

MODELO FINANCIERO PARA LA INCLUSIÓN DE LAS PYMES A LAS DIFERENTES ALTERNATIVAS DE CAPITALIZACIÓN EN COLOMBIA

Camilo Estrada Arango

Santiago Maya Fajardo

**Trabajo de grado para optar al título de
Ingeniero Administrador**

Javier Vicente Jaramillo



**ESCUELA DE INGENIERÍA DE ANTIOQUIA
INGENIERIA ADMINISTRATIVA
ENVIGADO
AÑO 2015**

AGRADECIMIENTOS

Agradecemos profundamente a nuestras familias por el apoyo incondicional, a nuestro profesores y compañeros por los conocimientos compartidos y especialmente a la Escuela de Ingeniería de Antioquia por ser una parte fundamental en nuestra formación como ingenieros administradores.

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

INDICE

Introducción	13
1. Preliminares	15
1.1. Planteamiento del problema.....	15
1.1.1. Contexto y caracterización del problema.....	15
1.1.2. Formulación del problema.....	16
1.2. Antecedentes.....	16
1.3. Justificación	19
1.4. Objetivos del proyecto.....	20
1.4.1. Objetivo General.....	20
1.4.2. Objetivos Específicos.....	20
1.5. Marco de referencia.....	21
1.5.1. Pymes	21
1.5.1.1. Estructura de capital de las pymes	21
1.5.2. Alternativas de financiamiento.....	22
1.5.3. Mercado financiero.....	24
1.5.3.1. Agentes del mercado financiero.....	24
1.5.3.1.1. Bolsa de Valores de Colombia	24
1.5.3.1.1.1. Contexto legal.....	25
1.5.3.1.1.2. Plataformas de Inversión	26
1.5.3.1.2. Superintendencia Financiera de Colombia	27
1.5.3.1.3. Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia.....	27
1.5.3.1.4. Comisionistas de bolsa.....	27
1.5.3.1.5. Portafolios de inversión.....	28
1.5.3.1.5.1. Fondos de inversión	29
1.5.3.1.5.1.1. Fondos de Capital Privado en Colombia.....	30
1.5.3.1.6. Establecimientos de crédito.....	32
1.5.4 La valoración de empresas	33
1.5.4.1 El método de flujo de caja descontado	33
2. Metodología.....	34
3. Desarrollo del proyecto	36
3.1. Estudio de mercado	36
3.1.1. Entorno Macroeconómico.....	36
3.1.2. Pymes en Colombia.....	39
3.1.2.1. Encuestas Pymes.....	41
3.2. Comparación de las alternativas de capitalización.....	43
3.2.1. Emisión de Acciones.....	45
3.2.2. Emisión de Bonos	46
3.2.3. Créditos de los establecimientos de crédito.....	46
3.2.4. Capitalización por medio de un fondo de capital privado	49
3.2.5. Análisis de las alternativas	51
3.3. Modelación Financiera	54
3.3.1. Descripción de la metodología.....	54

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

3.3.2. Objetivo.....	55
3.3.3. Supuestos de proyección escenario base.....	55
3.3.3.1. Supuestos operativos.....	55
3.3.3.2. Supuestos de riesgo.....	55
3.3.4. Supuesto escenario de endeudamiento.....	56
3.3.4.1. Supuestos operativos.....	56
3.3.4.2. Supuestos de riesgo.....	56
3.3.5. Supuestos escenario de capitalización patrimonial.....	56
3.3.5.1. Supuestos operativos.....	56
3.3.5.2. Supuestos de riesgo.....	56
3.3.6. Prima compañía.....	56
3.3.7. Resultados del ejercicio.....	59
3.4. Alternativa seleccionada.....	59
3.4.1. Las pymes y los fondos de capital privado.....	59
3.4.1.1. Aspectos que deben tener en cuenta las pymes.....	59
3.4.1.2. Rentabilidad de los inversionistas versus beneficio para las pymes.....	60
3.4.1.3. Elección del FCP.....	61
3.4.1.4. Evaluación de los fondos de capital privado.....	62
3.4.1.5. La valoración de la compañía.....	63
3.4.1.6. Proceso de Inversión.....	63
3.4.1.7. Tipos de Inversión de los FCP.....	65
3.4.1.8. Estructura financiera y clases de capital privado implementado por los FCP.....	66
3.4.1.9. Asesoría profesional.....	67
3.4.1.10. Principales contratos.....	68
3.4.1.11. Salida del FCP.....	69
3.4.2 Marco legal de los FCP.....	70
3.4.2.1. Constitución del Fondo.....	70
3.4.2.2. Política de inversión.....	71
3.4.2.3. Reglamento del FCP.....	72
3.4.2.4. Obligaciones de la sociedad administradora.....	72
3.4.2.5. Gerente del FCP y gestor Profesional.....	73
3.4.2.6. Aspectos tributarios y fiscales.....	74
4. Discusión de resultados.....	75
5. Conclusiones y consideraciones finales.....	79
6. Bibliografía.....	81

LISTA DE TABLAS

	pág.
Tabla 1. Indicadores de Colombia en el Foro Económico Mundial (Doing Business, Banco Mundial, 2014).....	37
Tabla 2. Indicadores de los parámetros de la creación de empresas en Colombia (Doing Business, Banco Mundial, 2014).....	38
Tabla 3. Distribución de las pymes según la actividad económica (Ministerio de Comercio, Industria y Turismo, 2014)	40
Tabla 4. Matriz de análisis de las diferentes alternativas de financiación y/o capitalización	52
Tabla 5. Prima de riesgo compañía en el escenario base.....	57
Tabla 6. Prima de riesgo compañía en el escenario con deuda.....	58
Tabla 7. Prima riesgo compañía en el escenario con equity	58
Tabla 8. Aspectos que se deben tener en cuenta al buscar un FCP (Colombia Capital, 2008)	62
Tabla 9. Etapas de la negociación con un FCP (Colombia Capital, 2008)	65
Tabla 10. Clases de capital usadas por un FCP (Colombia Capital, 2008)	67

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

LISTA DE FIGURAS

	pág.
Ilustración 1. Indicadores macroeconómicos(Investigaciones Económicas Bancolombia, 2015)	36
Ilustración 2. Distribución de las empresas en Colombia según su tamaño (DANE, 2012)	39
Ilustración 3. Porcentaje de pymes que solicitaron un crédito bancario (Anif, 2014)	42
Ilustración 4. Respuesta a la pregunta: ¿Accedió a otras fuentes de financiamiento aparte del crédito bancario? (Anif, 2014)	42
Ilustración 5. Fuentes de financiación al momento de iniciar una empresa (MinCIT, 2014)	43
Ilustración 6. Muestra tasas de interés de créditos comerciales ordinarios (Superintendencia Financiera de Colombia, 2015)	48
Ilustración 7. Muestra de tasas de interés de créditos comerciales preferenciales (Superintendencia Financiera de Colombia, 2015)	48
Ilustración 8. Muestra de tasas de interés de créditos comerciales de tesorería (Superintendencia Financiera de Colombia, 2015)	49
Ilustración 9. Muestra de tasas de interés de microcréditos (Superintendencia Financiera de Colombia, 2015)	49
Ilustración 10. Tasa de descuento en el escenario de endeudamiento	77
Ilustración 11. Tasa de descuento en el escenario de capitalización	78

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

LISTA DE ANEXOS

Anexo 1. Deuda vs Equity (Archivo de Excel)

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

GLOSARIO

ACCIÓN: Título de propiedad de carácter negociable representativo de una parte alícuota del patrimonio de una sociedad o empresa. Otorga a sus titulares derechos que pueden ser ejercidos colectivamente y/o individualmente. (Superintendencia Financiera de Colombia, 2015)

ÁNGELES INVERSIONISTAS: Son aquellas personas que cuentan con experiencia en los negocios y están interesadas en promover la iniciativa empresarial.

BANCO COMERCIAL: Institución que se dedica al negocio de recibir dinero en depósito y darlo a su vez en préstamo, sea en forma de mutuo, de descuento de documentos o de cualquier otra forma. Se consideran además todas las operaciones que natural y legalmente constituyen el giro bancario. (Superintendencia Financiera de Colombia, 2015)

BOLSA DE VALORES: Establecimiento público o privado, donde personas calificadas realizan operaciones de compraventa de títulos valores por orden de sus clientes. Es un mercado centralizado y regulado. (Superintendencia Financiera de Colombia, 2015)

BONO: Son títulos que representan una parte de un crédito constituido a cargo de una entidad emisora. Su plazo mínimo es de un año; en retorno de su inversión recibirá una tasa de interés que fija el emisor de acuerdo con las condiciones de mercado, al momento de realizar la colocación de los títulos. Por sus características estos títulos son considerados de renta fija. Además de los bonos ordinarios, existen en el mercado bonos de prenda y bonos de garantía general y específica y bonos convertibles en acciones. (Superintendencia Financiera de Colombia, 2015)

CAPEX: Inversiones en activo fijo.

CAPITAL: Es la suma de todos los recursos, bienes y valores movilizados para la constitución y puesta en marcha de una empresa. Es su razón económica. Cantidad invertida en una empresa por los propietarios, socios o accionistas. (Superintendencia Financiera de Colombia, 2015)

CAPITALIZACIÓN: Reinversión o reaplicación de los resultados, utilidades o reservas, al patrimonio de la empresa. Ampliación del capital pagado mediante nuevas emisiones de acciones. (Superintendencia Financiera de Colombia, 2015)

CREDITO COMERCIAL: Se definen como créditos comerciales todos los créditos distintos a los de vivienda, de consumo y microcrédito. El crédito comercial comprende los créditos ordinario, preferencial o corporativo y el de tesorería dependiendo de del plazo y el tipo de cliente (Superintendencia Financiera de Colombia, 2015). El crédito comercial preferencial se le asigna a personas o entidades que están en la capacidad de entrar a negociar la tasa siempre cuando sea un crédito con un plazo mayor a 30 días. El crédito comercial de tesorería es aquel crédito preferencial que se puede asignar con un plazo menor a los 30

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

días, por último, el crédito comercial ordinario es aquel que no se puede clasificar en ninguno de los anteriores.

DUE DILIGENCE: Análisis de cifras comerciales y/o financieras que un potencial inversionista realiza en una compañía determinada.

EBOBSON: Tasa de rendimiento del mercado accionario estadounidense medida desde 1910 hasta el día de hoy.

EMBI: Indicador publicado por la firma JP Morgan que busca dar una calificación a la tasa de riesgo país comparando las tasas de retorno de los bonos nacionales de cada país.

ESTRUCTURA DE CAPITAL: Financiamiento permanente a largo plazo de la empresa representada por deuda a largo plazo, capital preferente y capital contable (el capital contable consta del capital social, el superávit de capital y las actividades retenidas). La estructura de capital es distinta de la estructura financiera porque esta última incluye también el pasivo a corto plazo y las ventas de reserva (Superintendencia Financiera de Colombia, 2015).

FACTORING: Operación consistente en la compra total o parcial de una empresa por parte de otra (denominada factor) que asume los riesgos relativos al cobro. El factor garantiza el pago de la cartera comprada en su vencimiento. (Superintendencia Financiera de Colombia, 2015)

FONDO DE INVERSION: Conjunto de recursos administrados por una Sociedad de Inversión, que los aplica en una cartera de títulos diversificada, distribuyendo los resultados a los participantes, proporcionalmente al número de unidades poseídas. (Superintendencia Financiera de Colombia, 2015)

MERCADO DE CAPITALES: Es el conjunto de mecanismos a disposición de una economía para cumplir la función básica de la asignación y distribución, en el tiempo y en el espacio, de los recursos de capital, los riesgos, el control y la información asociados con el proceso de transferencia del ahorro a la inversión. (Superintendencia Financiera de Colombia, 2015)

MICROCRÉDITO: Se refiere a todo tipo de crédito que se le otorgue a microempresas y que cuyo saldo de endeudamiento no sea superior a 25 salarios mínimos legales mensuales vigentes (Superintendencia Financiera de Colombia, 2015).

PAYOUT: Porcentaje de la utilidad neta que se destina para ser repartida entre los accionistas a manera de dividendos

PENNY STOCKS: Se refiere a las “acciones centavo” definidas por la SEC (Securities and Exchange Commission) como las acciones de bajo precio que generalmente son las acciones de las pequeñas empresas.

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

PYME: empresa mercantil, industrial, entre otras, compuesta por un número reducido de trabajadores, y con un moderado volumen de facturación.(Real Academia Española, 2015)

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

RESUMEN

Si bien los mercados financieros de Colombia se han venido desarrollando cada vez más y con este desarrollo se han incrementado las alternativas de financiación para las compañías, actualmente, por razones mayormente de índole legal, la gran mayoría de productos que ofrecen estos mercados son accesibles exclusivamente para los grandes grupos empresariales del país. Por su parte, las pequeñas y medianas empresas en Colombia no cuentan con el gran abanico de oportunidades de financiación y/o capitalización que ofrecen los mercados financieros internacionalmente y la consecución de recursos para ellas se limita a las alternativas más tradicionales como los créditos bancarios, el apalancamiento con los proveedores o la inyección de capital por parte de sus socios. Le corresponde a este trabajado de grado analizar las diferentes opciones de financiación y/o capitalización que se ofrecen para las pequeñas y medianas empresas en Colombia, para luego hacer un análisis detallado de los diferentes impactos que tiene cada alternativa sobre la compañía y sus socios en los aspectos legales, financieros, de riesgo, entre otros; para finalmente concluir identificando y describiendo detalladamente la alternativa de financiación que genera el mayor valor para la empresa.

