inversión y reconocido por ser un comentarista en todos estos temas de finanzas en el país. Su conocimiento y poder crítico son pertinentes para entender el contexto de la situación del mercado de renta variable de Colombia.

Ana María Fajardo: más de 20 años de experiencia en el sector de renta variable colombiano, inversionista y profesora de la temática en el Colegio de Estudios Superiores de Administración-CESA.

Anexo 2 – Banco de Preguntas Entrevistas

Para tener una idea más clara sobre lo que se realizó en términos de metodología, a continuación, se expondrán las preguntas empleadas en las entrevistas. Según el perfil del entrevistado se formuló una entrevista para cada uno:

- ¿Cuál es el método de financiación más adecuado para una empresa y por qué?
- ¿Cómo funciona la entidad encargada de regular el Mercado de Valores?
- Comparando el mercado accionario colombiano con otros mercados a nivel mundial ¿cuál considera usted que ha sido su comportamiento desde el inicio hasta ahora, y que mejoras y desmejoras ha tenido?

- ¿Cuál es el proceso que se debe llevar a cabo para usar la emisión de acciones como forma de financiación?
- ¿Qué características debe tener una compañía que se financia por medio de la emisión de acciones?
- ¿Conoce usted alguna empresa que use este método para financiar sus operaciones? De ser así, ¿Cuáles son los beneficios que considera que este método le ofrece a dicha/as empresa/as?
- Si alguna vez ha hecho parte de la toma de decisión sobre qué método de financiación emplear en una compañía ¿Cuáles son los criterios que utilizó a la hora de escoger el método de financiación y por qué? ¿Cuál fue el impacto financiero que tuvo dicha decisión en la compañía? (en términos de indicadores financieros)
- En el caso en que usted considere una mala opción financiar las operaciones de la compañía por medio de la emisión de acciones ¿Cuáles son las razones que lo llevan a descartar este método?
- Nombre tres puntos en los que considera que el mercado accionario deba mejorar para incentivar su uso como método de financiación.
- Nombre tres puntos en los que considera que las compañías deban trabajar para ser aptas para usar este método de financiación
- De su opinión frente a los siguientes temas: Tolerancia al riesgo en Colombia, Escándalo de Interbolsa, Indicador Debt to Equity
- ¿Cuáles considera que son las 3 principales causas por las cuales la gran mayoría de empresas colombianas no usan la emisión de acciones como método de financiación?

- Si tuviera que organizar el proceso de emisión de acciones de una empresa en 5 pasos ¿Cuáles serían? ¿Cuáles serían los costos aproximados involucrados en dicho proceso?
- En los mercados internacionales se exige que cuando un comprador minoritario quiere comprar o vender unas acciones, quien estructuró debe siempre darle un precio de compra y de venta. En Colombia esta no es una exigencia, pero en el momento de estructurar acciones ¿Cómo manejan esta situación? Ya que para un accionista minoritario es importante tener estos precios estipulados.
- Según su tamaño (Pymes y grandes empresas) ¿Cuál opción de financiamiento es menos costosa entre la bancaria y la emisión de acciones?
- En su concepto ¿Cuáles son las tres principales ventajas y desventajas de emitir acciones como método de financiación?
- Podría mencionar un caso de éxito y uno de fracaso que en medio de su experiencia haya podido ver de empresas que hayan emitido acciones.