Dicho esto, gracias al estudio que se realizó se encontró que la mejor alternativa para capitalizar una pyme es por medio de un fondo de capital privado, el cual gracias a su modelo de inversión permite a las pymes obtener capital a largo plazo y adicionalmente un apoyo y asesoría constante en los diversos temas que puede rodear el entorno de una compañía, tales como el mercadeo, la distribución, la planeación financiera, entre otros.

Palabras clave: pyme, capitalización, financiación.

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

ABSTRACT

While Colombia's financial markets have been developing more and with this development have increased financing alternatives for companies currently mostly for reasons of legal nature, the vast majority of products offered by these markets are exclusively accessible for large business groups. Meanwhile, small and medium enterprises in Colombia do not have the wide range of funding opportunities and / or capitalization offered by the financial markets internationally and obtaining resources for them is limited to the more traditional alternatives such as bank loans, leverage with suppliers or the injection of capital by its partners. It is for this grade worked analyze the different financing options and / or capitalization that are offered for small and medium enterprises in Colombia, and then make a detailed analysis of the different impacts of each alternative on the company and its partners legal, financial, risk, among others; to finally conclude by identifying and describing in detail the financing alternative that generates the most value for the company.

That said, thanks to the study conducted found that the best alternative is to capitalize an SME by means of a private equity fund, which thanks to its investment model enables SMEs to obtain long-term capital and further support and constant advice on the various issues that may surround the environment of a company such as marketing, distribution, financial planning, among others.

Key words: pyme, capitalization, funding

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

INTRODUCCIÓN

A través del tiempo los mercados financieros han venido evolucionando y con ellos han comenzado a aparecer una gran cantidad de alternativas para que las personas y las empresas inviertan sus sobrantes de capital en un abanico bastante amplio de figuras financieras, las cuales que cada vez abarcan más mercados alrededor del mundo. Esta interconexión financiera también ha permitido que estos sobrantes de capital sean utilizados para financiar los diferentes proyectos que tienen las compañías alrededor del mundo, que de igual forma encuentran cada vez más cantidad de productos, herramientas y servicios que se adecúan a sus necesidades de capital.

En el contexto colombiano el desarrollo de estos mercados no ha sido tan visible por razones de índole político y económico, entre otras. Esto también se ha dado por que el acceso a las herramientas y servicios que se ofrecen alrededor del mundo todavía es ajeno para la mayoría de las compañías locales, que son en gran parte pequeñas y medianas empresas con niveles de ingresos y activos poco atractivos para las dinámicas de los inversionistas internacionales, además de esto, los bajos niveles de capacitación de los equipos gerenciales limitan el acceso a la información necesaria para hacer parte del desarrollo financiero mundial. Por otra parte, el mercado financiero colombiano todavía carece de la confianza necesaria por parte de los mercados internacionales, todo esto debido a la mala reputación de la que goza el país y a los recientes desplomes en algunas de las principales firmas de manejo de capitales locales, esto hace que la regulación por parte del gobierno para ingresar al mercado financiero local sea bastante estricta y genere una serie de requisitos que difícilmente una pequeña o mediana empresa es capaz de cumplir.

El contexto mencionado anteriormente ha llevado a las pequeñas y medianas empresas de Colombia a tener que recurrir a los mecanismos tradicionales de financiación para conseguir los recursos necesarios para poder emprender sus nuevos proyectos. Las alternativas más comunes a las que recurren estas empresas se limitan a créditos con establecimientos financieros, el apalancamiento con sus propios proveedores o la capitalización a través de sus accionistas. Cada una de estas alternativas presenta elementos positivos y negativos que le generan o le destruyen valor a la empresa. El análisis y la interpretación de estos elementos son el objetivo principal de este trabajo de grado que se desarrolla en cuatro objetivos específicos. El primero es el hecho de poner en contexto las pequeñas y medianas empresas en Colombia identificando sus principales características y analizando su desempeño en el mercado local. En una segunda instancia este trabajo describe al detalle cada una de las alternativas de financiación y/o capitalización a las que una pequeña o mediana empresa tiene acceso en Colombia. Luego en una tercera etapa se analizan a través de modelos financieros las dos principales alternativas; financiarse por medio del pasivo financiero o capitalizarse con recursos frescos provenientes de sus accionistas o algún inversionista interesado, con esto se busca comparar la generación de valor que cada una le aporta a la compañía. Para finalizar se identifica el fondo de capital privado como la mejor opción de

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

consecución de recursos para una pequeña o mediana empresa en Colombia y se describen más al detalle las características y los requisitos que presenta esta opción de capitalización.

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

1. PRELIMINARES

1.1. Planteamiento del problema

1.1.1. Contexto y caracterización del problema

Al ver y analizar las estrategias y las tendencias de los mercados financieros alrededor de todos los países considerados potencias en el mundo, se puede identificar claramente que hay un factor común en sus sectores financieros; este factor es claramente la inclusión a los mercados financieros, tanto desde el punto de vista de la persona natural, como desde el punto de vista de la persona jurídica, en este caso las empresas privadas. Si se mira el caso de Estados Unidos, que aunque es la mayor potencia mundial y la comparación tiene una brecha evidente, se puede ver que el 88% de las personas mayores de 15 años tiene algún tipo de cuenta con alguna institución bancaria y el 82% tiene asignado algún crédito formal, mientras que para estos mismos rubros Colombia tiene un 30% y un 22% respectivamente (ENCUESTA DE INCLUSIÓN FINANCIERA (GLOBAL FINDEX) DEL BANCO MUNDIAL, 2013). Dicho esto es fácil darse cuenta de la distancia que hay entre un país y el otro en términos de la inclusión financiera de personas naturales. A la hora de analizar la inclusión de empresas al sector financiero y las diferentes alternativas de capitalización y/o financiación que existen, se puede ver que en Estados Unidos hay muchísimas más alternativas, desde los ángeles inversionistas, los fondos de capital privado y el mercado accionario, lo que hace que las empresas obtengan dinero para su crecimiento; en Colombia, debido a muchos factores, estos modelos apenas han comenzado a desarrollarse y cada día se trabaja por lograr una mayor inclusión, evidencia de esto es que solo un poco más de 70 empresas han emitido acciones en toda la historia.

Cada vez está más demostrado que la integración económica y financiera es una de las palancas del crecimiento de un país, pues desde el punto de vista de la persona natural, promueve el ahorro, la obtención de seguros, el acceso a créditos y se ha comprobado que esta integración tiene una correlación directa con la generación de empleo (Cull, Ehrbeck, & Holle, 2014). Todo esto también influye a las empresas, que cada vez tienen mayores oportunidades de financiación, menores costos de transacción y además obtienen una reducción en los riesgos. Adicional a esto, gracias a la integración financiera y económica, se genera un crecimiento nacional del sistema financiero que permite a diferentes entidades privadas la creación de nuevos modelos que ayudan a abordar otras prioridades del desarrollo (Cull, Ehrbeck, & Holle, 2014).

En Colombia, como en un país en vía de desarrollo, el crecimiento del sector financiero está en un momento de mucha relevancia. Esto se ve demostrado en la intención de los grandes bancos del país en incluir cada vez más empresas en el mercado financiero; pero el problema en este caso no es ese, pues está bien que las pequeñas y medianas empresas conozcan los beneficios de entrar en este medio y descubran las oportunidades

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

de financiación y/o capitalización, pero la realidad es que las oportunidades de financiación y/o capitalización son escasas para las empresas que carecen de organización y estructura financiera. Las microempresas y las Pymes son más del 90% de las empresas del país (Sanchez, Osorio, & Baena, 2007) y generalmente son empresas con dificultades de financiación pues dependen de capital propio, y es ahí donde surgen los problemas debido a las dificultades que tiene una compañía para iniciar y poder mantenerse en el mercado.

Toda esta actualidad, donde se evidencia claramente la tendencia a ser un país cada vez más incluyente financieramente y donde se busca erradicar las operaciones ilegales en las empresas, hacen de las pymes un segmento potencial para ingresar en el mercado de capitales del país buscando una capitalización legal y beneficiosa, que a su vez al ser obtenida mediante el mercado financiero actual, puede ser monitoreada mucho más fácil ayudando de esta forma a la erradicación de la ilegalidad.

Las Pymes desde su creación presentan grandes dificultades en dos problemas principales que son: la estructura financiera y la escases de capital de trabajo, además de la carencia de recursos humanos altamente calificados. Colombia no ha sido la excepción en este aspecto y también presenta estos problemas. Teniendo en cuenta lo anterior se puede ver que, ajeno a las dificultades, el país presenta cifras alentadoras pues el aumento de la creación de empresas entre el año 2013 y el año 2014 fue del 28,7% en todo el país (Confecámaras, 2015), adicionalmente se dio un aumento de la clase media que ya llego a los 12.5 millones de personas (Andi, 2013) y un crecimiento de la bancarización en Colombia , que en el 2006 lograba cubrir tan solo un 29,2% de la población y hoy en día es de alrededor del 70% (Tafur Saiden, 2009). Partiendo de todo esto, existe una evidente necesidad de las Pymes de nuestro país el hecho de buscar diferentes alternativas de financiación/capitalización.

1.1.2. Formulación del problema

Si bien el mercado de capitales y las alternativas de capitalización/financiación están establecidas desde hace muchos años en el país, sigue siendo evidente la ineficiencia de estos sistemas; es por esto que es un tema de sumo intereses la implementación de algún modelo de capitalización que le brinde confianza e inclusión a las pequeñas y medianas empresas, de tal forma que se facilite la tramitología para ingresar a este llamativo mercado y puedan obtener financiamiento un mayor número de empresas en el país. De esta forma se pretende dar un giro al desarrollo de las pequeñas y medianas empresas de Colombia, brindándoles oportunidades de financiación/capitalización acordes a sus necesidades, concepto que hasta el día de hoy tiene muy poca fuerza en Colombia.

1.2. Antecedentes

En un estudio realizado por unos profesores de la Universidad tecnológica de Pereira denominado "Algunas aproximaciones al problema de financiamiento de las pymes en Colombia" plantearon el problema de financiamiento que tiene las Pymes en Colombia. En este artículo se analizó que el gobierno nacional ha implementado diferentes leyes para

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

ayudar a las pymes, como son la ley 590 o ley Mipyme, que fue modificada en el 2004 por la ley 905. De esta Ley salen aspectos importantes como son: la creación de los Consejos de Microempresas y de Pymes y algunas consideraciones de tipo administrativo que las entidades financieras tienen que considerar para el microcrédito (Sanchez, Osorio, & Baena, 2007). También se creó en el 2004 el Fondo Colombiano de modernización y Desarrollo Tecnológico de las micro, pequeñas y medianas empresas – FOMIPYME y adicionalmente se creó el Sistema Nacional de Apoyo y Promoción de las Mipymes cuyo objetivo es el de asegurar la adopción y ejecución de las políticas públicas de fomento a las micro, pequeñas y medianas empresas con el propósito de generar empleo y crecimiento económico sostenido (Sanchez, Osorio, & Baena, 2007). Como conclusión estos profesores describen que en el campo del acceso al financiamiento se ha logrado algún avance, sin embargo, los esfuerzos realizados son insuficientes. Partiendo de esto se propone la continuidad en las políticas de mejora, la creación de nuevos mecanismo que involucren mucho más el sector privado y la creación de confianza con el sector empresarial y las entidades financieras (Sanchez, Osorio, & Baena, 2007).

Las Naciones Unidas escribió un artículo denominado “El financiamiento a las pymes en México, 2000-2007: el papel de la banca de desarrollo”, en este se analiza el comportamiento de los flujos de fondos en la economía mexicana, se resalta la importancia de la banca múltiple y de la banca de desarrollo en el otorgamiento de crédito y se visualiza la estructura del financiamiento de las pymes. Después de realizar diferentes análisis se concluyó que la desregulación eficiente de la actividad de las pymes y la adecuación de los marcos fiscal y laboral es una condición indispensable para frenar el crecimiento de la informalidad. También se resalta que la coordinación entre las instituciones gubernamentales involucradas en el servicio a las pymes y entre estas y el sector privado, es factor indispensable para potenciar el impacto de los escasos recursos que se están canalizando a financiar y desarrollar empresas de menor tamaño. Ramón Lecuona, refiriéndose a los temas que se analizan en este trabajo de grado, también destaca la importancia del diseño y puesta en práctica de modelos de emprendimiento y financiamiento mediante capital de riesgo, que sean reproducibles y logren alcanzar escalas significativas. Por último, la conclusión más importante fue que no hay forma de que un país que dedica apenas un poco más de una décima de punto porcentual del PIB a financiar la formación de capital de sus pymes pueda aspirar a modernizar ampliamente su economía, ni a elevar el valor agregado de sus exportaciones, ni a aumentar su competitividad (Lecuona Valenzuela, 2009)

En un informe realizado por la revista ICE llamado “Financiación de la pequeña y mediana empresa en España: Evolución reciente de los principales instrumentos públicos de apoyo”, que hace parte del ministerio de economía y competitividad del Gobierno de España, se estudiaron las herramientas que tiene para la Administración Pública para compensar las dificultades que tienen las pymes a la hora de acceder a una forma de financiamiento. En este artículo se analiza puntualmente el tema se los segundos mercados bursátiles como una fuente de capitalización muy atractiva para las pymes, y se determina, que aunque han tenido un éxito relativo, los altos costos de colocación y la falta de volumen en el negocio hayan hecho que este no sea del todo exitoso; aún así en el informe se promueve la implementación de cada vez mejores políticas para mejorar las condiciones de las empresas emergentes (García Tabuenca, Merino, & Rubio, 2002).

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

En el 2011 la Comisión nacional del mercado de valores de España publicó un informe llamado “El acceso de las pymes con potencial de crecimiento a los mercados de capitales” en el cual se estudiaba la posibilidad de impulsar a través del mercado y otras fuentes externas alternativas al crédito bancario, el crecimiento de empresas pequeñas con mucho potencial. En el estudio se analizaban cuatro factores clave; asegurar una base inversora suficientemente amplia, superar las posibles barreras que dificultan la salida al mercado de las empresas, el diseño de los mercados para valores de pequeña y mediana capitalización y el papel de la regulación. Partiendo de estos cuatro ideales se llegó a la conclusión de que es supremamente necesario encontrar alternativas de financiación diferentes a los bancos y de esta forma se lograría reducir el riesgo de las crisis financieras, adicionalmente se determinó que son muy interesantes las alternativas del capital de riesgo o de los mercados de valores (en particular los mercados alternativos) para la financiación de las pymes, siguiendo el ejemplo del AIM británico, el cual fue un éxito (Arce, Lopez, & Sanjuan, 2011).

Por otro lado, en el año 2013 el Banco de la República de Colombia realizó un artículo llamado “Acceso a servicios financieros en Colombia” en el que se trató como hipótesis la exclusión que existía en Colombia en cuanto a los diferentes servicios financieros ofrecidos tanto por las entidades públicas como por las entidades privadas. Este artículo presenta un amplio estudio hecho con base a regresiones estadísticas que miden los niveles de inclusión financiera y como está logrando afectar el bienestar social. Como conclusión de este estudio se obtuvo que la inclusión financiera en Colombia es de gran importancia para el bienestar social de la población y también nos dice quiénes y en qué condiciones son los que logran acceder al sistema financiero en nuestro país.

En mayo del 2014 se realizó un estudio llamado “Inclusión financiera en Colombia” sobre la interacción de las personas con las entidades financieras y sus servicios, en este se presentaron los resultados de la encuesta de capacidades financieras del Banco Mundial y el Banco de la República. La encuesta tenía como idea buscar recolectar información sobre las características sociodemográficas, las prácticas de la administración diaria del dinero, de la planificación para el futuro, del uso de los productos financieros, la toma de decisiones sobre los mismos y los conocimientos financieros, entre otros (Cano, Esguerra, García, & Rueda, 2014). Como resultados importantes se encontró que cerca del 69% de la población nunca había recibido ningún tipo de asesoría o acompañamiento de cómo administrar ni invertir su dinero, además a pesar de que su horizonte de planificación es relativamente corto, más del 80% de los colombianos señala tener una firme orientación hacia el logro de sus objetivos. Gracias a esto los investigadores llegaron a la conclusión que el panorama de Colombia era desalentador, pues habían grandes falencias en la inclusión real financiera del país, además notaron una gran falta de conocimientos y comportamientos con respecto a la toma de decisiones de cómo administrar e invertir el dinero (Cano et al., 2014).

En el año 2010 la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) publicó un libro con el nombre “Políticas de apoyo a las PYME en América Latina entre avances innovadores y desafíos institucionales” el cual tenía como objetivo avanzar en el análisis de las estrategias y los programas implementados para el crecimiento de las pymes, así como de las capacidades institucionales de fomento desarrolladas por siete países de

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

América Latina (Ferraro & Stumpo, 2010). En este libro se destaca el acceso a créditos y a formas de capitalización como uno de los temas pendientes en relación al entorno empresarial de los países de América latina; se considera que las pymes conviven constantemente en un entorno en el que reciben un tratamiento desfavorable en comparación con lo que reciben las grandes empresas. Esto a su vez puede significar, en muchos casos, el cierre de empresas viables y una pérdida de capital físico, humano y organizacional (Ferraro & Stumpo, 2010). Dicho esto, después de darse cuenta que el sistema crediticio de los países era defectuoso y que los créditos públicos no podían sustentar el crecimiento de las pymes debido a las limitaciones que estos tenían, los autores llegaron a la conclusión de que eran necesarias políticas innovadoras que brindaran herramientas a las pymes con el fin de que estas puedan crecer.

La Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) publicó un informe en el 2011 llamado "Eliminando barreras: El financiamiento a las pymes en América Latina" donde se volvían a tratar las dificultades de las pymes en relación al financiamiento. Puntualmente se analizó el caso de las pymes en Colombia con el objetivo de analizar la estrategia general de las políticas públicas para mejorar el acceso al financiamiento de las pequeñas y medianas empresas. Además se destaca que el mercado colombiano se caracteriza por un bajo nivel de profundización financiera y un limitado desarrollo de instrumentos de evaluación de riesgo adecuados para las pymes; sin embargo, se considera que las buenas acciones de las diferentes instituciones del gobierno han ayudado a que el panorama no sea del todo desalentador. Como conclusión los autores resaltan la importancia de que, si bien las instituciones están haciendo un buen trabajo, se debe seguir insistiendo en la necesidad de profundizar en los instrumentos financieros distintos al crédito, como los fondos de capital privado, los ángeles inversionistas y el factoring (Zuleta, 2011).

1.3. Justificación

Si bien es claro que Colombia es un país en vía de desarrollo y que es un país con un altísimo potencial desde varios aspectos, es vital que el desarrollo del país este acompañado de un crecimiento de los sectores económicos y en especial del sector financiero, el cual, como ya se ha demostrado en diversos estudios, es uno de los principales sectores que afectan el desarrollo de una economía. En la medida que este sector abarque un mayor número de personas y satisfaga un mayor número de necesidades empresariales este será un país con muchas más oportunidades, con una mayor optimización de sus abundantes recursos y con un nivel de vida comparable con los países considerados desarrollados. Es por esto que se concibe este trabajo como una iniciativa para poder ir alcanzando poco a poco el ritmo de los países desarrollados y lograr así un país mucho mejor en todos los aspectos.

Desde el inicio de este trabajo de grado se determina que ante todo debe plantear aspectos significativo para el país y para la sociedad en general. Es por eso que se toma la decisión de hacer un trabajo de grado que parta de un principio de inclusión empresarial, que genere bienestar dentro de la comunidad y que a su vez sea rentable económicamente para los inversionistas o socios. Dado lo anterior este trabajo de grado se enfoca hacia un segmento de la economía que es desatendido por el sector, lo que le

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

da ese aspecto de inclusión empresarial que es considerado tan importante en estos tiempos en los cuales cada vez más se habla de equidad del mercado y reducción de la desigualdad económica dentro del país. Una vez cubierta la necesidad de inclusión empresarial es de suma importancia pensar en el segundo aspecto, el bienestar social, frente a este tema se propone un proyecto de grado enfocado en proporcionar a las pequeñas y medianas empresas una mayor cantidad de información financiera que logre darles una idea sobre como capitalizarse dentro del mercado colombiano y así generar en estas pymes una serie de alternativas de financiación/capitalización que en el corto y el largo plazo genere una utilidad transmitida en forma de crecimiento a través de un mayor ingreso operacional y una reducción significativa del riesgo financiero. En cuanto al tercer aspecto mencionado anteriormente, la viabilidad o rentabilidad económica para los socios o inversionistas, este trabajo de grado debe finalizar generando una alternativa financiera viable económicamente para las pymes, y así lograr retribuir a sus accionistas y acreedores. Esta alternativa debe reflejar la intención de capitalizar o financiar pymes que tengan un potencial de crecimiento alto, una penetración de mercado baja y que cuenten con productos o servicios innovadores. Por ultimo, la idea es pensar en el beneficio que como ciudadanos se le debe generar a este país y a este gobierno, es por esto que se debe concluir que sí el modelo logra ser económicamente rentable para ambas partes, eso significara un crecimiento importante en la generación de empleo e ingresos para los ciudadanos, y de esta forma se va a ver un reintegro al gobierno nacional de las utilidades vía impuestos, los cuales luego serán retribuidos de la mejor manera posible al pueblo colombiano.

1.4. Objetivos del proyecto

1.4.1. Objetivo General

Evaluar las distintas alternativas de financiación para las pequeñas y medianas empresas en el contexto colombiano e identificar la alternativa más viable analizando las variables legales, económicas, financieras, comerciales y políticas, buscando de esta forma garantizar la inclusión de estas compañías a la mejor alternativa de tal forma que sea una alternativa atractiva para los inversionistas y demás entes del sistema financiero colombiano.

1.4.2. Objetivos Específicos

- Realizar un estudio del mercado potencial al que se desea llegar con este servicio en Colombia.
- Elaborar un estudio en el cual se evalúen y analicen todas las variables de las diferentes alternativas de capitalización para la pymes.
- Simular los diferentes escenarios de financiación y/o capitalización para una pyme en Colombia.

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

- Identificar el mejor escenario y determinar todos los requisitos y procedimientos que se deben tener en cuenta para la alternativa seleccionada.

1.5. Marco de referencia

1.5.1. Pymes

Para el gobierno de Colombia una pyme es una empresa con las siguientes características:

- Pequeña: Una empresa con un número de empleados entre los 11 y los 50. Además una empresa con activos totales por valor entre quinientos uno (501) y menos de cinco mil (5.000) salarios mínimos mensuales legales vigentes (Ministerio de Comercio, Industria y Turismo, 2011).
- Mediana: Una empresa con un número de empleados entre los 51 y los 200. Además una empresa con activos totales por valor entre cinco mil uno (5.001) a treinta mil (30.000) salarios mínimos mensuales legales vigentes (Ministerio de Comercio, Industria y Turismo, 2011).

Las pymes, por lo general, se caracterizan por adaptarse fácilmente a los cambios del mercado, aumentan y reducen su oferta con facilidad, esto hace que sean empresas que pueden solucionar problemas al cambiar de dirección fácilmente. Son grandes generadoras de empleo y se establecen en diversas regiones, lo cual contribuye en la distribución del empleo. Gracias a que cuentan con pocos empleados, la organización y el manejo se hace fácil, además se logran asimilar diversas cosas, como los cambios de tecnología, de forma mucho más rápida.

Obviamente se debe tener en cuenta que al ser empresas tan pequeñas tienen muchas dificultades, y es ahí donde este trabajo quiere aportar. Las pymes presentan cierta sensibilidad a los cambios macroeconómicos como la inflación o la devaluación; al vivir el día a día no pueden soportar largos períodos de crisis, como si lo pueden hacer las grandes compañías. El alto grado de informalidad hace de estas empresas que sean muy débiles en el capital humano y en la organización financiera y administrativa, en estos aspectos tienden a ser muy empíricos. Por último, que es donde este trabajo quiere buscar soluciones, estas empresas tienen muchas dificultades para acceder a las fuentes de financiamiento, ya sean créditos o inversiones de capital. Es por esto que estas empresas tienden a desaparecer en más del 50% en los primeros años (Fedesarrollo, 2013), debido a la falta de capital, el cual es un factor vital para mantenerse en competencia con las grandes compañías del mercado.

1.5.1.1. Estructura de capital de las pymes

La estructura de capital, básicamente, es la forma en la cual una empresa financia sus activos, ya sea por medio de deuda, patrimonio o una combinación de estas. Al momento de analizar el costo de capital de una empresa se debe tener en cuenta esta estructura, y

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

a la hora de valorizar una compañía es relevante el valor de costo de capital que tiene una compañía, o por lo menos eso es lo que muchos afirman. Desde la sencillez se puede decir que un costo de capital elevado hace que una empresa tenga un menor valor de mercado y un costo de capital bajo hace que una compañía tenga un mayor valor en el mercado, aunque existen muchos contradictores que afirman que el valor de una empresa depende de la capacidad de generar renta de sus activos y no de la forma en que estos están financiados (Mascareñas, 2001).

A la hora de analizar la estructura de capital óptima de una pyme, se debe de aclarar que la determinación de la estructura, y su análisis, puede variar.

Teniendo en cuenta tres teorías que estudian la estructura de capital; la Teoría de Agencia, Teoría de la Jerarquía de las Preferencias y la Teoría del Equilibrio Estático, la idea es buscar adaptar éstas a una pyme.

Teoría de Agencia:

En las pymes generalmente no hay accionistas, normalmente hay gerentes que a su vez son propietarios, lo cual hace que el hecho de reinvertir las utilidades sea un costo de capital propio muy alto.

Teoría de la Jerarquía de las Preferencias:

Desde el punto de vista de la información, en las pymes hay una mayor asimetría en comparación con las grandes empresas. Dicho esto, las pymes generalmente optan más por financiarse con recursos propios o con deudas a corto plazo que con emisión de acciones, todo esto porque la asimetría de la información ocasiona en los accionistas la necesidad de pedir una mayor rentabilidad debido al riesgo. Algunas personas han replanteado esta teoría transformándola de tal forma que la reinversión de los beneficios y la inversión externa (capital de riesgo) sean las principales decisiones a la hora de financiarse.

Teoría del Equilibrio Estático:

Desde la teoría del Equilibrio Estático se puede plantear que las pymes, al contar con menores obligaciones tributarias, tienen un menor pago de impuestos; esto, junto con la inviabilidad de crédito al ser estas empresas tan riesgosas, hace que el financiamiento por medio un crédito sea una de las determinaciones menos viables.

1.5.2. Alternativas de financiamiento

Dentro de las diferentes alternativas para la financiación o capitalización de una empresa se pueden encontrar las siguientes:

- Capital Propio:

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

Como su nombre lo dice, son los recursos o fuentes de financiación propias.

- **Créditos:**

Se refiere a los créditos otorgados por los establecimientos de crédito; estos pueden ser los establecimientos bancarios, las corporaciones financieras, las compañías de financiamiento comercial y las cooperativas financieras. Los créditos normalmente dan derecho al pago periódico de intereses. Pueden estar garantizados con activos de la empresa, con activos o avales de terceros o con activos o avales personales de los accionistas. (Colombia Capital, 2008)

- **Leasing:**

También conocido como arrendamiento financiero, se refiere al contrato de arrendamiento de activos otorgado por una entidad especializada. Al final del contrato de arrendamiento se puede adquirir el activo por un valor de compra establecido.

- **Factoring:**

Este es un instrumento de financiación a corto plazo, consiste en un contrato mediante el cual una empresa traspasa el servicio de cobranza futura de los créditos y facturas existentes a su favor y a cambio obtiene de manera inmediata el dinero pero con un descuento anticipado. Las compañías de factoring proveen financiamiento a través de la adquisición de deudas comerciales con una tasa de descuento anticipado. En algunos casos suele verse que el empresario conserva el riesgo de crédito, mientras que en otros éste se transfiere a la compañía de factoring (Colombia Capital, 2008).

- **Proveedores:**

Se refiere al otorgamiento de crédito por parte de los proveedores.

- **Emisión de Acciones:**

Consiste en el hecho de emitir acciones (título valor) propias de una compañía con el fin de obtener dinero a cambio de la venta de estas.

- **Emisión de Bonos:**

Se refiere al hecho de emitir título de deuda por parte del estado o de empresas. Los bonos cuentan con una tasa de interés que puede ser fija o variable.

- **Capital Privado:**

Consiste en el aporte de capital accionario a empresas que no cotizan en bolsa, con el objetivo de multiplicar su valor y proveer un retorno de mediano y largo

plazo a sus accionistas e inversionistas (Colombia Capital, 2008). En este rubro están contenidas las modalidades de venture capital, private equity, ángel inversionista y fondo de capital privado.

- Recursos Gubernamentales y de organismos multilaterales:

Proveen ayuda financiera para empresas en la forma de garantías, avales o créditos. Generalmente están relacionados a programas de promoción de determinadas actividades económicas, para el crecimiento del empleo, por regiones, entre otras. Algunas veces, vienen acompañados de asistencia técnica (Colombia Capital, 2008).

1.5.3. Mercado financiero

En materia económica, un mercado es el lugar o área donde se reúnen compradores y vendedores para realizar operaciones de intercambio. Los mercados financieros, por tanto, son aquellos lugares donde compradores y vendedores se concentran para intercambiar activos financieros. Estos mercados permiten a los participantes realizar operaciones de inversión, financiamiento y cobertura, a través de diferentes intermediarios, mediante la negociación de diversos instrumentos financieros (Asobancaria, 2011).

En el sistema financiero puede existir una variedad de mercados tales como el intermediado, el mercado de capitales, el mercado de divisas y el monetario. El mercado intermediado es aquel donde están contenidos los bancos, las aseguradoras, las corporaciones financieras y entre otras. Estas son instituciones que se caracterizan por el financiamiento. Los mercados monetarios son los mercados en los cuales se negocian activos de corto plazo, estos tienen la característica de que tienen una elevada liquidez y un bajo riesgo. El mercado de divisas es donde se establece el valor de las monedas en que se van a realizar las transacciones internacionales (Domínguez, 2014). El mercado de capitales es aquel en donde se realizan la compra-venta de títulos valor, representativos de activos financieros de empresas y otras unidades económicas como son las acciones, obligaciones y títulos de deuda de largo plazo (BBVA Bancomer, 2013).

Es importante destacar que todas las entidades del mercado financiero colombiano están reguladas por el Congreso de la República, el Ministerio de Hacienda y la Superintendencia Financiera, los cuales se encargan de supervisar y vigilar a los demás agentes del sistema con el fin de que cumplan con las normativas establecidas por el gobierno.

1.5.3.1. Agentes del mercado financiero

1.5.3.1.1. Bolsa de Valores de Colombia

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

La Bolsa de Valores de Colombia (BVC) es una empresa privada enmarcada en el mercado de valores, que administra plataformas de negociación de títulos de renta variable, renta fija y derivados estandarizados y a través de filiales creadas mediante alianzas estratégicas con otras compañías, opera los mercados de Commodities Energéticos y de Divisas (Bolsa de Valores de Colombia, 2008).

El 22% de la BVC lo poseen las sociedades comisionistas de bolsa, de tal forma que la BVC hace parte de la cadena de valor del mercado de capitales, buscando expandir sus productos con alianzas estratégicas con los diferentes agentes del mercado internacional. Dentro de sus objetivos corporativos esta volverse el principal foro sobre mercado bursátil en el país, buscar mayor número de inversionistas y una mayor calidad de emisores de títulos (Bolsa de Valores de Colombia, 2008).

No todas las compañías cumplen con las características para listarse en la Bolsa de Valores de Colombia y es por esto que el número de compañías que se benefician de esta herramienta es muy reducido. A continuación se exponen los principales requisitos que deben cumplir las compañías para poder listarse en bolsa.

1. Por lo menos el diez por ciento (10%) del total de las acciones en circulación del emisor, está en cabeza de personas distintas a aquellas que conforman un mismo beneficiario real
2. El emisor tiene como mínimo cien (100) accionistas
3. El emisor cuenta con un patrimonio de al menos siete mil millones de pesos (\$7.000.000.000)
4. El emisor o su controlante han ejercido su objeto social principal durante los tres años anteriores a la fecha de solicitud de inscripción
5. El emisor ha generado utilidades operacionales en alguna de las tres vigencias anuales anteriores al año en que se solicita la inscripción
6. El emisor cuenta con una página web en la cual se encuentre a disposición del público la información que establece la BVC mediante su Circular Única.
7. El emisor se compromete a presentar un informe anual de gobierno corporativo que contenga la información que requiere la BVC mediante su Circular Única (Bolsa de Valores de Colombia, 2008).

1.5.3.1.1.1. Contexto legal

Para invertir en la Bolsa de Valores de Colombia existen una serie de reglamentos que dicta el gobierno por medio de la Superintendencia Financiera o la bolsa de valores, algunos de ellos son los siguientes:

Mercado de acciones: Reglamento de la Bolsa de Valores de Colombia.

Este reglamento dicta las normas generales sobre la inscripción de valores que podrán ser negociados en los sistemas que administra la Bolsa Valores de Colombia, la vinculación de las sociedades comisionistas de bolsa y personas vinculadas a estas, así mismo las reglas generales que rigen el funcionamiento de las operaciones sobre valores de renta variable, su compensación y liquidación

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

(cumplimiento), y la forma en que la bolsa hará efectivas las garantías otorgadas para respaldar las operaciones. Adicionalmente, este reglamento establece las reglas de funcionamiento de los sistemas de negociación de valores del extranjero (Bolsa de Valores de Colombia, 2008)

Mercado de derivados: Reglamento Mercado de Derivados

Este reglamento dicta las normas generales que regulan la negociación de contratos de derivados o instrumentos financieros derivados (IFD) que tengan la condición de ser estandarizados, además las normas relativas al registro de operaciones realizadas por fuera del sistema, así mismo las reglas de admisión de miembros en el mercado previamente autorizados por la Cámara de Riesgo Central de Contraparte (CRCC) (Bolsa de Valores de Colombia, 2008).

Mercado de renta fija: Reglamento del Sistema Centralizado de operaciones de negociación y registro

Mercado Electrónico Colombiano (MEC)

Este reglamento dicta las normas generales sobre la negociación de valores de renta fija y otros valores distintos a Boceas y otros instrumentos de renta variable, en el sistema centralizado de negociación y registro MEC, establece los procedimientos para el registro de operaciones realizadas por fuera de los sistemas de negociación de la bolsa (Mercados OTC), la admisión de afiliados al sistema y la inscripción de sus funcionarios (Bolsa de Valores de Colombia, 2008).

Este proyecto necesita tener en cuenta estos tres reglamentos para poder operar ya que dentro de los portafolios se transa con activos pertenecientes a estos tres reglamentos.

1.5.3.1.1.2. Plataformas de Inversión

Acciones:

La Bolsa de Valores de Colombia administra el sistema transaccional para la negociación de acciones, soportada en la plataforma de negociación X-Stream de Nasdaq-OMX.

Divisas:

El Sistema Electrónico de Transacciones e Información del mercado de divisas SET-FX, administrado por Integrados FX S.A., es un mecanismo electrónico a través del cual las entidades afiliadas pueden mediante estaciones de trabajo conectadas a una red computacional, en sesiones de negociación, ingresar ofertas y demandas, cotizar y/o celebrar entre ellas las operaciones, contratos y transacciones propias a su régimen legal en el mercado cambiario. Adicionalmente a lo anterior las entidades afiliadas podrán registrar las operaciones celebradas

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

entre ellas y consultar información, siendo SET FX la principal referencia en tiempo real para conocer el comportamiento del dólar frente al peso colombiano (Bolsa de Valores de Colombia, 2008).

1.5.3.1.2. Superintendencia Financiera de Colombia

La Superintendencia Financiera de Colombia es una entidad del gobierno autónoma administrativa y financieramente, adscrita al Ministerio de Hacienda. El presidente de la república ejerce a través de la SFC, la vigilancia, inspección y control sobre las personas que realicen actividades financiera, bursátil, aseguradora y cualquier otra relacionada con el manejo, aprovechamiento o inversión de recursos captados del público (Superintendencia Financiera de Colombia, 2014).

La Superintendencia Financiera tiene como principal objetivo supervisar el sistema financiero de Colombia, con el fin de preservar la confianza, seguridad y estabilidad de la entidad, además de promover el desarrollo del sistema financiero, conservando los derechos de los inversionistas ahorradores y asegurados (Superintendencia Financiera de Colombia, 2014).

1.5.3.1.3. Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia

En el 2006 se constituyó la Corporación Autorreguladora del Mercado de Valores de Colombia (AMV), con el fin de adelantar los trámites y gestiones de las cuales se tenía que encargar la Superintendencia Financiera de Colombia en el área del mercado de valores de Colombia.

La autorregulación son los mecanismos mediante los cuales los agentes de cualquier negocio o industria se ponen de acuerdo en unas reglas, cuyo incumplimiento tiene repercusiones de distinta índole y en donde no interviene el estado (Autorregulador del mercado de valores de Colombia, 2014).

1.5.3.1.4. Comisionistas de bolsa

Son sociedades anónimas que tienen como objeto exclusivo el contrato de comisión para la compraventa de valores en la Bolsa de la cual son miembros. Actualmente existen 27 sociedades comisionistas activas, las cuales se clasifican en bancarizadas, si su dueño es un banco, y tradicionales, si sus dueños son personas naturales o un grupo familiar (Bolsa de Valores de Colombia, 2008).

Las comisionistas de bolsa son vigiladas y reguladas por la SFC y el AMV, además que tiene que cumplir con el código de conducta de los comisionistas de bolsa miembros de la BVC.

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

1.5.3.1.5. Portafolios de inversión

Dentro del mercado de capitales cada vez tienen más fuerza los portafolios de inversión, que básicamente son modelos en los cuales se diversifica la inversión reduciendo de esta forma el riesgo. Dentro de los portafolios de inversión están:

- Portafolios de inversión individual:

En los portafolios de inversión individual, los sujetos económicos entregan recursos a un agente institucional para ser colocados por este en inversiones mediante las cuales aquellos puedan alcanzar determinados objetivos económicos como beneficiario de la gestión (Lozano, 2012).

- Portafolios de inversión colectiva:

Mediante los portafolios de inversión colectiva los operadores aglutinan los recursos individuales de múltiples sujetos económicos para luego invertirlos colectivamente. La rentabilidad de los inversionistas depende del comportamiento de las inversiones, siendo de su cargo el riesgo de las pérdidas que pueda generar la operación del fondo (Lozano, 2012).

- Fondos de inversión:

Un fondo de inversión es un tipo de organización de servicios financieros que recibe dinero de sus accionistas o partícipes e invierte en esos fondos a su vez en una cartera de títulos diversificada.

- Fondos de valores:

Un “Fondo de valores” es una cartera mobiliaria construida y administrada por una sociedad comisionista de bolsa, protagonista por excelencia del mercado bursátil, cuyo objeto consiste en estimular y desarrollar el mercado de valores, ofreciendo al público alternativas de inversión (Lozano, 2012).

- Fondo común fiduciario:

Un fondo común fiduciario es estructuralmente similar a un fondo de inversión o a un fondo de valores, pero su perfil de maduración y sus políticas de inversión son usualmente de corto plazo, con énfasis en valores de renta fija, rasgos estos que le dan al fondo común fiduciario un perfil de producto sustituto de los depósitos bancarios y permiten diferenciarlo de los otros esquemas de inversión mencionados, que suelen tener horizontes más amplios en cuanto a la naturaleza y a la maduración de las inversiones (Lozano, 2012).

- Fondos de pensiones:

Los fondos de pensiones son instituciones que forman parte del sistema de seguridad social de un país, su actividades es de interés público por tratarse de instrumentos establecidos para atender las necesidades que en esa materia tienen los trabajadores luego de su retiro definitivo de la actividad laboral. Por otro aspecto, para algunos secundarios frente a su finalidad principal los fondos de pensiones permiten incrementar el ahorro nacional, y se constituyen en fuentes importantes de liquidez para fortalecer los mercados de capital (Lozano, 2012).

- Fondos de cesantías:

Son equivalente en el sistema estadounidense, a los ‘fondos de cesantías’ que forman también parte del sistema colombiano de seguridad social, habiendo sido creado exclusivamente para el manejo de los recursos provenientes del denominado ‘auxilio de cesantías’ (Lozano, 2012).

En este contexto de los portafolios de inversión, para este trabajo se tendrá en cuenta en mayor medida el portafolio de inversión colectiva, ya que en este se pueden recolectar los capitales de diferentes inversionistas sin importar el monto, y se requiere de un operador o administrador para el manejo de estas inversiones.

1.5.3.1.5.1. Fondos de inversión

Los fondos de inversión son patrimonios no jurídicos, constituidos por las aportaciones de múltiples inversores. La sociedad gestora que ejerce la administración y representación del fondo se encarga asimismo de invertir estas aportaciones en distintos activos e instrumentos financieros, cuya evolución en los mercados determina los resultados, positivos o negativos, obtenidos por los inversores o partícipes. La unidad de inversión es la participación (BBVA, 2015).

Teniendo en cuenta esto, es importante resaltar que se pueden presentar variaciones entre diferentes tipos de fondos de inversión. Normalmente los fondos de inversión se clasifican según la vocación inversora que tienen. Estos son algunos de los tipos de fondos de inversión más comunes:

Fondos de inversión del mercado monetario:

Son aquellos fondos de inversión colectiva abiertos sin pacto de permanencia, cuyo portafolio esté constituido exclusivamente con valores denominados en moneda nacional o unidades representativas de moneda nacional, inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores – RNVE (Autorregulador del Mercado de Valores, 2015).

Fondos de Capital Privado:

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

Los fondos de capital privado son fondos de inversión colectiva cerrados que deben destinar al menos el 60% de los aportes de sus inversionistas a la adquisición de activos o derechos de contenido económico diferentes a valores inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores, es decir, es el aporte de capital a empresas que no cotizan en bolsa (Autorregulador del Mercado de Valores, 2015).

Fondos Bursátiles:

Son aquellas carteras colectivas cuyo objeto consiste en replicar o seguir un índice nacional o internacional, mediante la constitución de un portafolio integrado por algunos o todos los activos que hagan parte de la canasta que conforma dicho índice (Republica de Colombia, 2010).

Fondos de Inversión Colectiva Inmobiliarios:

Se consideran fondos de inversión colectiva inmobiliaria aquellos fondos cerrados cuya política de inversión provea una concentración mínima del 75% de los activos totales del fondo entre otros activos:

- Bienes inmuebles ubicados en Colombia o en el exterior
- Títulos emitidos en procesos de titularización hipotecaria o inmobiliaria
- Derechos fiduciarios de patrimonios autónomos conformados por bienes inmuebles o que tengan por finalidad el desarrollo de proyectos inmobiliarios (Autorregulador del Mercado de Valores, 2015)

1.5.3.1.5.1.1. Fondos de Capital Privado en Colombia

En Colombia existen actualmente 37 firmas con fondos de inversión que se pueden dividir en 6 grupos; los fondos de capital de infraestructura, fondos de capital de recursos naturales, fondos de capital privado (Private Equity), fondos de capital inmobiliarios (Real Estate), fondos de capital emprendedor y los fondos de capital en fundraising. Dentro de estos se destacan los fondos de capital privado, que pesan el 40% de las inversiones totales (Bancoldex, 2014).

Dentro de estas Categorías están los siguientes fondos (Bancoldex, 2014):

Fondos de Capital de Infraestructura:

- Infraestructura Colombia Ashmore I
- Infraestructura Brookfield Colombia
- Fondo de Infraestructura en Transporte FINTRA
- Nexus Infraestructura I
- Tribeca TC Dorado Fund

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

Fondo de Capital de Recursos Naturales:

- Hidrocarburos de Colombia I, II y III
- Forestal Colombia

Fondos de Capital Inmobiliario:

- Advent Latin American Private Equity Fund V
- Aureos Colombia, ALAF I, ALAF II
- Altra FCP I
- Altra FCP II
- Bamboo Financial Inclusion Fund S.C.A., SICAV-FIS
- Oasis Fund S.C.A., SICAV-FIS
- Bricapital Colombia
- Cine Hispanoamericano 1
- Escala Capital
- Kandeo I Colombia
- Linzor Capital Partners I, II
- MAS Colombia Latam
- Transandino Colombia
- Southern Cross Group Fund IV
- Teka Colombia I
- Tribeca Energy Fund
- Tribeca Fund I
- Tribeca Homecare Fund
- Tribeca Natural Resources Fund
- Valorar Futuro
- Victoria South American Partners

Fondos de Capital Inmobiliarios:

- Fondo de Capital Privado OXO
- Inmobiliario Colombia
- Inverlink Estructuras Inmobiliarias
- Prologis
- Inmobiliario Ultrabursátiles
- Terranum Capital Latin America Real Estate Fund I

Fondos de Capital Emprendedor:

- Inversor
- FCP Innovación SP
- Progresía Capital

Fondo de Capital en Fundraising:

- Austral III, LP
- Amerigo Ventures Colombia
- CASEIF III LP
- Compartimentos CP-Val

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

- Ancla 360 I
- Energético Andino
- MAS Equity Partners III, L.P.
- MGM Sustainable Energy Fund, L.P.
- Nazca Investment
- Nexus Inmobiliario
- NXTP Labs
- MIPE Growth Fund
- Inversiones Ganaderas
- Polígonos Industriales de Colombia
- Renta Inmobiliaria
- Terminales Logísticas de Colombia - Cartagena
- Terminales Logísticas de Colombia - Bogotá
- Valor Forestal - Caucho Natural
- Promotora Early Growth Fund II
- Santander Inmobiliario
- Velum Early Stage Fund I

1.5.3.1.6. Establecimientos de crédito

Son aquellos que tienen como función principal la intermediación, es decir, la captación de recursos del público en moneda legal, a través de depósitos a la vista o a término, para su posterior colocación mediante préstamos, descuentos, anticipos u otras operaciones activas de crédito (Asobancaria, 2015). Los siguientes son los establecimientos de crédito que existen en Colombia.

Establecimientos bancarios:

Son los establecimientos que cuyo modelo de negocio consiste en la captación de recursos en cuenta corriente, bancaria o en otros depósitos a la vista o a término, con el fin de realizar operaciones activas de crédito (Asobancaria, 2015).

Corporaciones financieras:

Son aquellas entidades cuya principal función es la captación de recursos a término fijo, a través de depósitos o de instrumentos de deuda a un determinado plazo, todo esto con el fin de realizar operaciones de crédito y efectuar diversas inversiones; esto con el objetivo de fomentar o promover la creación, fusión, transformación y expansión de empresas en el sector real de la economía (Asobancaria, 2015).

Compañías de financiamiento:

Son aquellas entidades cuya principal actividad es captar recursos a término fijo, con el objetivo de realizar operaciones de crédito para facilitar la comercialización de bienes y servicios, y realizar operaciones de arrendamiento financiero o leasing. Esto conlleva a

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

que la captación de recursos que efectúan se utiliza para la satisfacción de la demanda de créditos de consumo (Asobancaria, 2015).

Cooperativas financieras:

Son organismos cooperativos especializados cuya principal actividad consiste en la intermediación; aunque, por tener una distinta naturaleza jurídica, su funcionamiento se rige por las disposiciones de la Ley 79 de 1988. En todo caso, las operaciones que realicen obedecen a todo lo previsto en el Estatuto Orgánico del Sistema Financiero y demás normas que les sean aplicables (Asobancaria, 2015).

1.5.4 La valoración de empresas

El valor de una empresa se puede derivar de la capacidad que tiene esta para generar flujos de caja en el futuro.

Gracias a la globalización, el hecho de conocer el valor de las empresas se volvió algo primordial para los empresarios, todo esto debido a la necesidad de conocer la oportunidad de una empresa de obtener nuevos accionistas, una posible fusión o una adquisición (Vidarte, 2009).

1.5.4.1 El método de flujo de caja descontado

El método de flujos de caja descontados consiste en tratar de determinar el valor de la empresa a través de la estimación de los flujos de dinero que generará en el futuro, para descontarlos a una tasa de descuento según el riesgo de tales flujos. Para obtener el valor de la empresa se calcula el valor de dichos flujos utilizando una tasa de descuento apropiada (Vidarte, 2009).

Para desarrollar este método se deben tener en cuenta tres factores esenciales:

- El costo de capital
- La proyección del flujo de caja libre
- El valor de continuidad

Este método parte de que para obtener el valor de la empresa se calcula el valor actual de los flujos de fondos utilizando una tasa de descuento apropiada, de acuerdo con el riesgo y las volatilidades históricas (Vidarte, 2009).

2. METODOLOGÍA

A la hora de analizar la metodología con la que se van a desarrollar los objetivos de este proyecto, es importante aclarar que las fuentes de las cuales se va a obtener la información, básicamente son informes nacionales de entidades del estado, como el Banco de la República, la Asociación Nacional de Industriales (Andi), la Superintendencia Financiera, la Superintendencia de Sociedades, entre otras.

Principalmente se van a analizar algunas variables cuantitativas, tales como ingresos, gastos, EBITDA, estructura financiera y todo lo relacionado con una pequeña y mediana empresa. También se analizarán variables macroeconómicas, bursátiles y de mercado, que de alguna forma ayuden a identificar un modelo de capitalización congruente con los objetivos de una pyme. Dentro del análisis cualitativo y las categorías de análisis, se destacarán los aspectos del entorno económico, político y social de una pequeña o mediana empresa, que van a ayudar a establecer los parámetros por los cuales se debe llevar el proyecto y la elección del modelo de capitalización.

Para desarrollar este proyecto de grado se tienen 4 objetivos principales:

- Realizar un estudio del mercado potencial al que se desea llegar con este servicio en Colombia.

Para cumplir con esta tarea se trabajará con base a los informes obtenidos por las entidades del estado correspondientes a la capitalización, el sector financiero, y el crecimiento empresarial. Se tendrán en cuenta estudios anteriores correspondientes a todo lo relacionado con las pymes en Colombia, su crecimiento, su estructura y potencial.

- Elaborar un estudio en el cual se evalúen y analicen todas las variables de las diferentes alternativas de capitalización para las pymes.

Inicialmente se realizará una investigación cualitativa, donde básicamente se buscará todo lo relacionado con la tramitología y los obstáculos que impone el estado y sus entidades para que las pymes tengan posibilidades de financiamiento y/o capitalización, también se analizarán otras alternativas y cómo estas pueden ser consideradas como algo viable. Para esto se investigará la información en las páginas web de las entidades relacionadas, además se hablará con personas del sector financiero, como los gerentes de InverKapital, a las cuales se les consultará sobre las diferentes leyes que afectan a las pymes y su entorno. La idea es realizar un análisis donde se expongan todos los factores, tanto legales como sociales, económicos y políticos que rodean las iniciativas de las pymes para financiarse y/o capitalizarse, con esto se podrán sacar las primeras conclusiones de la mejor alternativa para la obtención de capital.

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

- Simular los diferentes escenarios de financiación y/o capitalización para una pyme en Colombia.

Después de obtener los resultados del estudio de mercado se procederá a realizar un estudio comparativo de las diferentes alternativas de capitalización y/o financiación. Para esto se crearán diferentes escenarios en los cuales se simulará cada una de las alternativas, buscando siempre la que genere más valor a la compañía y una serie de factores cualitativos que pueden hacer que una alternativa sea mucho más valiosa que otra.

- Identificar el mejor escenario y determinar todos los requisitos y procedimientos que se deben tener en cuenta para la alternativa seleccionada.

Para cumplir con este objetivo se utilizarán todos los resultados de las investigaciones previas y se buscará encontrar y desarrollar la mejor alternativa que sirva para la capitalización y/o financiación de tal forma que sea la idónea para las pymes del país. Para esto se utilizarán modelos de valorización ya conocidos y también una variedad de indicadores ya establecidos por el mercado.

3. DESARROLLO DEL PROYECTO

3.1. Estudio de mercado

3.1.1. Entorno Macroeconómico

Terminado el 2014 se observaron cifras alentadoras en términos de crecimiento, todo esto, comparado con el decrecimiento mundial, indica que la idea de que Colombia es un país con fortaleza económica no es errada. Adicionalmente, en los últimos años en el país se ha visto como se establece una creciente confianza de los inversionistas extranjeros, evidencia de esto es el hecho de que actualmente la inversión como porcentaje del PIB está cerca del 30%, los cuales son niveles que en el pasado eran inimaginables (Asociación Nacional de Empresarios de Colombia, 2014).

Última actualización: Agosto 2015

Año	2011	2012	2013	2014	2015 py	2016 py	2017 py	2018py	2019py	2020py
PIB (variación anual)	6.6%	4.0%	4.9%	4.7%	3.1%	3.1%	3.6%	3.7%	3.9%	4.0%
Balance GNC (% del PIB)	-2.9%	-2.3%	-2.4%	-2.4%	-3.1%	-3.9%	-3.2%	-2.7%	-2.1%	-1.7%
Balance cuenta corriente (% del PIB)	-3.0%	-3.1%	-3.3%	-5.2%	-6.2%	-5.3%	-4.7%	-4.4%	-4.3%	-4.0%
Tasa de desempleo trece ciudades (% de la PEA)	10.8%	10.2%	9.7%	9.3%	9.0%	8.9%	8.7%	8.4%	8.1%	7.9%
Inflación (IPC variación anual)	3.7%	2.4%	1.9%	3.7%	4.4%	3.75%	2.9%	3.1%	3.0%	3.0%
Tasa de referencia Banrep (fin de año)	4.75%	4.25%	3.25%	4.50%	4.50%	4.50%	4.50%	4.50%	4.50%	4.50%
Tasa de cambio USD COP (\$ promedio de año)	1847	1799	1879	2019	2850	3071	3316	3058	2846	2840
Tasa de cambio USD COP (\$ fin de año)	1939	1772	1923	2392	2960	3130	3221	2965	2815	2850
Devaluación nominal (fin de año)	0.7%	-8.6%	8.5%	24.4%	23.72%	5.74%	2.91%	-7.95%	-5.06%	1.24%
DTF 90 Días	5.1%	5.2%	4.1%	4.3%	4.5%	4.7%	4.5%	4.5%	4.6%	4.6%

Ilustración 1. Indicadores macroeconómicos(Investigaciones Económicas Bancolombia, 2015)

Dicho esto, el panorama para los próximos años no es del todo prometedor para la economía colombiana; la devaluación del peso, la inestabilidad política y el bajo precio del petróleo, entre otros factores, han hecho que lo analistas proyecten una desaceleración en el crecimiento del PIB y un aumento de la inflación para los próximos años hasta llegar al año 2020, en el cual se espera que se llegue otra vez a la inflación objetivo del Banco de la Republica. Se espera que el dólar siga por encima de los 3000 pesos por lo menos hasta finales del 2018, aunque cabe destacar que desde el punto de vista de los analistas no todo es negativo, pues se proyecta una disminución de la tasa de desempleo para los próximos 5 años.

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

Temas	DB 2015 Clasificación	DB 2014 Clasificación	Cambio
Apertura de un negocio	84	79	-5
Manejo de permisos de construcción	61	62	1
Obtención de electricidad	92	88	-4
Registro de propiedades	42	54	12
Obtención de crédito	2	55	53
Protección de los inversionistas minoritarios	10	9	-1
Pago de impuestos	146	139	-7
Comercio transfronterizo	93	95	2
Cumplimiento de contratos	168	167	-1
Resolución de la insolvencia	30	29	-1

Tabla 1. Indicadores de Colombia en el Foro Económico Mundial (Doing Business, Banco Mundial, 2014)

En el Foro Económico Mundial del año 2014-2015 se evidenció un mejor posicionamiento de Colombia en los indicadores de competitividad, crecimiento tecnológico e inflación, este último obtuvo el primer lugar. En términos de infraestructura también se logró avanzar, aunque para ningún colombiano es un misterio que esta es una tarea que aún esta pendiente (Grupo del Banco Mundial, 2015).

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

Uno de los indicadores que más preocupa es el relacionado con la salud, en la que se perdieron algunos puntos al igual que en la educación en general del país. Por último, mirando más hacia el tema que compete a las pymes, el pago de impuestos ubica a Colombia en una de las peores posiciones.

El indicador de la asignación de créditos es uno de los que más mejoró en el país, subiendo hasta la posición número 2 entre 189 países (Grupo del Banco Mundial, 2015). Esto puede ser contradictorio a la hora de mirar el objetivo principal de este trabajo, pero es importante resaltar que este indicador tiene en cuenta todo tipo de créditos, entonces puede ser una situación muy relativa, además de esto también hay que tener en cuenta que el mundo en general aqueja la deficiencia a la hora de financiar pequeñas y medianas empresas, entonces se puede decir que, aunque el indicador es favorable, lo único que podemos interpretar es que este país es el que está en mejor situación en un panorama donde se es globalmente deficiente.

Analizando los últimos resultados de los indicadores de competitividad del Banco Mundial se puede ver que Colombia es un país que, comparado con el resto de América Latina, tiene todo el potencial para la creación de pymes. Esto, al igual que los indicadores anteriores, puede ser un poco engañoso, porque en un continente donde las dificultades de financiamiento y emprendimiento no son favorables en lo absoluto, ser el mejor no es del todo significativo si se quiere analizar la realidad.

Indicadores	Colombia	América Latina y el Caribe
Procedimientos(numero)	8,0	8,3
Tiempo (días)	11,0	30,1
Costo (% ingreso per cápita)	7,5	31,1
Requisito de capital mínimo pagado (% ingreso per cápita)	0,0	3,2

Tabla 2. Indicadores de los parámetros de la creación de empresas en Colombia (Doing Business, Banco Mundial, 2014)

Para el año 2014, Colombia era el segundo país en importancia en lo que concierne a la inversión de fondos en Sur y Centro América con un 12% de la inversión en estas dos regiones, solo superados por Brasil con un 68% (Asociación Nacional de Empresarios de Colombia, 2014).

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

3.1.2. Pymes en Colombia

Según información del DANE, la distribución en las empresas del país es de la siguiente forma:

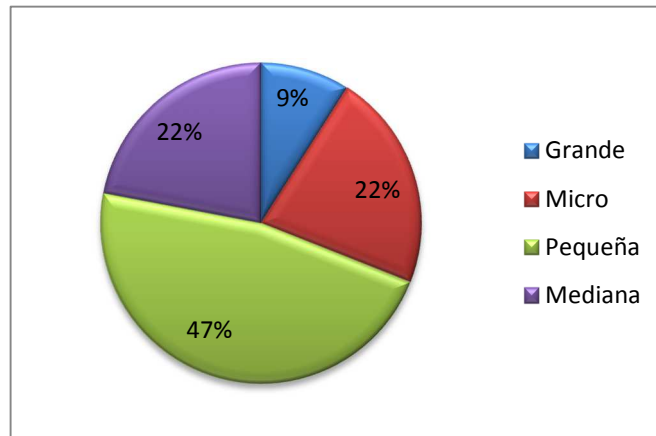


Ilustración 2. Distribución de las empresas en Colombia según su tamaño (DANE, 2012)

Desde el gráfico se puede ver que las pymes en Colombia tienen un gran peso pero no son tan productivas como las grandes empresas. Se estima que las pymes contribuyen al PIB en un 37% del total nacional, lo cual demuestra la improductividad de estas; una empresa grande puede llegar a ser hasta 4 veces más productiva que una empresa de baja escala (Fedesarrollo, 2013).

Como se mencionó anteriormente, las pequeñas y medianas empresas son aquellas empresas que para el gobierno colombiano cuentan con activos totales superiores a 500 SMMLV e inferiores a 30.000 SMMLV. Las Mipyme generan alrededor del 65% del empleo y representan alrededor del 40% de los salarios de Colombia, lo cual evidencia la importancia de estas compañías en la economía del país (Cantillo, 2011).

La distribución geográfica de las empresas establece que las pymes en términos generales siguen la misma tendencia de toda la industria manufacturera y reúne prácticamente el 70% en los cuatro (4) principales centros productivos: Bogotá, Antioquia, Valle del Cauca y Atlántico (Acopi, 2013)

En cuanto al desarrollo sectorial de las pymes, la gran mayoría de estas empresas se desenvuelven en la industria agropecuaria o minera; este grupo de sectores representa el 71% de la producción industrial. Si excluimos la refinación de petróleo y la industria petroquímica, la manufactura basada en el aprovechamiento de los recursos naturales representa aproximadamente el 60% del total industrial (Acopi, 2013).

Los principales sectores son: Alimentos, Cuero y Calzado, Muebles y Madera, Textil y

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

Confecciones, Artes Gráficas, Plástico y Químico, Metalúrgico y Metalmecánico, Autopartes y Minerales no Metálicos (Acopi, 2013).

Como se puede corroborar en la gráfica a continuación, las actividades de comercio, la industria manufacturera, la construcción y las actividades inmobiliarias tienen un gran peso en la distribución de las pymes. Esto nos podría indicar que Colombia sigue siendo un país que depende mucho de su industria manufacturera, de su desarrollo de infraestructura y del comercio en sí, aunque es bien sabido que cada vez son mayores las iniciativas por migrar a sectores que estén relacionados con la generación de servicios.

Actividad Económica	Mediana Empresa		Pequeña Empresa	
	Nro.	%	Nro.	%
Actividad No Homologada a CIIU V4*	1517	7,3%	10122	12,8%
Comercio al por mayor y al por menor	4423	21,2%	17292	21,8%
Actividades profesionales, científicas y técnicas	1327	6,4%	7115	9,0%
Industrias manufactureras	2483	11,9%	9292	11,7%
Construcción	2620	12,5%	7521	9,5%
Actividades servicios administrativas y de apoyo	998	4,8%	3741	4,7%
Actividades inmobiliarias	2018	9,7%	6235	7,9%
Transporte y almacenamiento	1009	4,8%	3927	5,0%
Información y comunicaciones	481	2,3%	2266	2,9%
Actividades financieras y de seguros	931	4,5%	2035	2,6%
Actividades de salud humana y asistencia social	524	2,5%	2205	2,8%
Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca	1341	6,4%	2928	3,7%
Alojamiento y servicios de comida	295	1,4%	1419	1,8%
Otras actividades de servicios	75	0,4%	464	0,6%
Educación	99	0,5%	586	0,7%
Explotación de minas y canteras	423	2,0%	931	1,2%
Actividades artísticas y de entretenimiento	107	0,5%	586	0,7%
Distribución de agua y saneamiento ambiental	147	0,7%	423	0,5%
Suministro de electricidad, gas, vapor y aire	66	0,3%	139	0,2%
Administración pública y defensa; seguridad social	13	0,1%	33	0,0%
Actividades hogares en calidad de empleadores	0	0,0%	1	0,0%
TOTAL	20897	100,0%	79261	100,0%

Tabla 3. Distribución de las pymes según la actividad económica (Ministerio de Comercio, Industria y Turismo, 2014)

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

*CIIU V4: Se refiere a la Clasificación Industrial Internacional Uniforme en su versión número 4, la cual es la clasificación internacional de referencia de las actividades productivas.

Para el año 2015 se ha visto una disminución en los sectores de industria, comercio y servicios, que como se ve son algunos de los más relevantes para las pymes, esto se debe a la desaceleración económica que se ha estado viviendo en el último tiempo.

A la hora de analizar las diferentes dificultades que tienen las pymes en Colombia, el ministerio de comercio, industria y turismo ha enumerado una serie de problemáticas generalizadas para este tipo de empresas en nuestro país:

- Limitaciones para acceder al financiamiento.
- Altos niveles de informalidad.
- Mercado en que operan las pymes es limitado.
- Baja capacidad de innovación y poco uso de las TICs.
- Entorno que no facilita los negocios y bajo uso del sistema de gestión de calidad.

Las falencias en términos de innovación y tecnología básicamente se dan por los altos costos relativos al cambio tecnológico, la dificultad de acceder a las fuentes de conocimiento, el limitado know-how, la dificultad para contar con personal calificado y por último, la falta de capital e inversiones.

A la hora de analizar las capacidades de gestión de las pymes se ha encontrado que tiene serias falencias en lo que se refiere a la gestión financiera, la planeación estratégica, el gobierno corporativo, la gestión de calidad, la gestión ambiental entre muchas otras cosas, lo cual hace muy difícil el óptimo crecimiento y desarrollo de estas empresas, aun así cuando muchas de estas cuentan con un gran potencial.

3.1.2.1. Encuestas Pymes

La Asociación Nacional de Instituciones Financieras (ANIF) realiza una encuesta cada semestre, la última fue la del segundo semestre del 2014 denominada la “Gran Encuesta Pymes” donde se analizó la situación actual, las perspectivas, el financiamiento y las acciones de mejoramiento. Esta encuesta fue realizada en Bogotá, Medellín, Cali y Pereira por la firma Cifras & Conceptos SA y se entrevistaron a 1630 empresarios pyme (Anif, 2014).

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

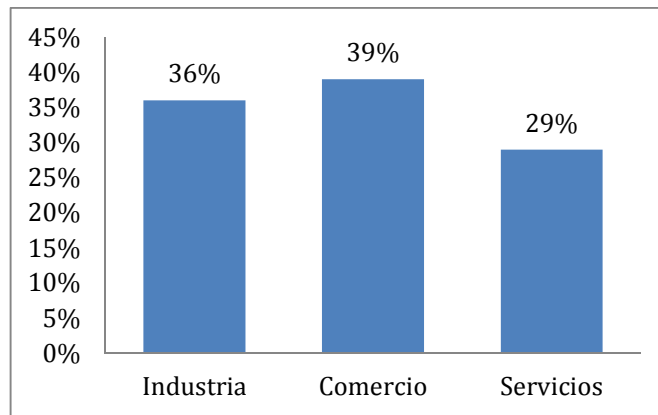


Ilustración 3. Porcentaje de pymes que solicitaron un crédito bancario (Anif, 2014)

En esta encuesta se analizaron los rubros de financiamiento, donde se encontró que el 36% de las empresas industriales solicitó un crédito bancario, en el sector comercial el 39% de las empresas solicitaron créditos y en el sector de servicios este número fue del 29% (Anif, 2014).

Dentro de los resultados más relevantes de la encuesta se encontró que en general las compañías en más del 70% se sintieron satisfechas con la tasa de interés del crédito asignado y con los términos de este; además se determinó que en más del 95% de los casos el crédito solicitado fue asignado (Anif, 2014).

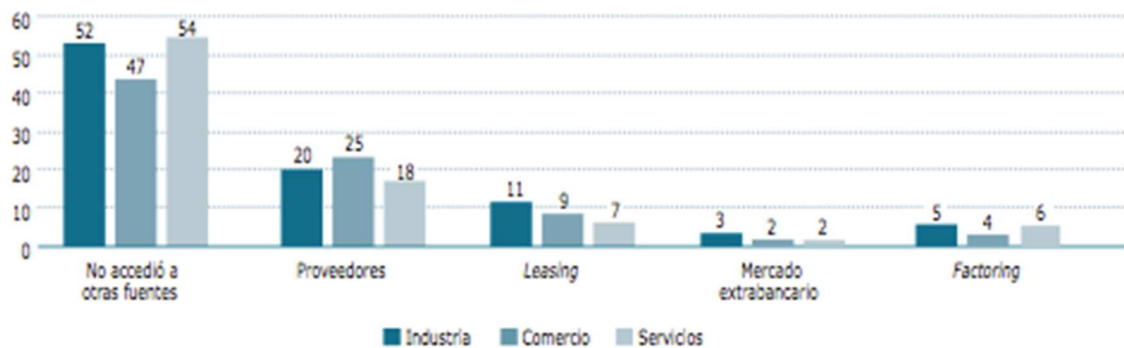


Ilustración 4. Respuesta a la pregunta: ¿Accedió a otras fuentes de financiamiento aparte del crédito bancario? (Anif, 2014)

Dentro de los análisis de oportunidad se pudo observar que el 52% de las pymes industriales, el 47% de las comerciantes y el 54% de las del sector servicios no buscaron otras fuentes de financiamiento aparte de un crédito bancario; adicionalmente se encontró que los proveedores se han vuelto una fuente muy un importante de financiamiento con alrededor del 20% de las pymes. Dentro de las empresas que no asumieron ningún crédito bancario, alrededor del 30% no lo hizo ya sea por el exceso de trámites o costos y el otro 70% no lo hizo simplemente porque no lo considero necesario (Anif, 2014).

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

Después de ver estos resultados se observa que las compañías acceden en gran medida a solicitar créditos bancarios, esto de alguna forma demuestra la falta de alternativas de financiamiento que tiene una compañía y también evidencia el alto nivel de conformismo que tienen los empresarios al momento de buscar más alternativas de financiamiento, tanto es así que deben recurrir a los proveedores volviéndola la segunda fuente de financiamiento más influyente. Después de ver esto se puede determinar que las empresas emergentes no viven más de 5 años por diferentes factores, entre ellos, la deuda que asumen, aumentando su riesgo y comprometiendo su liquidez.

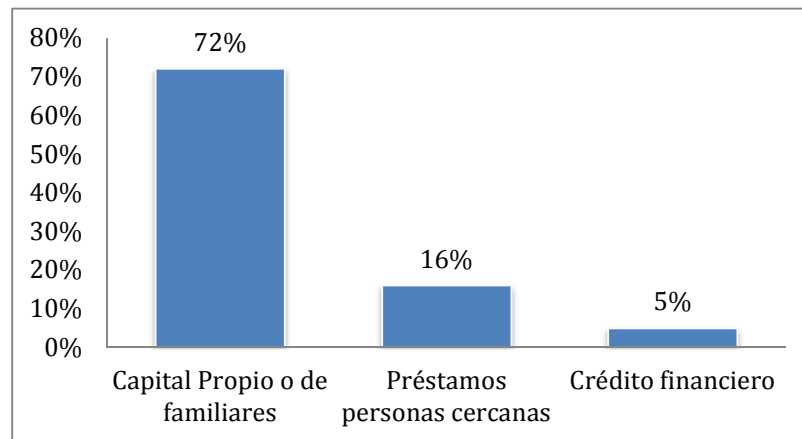


Ilustración 5. Fuentes de financiación al momento de iniciar una empresa (MinCIT, 2014)

Acorde a lo expresado en el párrafo anterior, el Ministerio de Industria, Comercio y Turismo publicó un informe en el cual se evidencia la falta de alternativas de financiamiento que tienen las pymes en el país. Según este informe, al momento de iniciar un nuevo negocio, los empresarios buscan en un 72% financiarse con capital propio o de familiares, el 16% buscan préstamos de personas cercanas y el 5% buscan un crédito financiero (MinCIT, 2014); esto corrobora una vez más la falta de confianza en las diferentes alternativas que ofrece el mercado, y se siguen viendo pensamientos tradicionales a la hora de acceder a una fuente de financiación y/o capitalización, pues en su mayoría lo empresarios acuden a capital propio o de personas cercanas. Según el informe también hay mucha dificultad para que los empresarios pymes accedan a la capitalización por medio de la venta de acciones, y esto se ve evidenciado en que tan solo el 1% de las pymes han vendido participación como alternativa para obtener capital (MinCIT, 2014).

3.2. Comparación de las alternativas de capitalización

La teoría de la estructura de capital siempre ha planteado la importancia de encontrar una estructura de capital óptima, en la cual la relación entre pasivos y patrimonio sea casi perfecta, todo esto con el fin de generar valor para la empresa.

Como se mencionó en el marco de referencia, las compañías tienen diferentes alternativas de capitalización y de financiamiento:

- Capital propio
- Créditos
- Leasing
- Factoring
- Proveedores
- Emisión de acciones
- Emisión de bonos
- Capital privado
- Recursos gubernamentales o de organismos multilaterales.

A la hora de analizar estas formas de financiamiento como una alternativa para las pymes, se puede destacar la emisión de bonos y acciones como una posibilidad muy buena pero poco probable, debido a todas las limitantes que ya se han mencionado en este trabajo.

Los proveedores son una alternativa muy importante para las pymes en Colombia, pero estas, al no tener mucho poder de negociación frente a ellos, la situación puede ser contraproducente, y más aún para una pyme que es demasiado vulnerable a muchos factores exógenos para su crecimiento.

El factoring, como un alternativa de capitalización, no es lo más lógico, es más una herramienta que sirve para generar liquidez sacrificando un poco la facturación de la compañía.

Por su parte el leasing, aunque es una alternativa de financiamiento muy interesante, solo sirve para los casos en los que la financiación se esté buscando con el único objetivo de obtener un activo, ya sea maquinaria o cualquier otro activo fijo, pero no sirve para la ampliación del negocio desde el punto de vista inmaterial.

Están las entidades financieras, ya sean bancos o entidades no bancarias, las cuales exigen una serie de formalismos que en muchos casos las pymes no pueden alcanzar.

Por último están los inversionistas, de donde se desprenden una serie de protagonistas, entre los que se destaca los fondos de inversión, sobre los cuales profundizaremos más adelante.

Si bien todas estas son alternativas de financiamiento, para efectos de este trabajo solo se analizarán a mayor profundidad las alternativas que se consideran que están enmarcadas dentro del sector financiero y que aparte de eso, pueden entregar capitales para libre destinación, es decir, solo se analizarán los créditos otorgados de los establecimientos de crédito, la emisión de acciones, la emisión de bonos y el capital privado bajo el modelo de fondo de capital privado (FCP).

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

Estas alternativas anteriormente planteadas van directamente relacionadas con las personas jurídicas, y son en estas en las que se enfoca este trabajo de grado, pues se considera que son las ideales para generar oportunidades de financiación para empresas en crecimiento y oportunidades de ahorro e inversión para las personas del país.

Analizando estas cuatro alternativas se escogerá a nuestro criterio la opción más acertada para la financiación de una pyme.

3.2.1. Emisión de Acciones

Como se ha expresado las pymes debido a sus falencias corporativas y sus endeble estructuras financieras tienen grandes desafíos para poder ingresar a la bolsa, esto es una realidad que, a diferencia del resto del mundo, es evidenciada en una mayor magnitud en un país subdesarrollado como Colombia.

Se considera que para las pymes de este país, la ausencia de un segundo mercado como el de "Penny Stocks", similar al que tiene Estados Unidos y algunos países de Europa, reduce las posibilidades de poder verse beneficiadas en una emisión de acciones, donde la realidad demuestra que solo las empresas más grandes ven esta alternativa como una opción viable.

Para la BVC, las mayores ventajas de listarse en bolsa son que el hecho de entrar a participar en este mercado resulta ser un aliciente para modernizar la gestión empresarial y aumentar la competitividad para afrontar los retos propios de su industria (Bolsa de Valores de Colombia, 2008), Además resaltan que el costo de este financiamiento comúnmente es menor frente a otras fuentes tradicionales, considerando que en las ofertas públicas los recursos se obtienen en un mercado no bancario o no intermediado.

Desde el punto de vista de las pymes, es difícil interiorizar que una compañía tan pequeña pueda estar interesada en esta alternativa, pero lo que si es cierto es que las empresas pequeñas están habidas de reconocimiento, el cual pueden obtener listándose en bolsa.

Para que una compañía se liste en bolsa debe registrarse ante la Superintendencia Financiera de Colombia y la Bolsa de Valores de Colombia. Aparte de todas las consideraciones ya expuestas, se debe tener en cuenta que para que una empresa ingrese a la bolsa de valores debe tener un patrimonio por encima de los \$7.000 millones de pesos, como mínimo el 10% de las acciones están en manos de personas distintas a aquellas que conforman un mismo beneficio real y aparte de eso debe contar con aproximadamente 100 accionistas (Bolsa de Valores de Colombia, 2008), escenario que es poco común en una pyme.

Expuestas las ventajas y desventajas de emitir acciones, para una pyme, en un entorno como el nuestro, en un país con tantas falencias financieras y jurídicas, se considera que la emisión de acciones no es una buena alternativa pues no se percibe el beneficio que pueden obtener estas empresas al emitir acciones; para las empresas grandes si es beneficioso pero para una pyme los costos para listarse en bolsa podrían ser muy altos lo cual hace que al momento de analizar el costo/beneficio la alternativa no sea atractiva.

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

3.2.2. Emisión de Bonos

Para las empresas en el país se percibe el hecho de emitir bonos como algo sofisticado pero lo cierto es que se pueden considerar muchas ventajas de esto, como los largos plazos de deuda que se pueden asumir (Banca de Inversión Bancolombia, 2012). Adicionalmente, en el mercado de capitales las tasas a las que se puede acceder son diversas y hay muchas más opciones. Esto obviamente poniéndolo en el contexto del trabajo, donde se buscan alternativas para pymes, no puede verse como algo tan interesante. Los bonos, al ser una deuda, sacrifican el flujo de caja de la compañía, creando para muchas de estas un problema de liquidez; esto, al tenerlo presente en el entorno de una pyme puede ser mucho más de perjudicial.

Al igual que para la emisión de acciones, una emisión de bonos requiere de una estructura financiera muy sólida, y se podría decir que mucho más sólida que para una emisión de acciones. Una empresa para poder emitir bonos debe demostrar a las entidades competentes que es lo suficientemente estructurada financieramente como para poder pagar las obligaciones adquiridas por los bonos emitidos con las tasas de interés establecidas previamente.

Una de las características de la emisión de bonos es que generalmente, dependiendo de la empresa, disminuyen el costo de capital, pues al ser una deuda la que se asume, aunque el riesgo es mayor, el costo asumido es más bajo.

Si se analiza el mercado objetivo que tienen los bonos se puede determinar que son personas o entidades que quieren algo seguro, buscan asegurar el futuro y no comprometer las inversiones de manera riesgosa, es por eso que dentro de los principales interesados en obtener bonos están los fondos de pensión.

Dicho todo esto, es difícil entender como una pyme, con todas sus dificultades, pueda si quiera pensar en la emisión de bonos como una alternativa de financiamiento, y eso solo se podría considerar si las superintendencias encargadas le autorizan la emisión. Es importante tener en cuenta que para una gran empresa las tasas de sus bonos pueden ser hasta inclusive más bajas que las de un crédito bancario, pero para el caso de las pymes, al ser consideradas compañías altamente volátiles y riesgosas, seguramente deberán, en caso de emitir bonos, ofrecer unas tasas más altas a las que ofrece el mercado con el fin de cautivar y satisfacer el interés de los inversionistas considerando el riesgo asumido. Es claro que el costo de estar financiándose públicamente con dineros de las personas naturales puede ser contraproducente en una compañía que no puede estar totalmente segura de poder pagar sus obligaciones financieras, lo que en caso de no poder cumplirse afectaría directamente la imagen corporativa de la compañía y generaría posteriormente desconfianza en el servicio o producto que la empresa ofrece.

3.2.3. Créditos de los establecimientos de crédito

Se consideran establecimientos de crédito aquellas entidades que tienen como función captar dinero del público por medio de depósitos y utilizarlos para el otorgamiento de créditos.

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

En Colombia existen cuatro tipos de establecimientos especializados en otorgar créditos; los establecimientos bancarios, las corporaciones financieras, las compañías de financiamiento comercial y las cooperativas financieras. Cada uno de estos tipos de entidades tiene una serie de características particulares.

Como ya se expuso, los establecimientos bancarios tienen como principal función captar dinero por medio de cuentas corrientes bancarias u otros depósitos a la vista o a término, todo esto con el fin de tener capacidad para otorgar créditos. Los bancos son instituciones con ánimo de lucro lo que hace que al momento de otorgar un crédito evalúen muchos factores del cliente o solicitante del crédito todo con el fin de proteger los intereses de sus accionistas, esto hace que los tramites para obtener un crédito sean extensos y los créditos sean relativamente difíciles de obtener, sobretodo para empresas o personas con un historial crediticio nuevo y que cuentan con pocas garantías de pago. Poniéndose en el papel de la pyme se puede encontrar que estos créditos ponen en riesgo la estabilidad de la persona natural dueña de la pyme en cuestión, debido a que generalmente los bancos para financiar estas empresas requieren que los dueños de la empresa comprometan su patrimonio con el fin de sustentar el otorgamiento del crédito; en caso de que los objetivos no sean alcanzados por la empresa, lo bancos se ven en la obligación y en el derecho de pagarse las obligaciones financieras con el patrimonio de la persona, lo cual, desde cualquier punto de vista, va en contra del equilibrio económico y social del país.

A modo de ejemplo, a continuación se exponen algunos de los requisitos necesarios para que un establecimiento bancario, en este caso Bancolombia, otorgue créditos a las pymes.

Los principales requisitos en Bancolombia son:

- Tener certificado de cámara de comercio vigente.
- Los tres últimos estados financieros.
- Para el caso de personas jurídicas, son necesarias ventas por encima de 280 millones de pesos o activos mayores o iguales a 280 millones de pesos.

A parte de estos requisitos, con la información financiera obtenida de los estados financieros y los reportes de las centrales de riesgo se determina si el crédito puede ser otorgado o no.

Como se expuso en el marco de referencia de este trabajo de grado, las corporaciones financieras, las cooperativas y las compañías de financiamiento son entidades que también tienen la función de otorgar créditos, pero cada una de estas entidades se enfoca en una serie de créditos específicos. Por ejemplo, las compañías de financiamiento se encargan del otorgamiento de leasing o factoring, las cooperativas definen según su objetivo cuales son los créditos que ofrecen y las corporaciones financieras se encargan de promover la creación y el crecimiento de las empresas.

Generalmente los establecimientos de crédito condicionan sus créditos a muchísimas variables, dentro de las cuales predominan las cuantitativas por encima de las cualitativas, lo cual disminuye el mercado potencial de pymes que pueden adquirir este crédito.

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

Como se puede ver en lo expuesto anteriormente, los establecimientos de crédito en muchos casos tienen la desventaja de requerir muchas garantías con el fin de reducir el riesgo crediticio. Las pymes, debido a la simplicidad de sus operaciones y su falta de estructura financiera, tiene muchas dificultades en adquirir préstamos de los establecimientos de crédito. También es importante tener en cuenta que en muchas ocasiones las pymes aparte de una inyección de capital necesitan una inyección de conocimiento y una asesoría pertinente, cosa que en los establecimientos de crédito es muy escaso. A parte de eso, el simple hecho de financiarse con un préstamo exige el cumplimiento de una serie de pagos y obligaciones financieras que perjudican el flujo de caja, lo que pone en riesgo muchos aspectos de la supervivencia de una pyme al haber cierta probabilidad de no pago.

A continuación, se pueden observar algunas tablas con los tipos de crédito más comunes otorgados generalmente a las empresas del país (Crédito Comercial Ordinario, Crédito Comercial Preferencial, Crédito Comercial de tesorería y Microcrédito) y con las tasas de interés que otorgan ciertos establecimientos de crédito.

Crédito Comercial Ordinario						
Establecimiento de Crédito	Entidad	1 - 30 días	31 - 365 días	366 - 1095 días	1096 - 1825 días	más de 1825 días
Banco	BBVA Colombia	11.50 %	12.88 %	13.77 %	14.55 %	12.30 %
Banco	Bancolombia	10.11 %	11.61 %	13.15 %	10.81 %	11.86 %
Banco	Banco de Bogotá	8.93 %	10.73 %	12.61 %	11.90 %	9.19 %
Comp. de Financiamiento	Coltefinanciera	16.42 %	15.72 %	15.82 %	---	---
Comp. de Financiamiento	Leasing Corficolombiana	---	7.59 %	12.31 %	12.66 %	11.72 %
Comp. de Financiamiento	Giros & Finanzas C.F.	---	15.03 %	25.09 %	21.33 %	---
Cooperativa Financiera	Confiar Coop. Financiera	---	11.38 %	14.97 %	16.53 %	---
Cooperativa Financiera	Coopcentral	---	7.91 %	9.28 %	12.51 %	11.39 %
Cooperativa Financiera	Coop. Financiera de Antioquia	27.22 %	14.10 %	---	14.63 %	15.98 %

Ilustración 6. Muestra tasas de interés de créditos comerciales ordinarios (Superintendencia Financiera de Colombia, 2015)

Crédito Comercial Preferencial					
Establecimiento de Crédito	Entidad	31 - 365 días	366 - 1095 días	1096 - 1825 días	más de 1825 días
Banco	BBVA Colombia	6.40 %	7.61 %	9.99 %	7.98 %
Banco	Bancolombia	8.28 %	7.97 %	7.71 %	10.24 %
Banco	Banco de Bogotá	6.75 %	7.55 %	7.48 %	6.49 %
Comp. de Financiamiento	Coltefinanciera	---	---	---	---
Comp. de Financiamiento	Leasing Corficolombiana	---	---	---	---
Comp. de Financiamiento	Giros & Finanzas C.F.	---	---	---	---
Cooperativa Financiera	Confiar Coop. Financiera	---	---	---	---
Cooperativa Financiera	Coopcentral	---	---	---	---
Cooperativa Financiera	Coop. Financiera de Antioquia	---	---	---	---

Ilustración 7. Muestra de tasas de interés de créditos comerciales preferenciales (Superintendencia Financiera de Colombia, 2015)

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

Crédito Comercial de Tesorería				
Establecimiento de Crédito	Entidad	1 - 5 días	6 - 14 días	15 - 30 días
Banco	BBVA Colombia	10.50 %	---	7.64 %
Banco	Bancolombia	11.57 %	---	8.95 %
Banco	Banco de Bogota	---	---	9.39 %
Comp. de Financiamiento	Coltefinanciera	---	---	15.09 %
Comp. de Financiamiento	Leasing Corficolombiana	---	---	---
Comp. de Financiamiento	Giros & Finanzas C.F.	---	---	---
Cooperativa Financiera	Confiar Coop. Financiera	---	---	---
Cooperativa Financiera	Coopcentral	---	---	---
Cooperativa Financiera	Coop. Financiera de Antioquia	---	---	---

Ilustración 8. Muestra de tasas de interés de créditos comerciales de tesorería (Superintendencia Financiera de Colombia, 2015)

Microcrédito (Diferente de Leasing)					
Establecimiento de Crédito	Entidad	31 - 365 días	366 - 1095 días	1096 - 1825 días	más de 1825 días
Banco	BBVA Colombia	---	---	---	---
Banco	Bancolombia	31.29 %	28.59 %	18.89 %	---
Banco	Banco de Bogota	50.15 %	44.84 %	35.82 %	33.71 %
Comp. de Financiamiento	Coltefinanciera	---	---	---	---
Comp. de Financiamiento	Leasing Corficolombiana	---	---	---	---
Comp. de Financiamiento	Giros & Finanzas C.F.	---	---	---	---
Cooperativa Financiera	Confiar Coop. Financiera	21.95 %	20.42 %	25.29 %	---
Cooperativa Financiera	Coopcentral	---	24.40 %	17.44 %	14.46 %
Cooperativa Financiera	Coop. Financiera de Antioquia	---	31.02 %	29.44 %	26.82 %

Ilustración 9. Muestra de tasas de interés de microcréditos (Superintendencia Financiera de Colombia, 2015)

Como se puede observar en estos ejemplos, existe gran variedad en la oferta de tasas de interés, hay diferentes tasas y muchísimas entidades que pueden otorgar créditos, las falencias en este caso van relacionadas con la falta de apoyo y el desprendimiento de una entidad financiera al realizar un crédito, además de todas las garantías que estas entidades se ven obligadas a exigir. En conclusión, los establecimientos de crédito están presentes de diferentes formas y con diferentes servicios, pero para una pyme, considerando todo lo que esta busca, pedir un crédito puede no ser la mejor opción.

3.2.4. Capitalización por medio de un fondo de capital privado

Si bien la capitalización por medio de un Fondo de Capital Privado es muy similar a la capitalización por medio de una emisión de acciones, consideramos que esta es una alternativa con unas características muy particulares que han hecho de esta un modelo contemporáneo y de tendencia global.

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

Los FCP le brindan a las pymes la posibilidad de contar con un capital que, aunque sacrifica un porcentaje accionario de las empresas, tiene un menor riesgo comparado con las otras alternativas planteadas, además generalmente los gestores profesionales están interesados en asesorar e intervenir en las empresas para que estas puedan tomar decisiones estratégicas que las lleven al crecimiento esperado.

Normalmente las empresas que obtienen recursos por medio de un fondo de capital privado los usan para obtener mayor capital de trabajo para crecimiento, para expansión de la capacidad instalada o para mejorar la estructura de capital. El hecho de participar como accionistas de la empresa y el hecho de que sus recursos sean usados más que todo para buscar el crecimiento, genera en los FCP un interés muy especial por asesorar y apadrinar a estas empresas en el camino hacia el éxito.

El decreto 1242 de 2013 del Ministerio de Hacienda y Crédito Público define los Fondos de Inversión Colectiva como todo mecanismo o vehículo de captación o administración de sumas de dinero u otros activos, integrado con el aporte de un número plural de personas determinables una vez el fondo entre en operación.

Estos recursos serán gestionados de manera colectiva para obtener resultados económicos también colectivos (Autorregulador del Mercado de Valores, 2015).

Principales características:

- Su forma de inversión es a través de unidades de participación y/o nominativas.
- Los gastos, comisiones y rendimientos son distribuidos de forma proporcional a la participación de cada inversionista.
- Las participaciones del fondo se constituirán una vez que el inversionista realice la entrega de recursos y se identifique la propiedad de estos.
- El retiro por concepto de redención de participaciones deberá calcularse con base en el valor de la participación vigente para el día que se cause el retiro (Autorregulador del Mercado de Valores, 2015).
- Son inversiones a mediano y largo plazo.
- Al igual que los accionistas actuales, los FCP participan de los éxitos y fracasos de la compañía haciéndose responsables del riesgo que asumieron.
- Al convertirse en accionistas de la compañía están interesados en el crecimiento de esta y en los momentos difíciles, estarán disponibles para mantener y mejorar el apoyo a los empresarios.

Al hablar de los fondos de inversión, desde el punto de vista accionario, el sacrificio termina siendo el mismo que una emisión de acciones; en ambas alternativas se venden acciones por un monto determinado. La diferencia en este caso está en otras variables

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

que desde nuestro punto de vista son más difíciles de cuantificar, pero terminan siendo en muchos casos determinantes del crecimiento de una compañía; en una emisión de acciones el accionista lo único que aporta a la empresa en cuestión es capital, mientras que en un fondo de inversión, dependiendo de este, las personas o las entidades que compran las acciones se involucran en muchos casos en el crecimiento de la compañía como ya se había mencionado antes, entonces, desde ese punto de vista, termina siendo mucho más beneficioso el hecho de contar con un FCP como uno de los accionistas por que gracias a la conjugación de factores tales como: inyección de capital, experiencia profesional de los ejecutivos del FCP, mayor foco en el plan de negocios, entre otros, hace que las empresas obtengan un desarrollo considerable en varios ámbitos. De esta manera el FCP puede proporcionar el financiamiento y la asesoría necesarios para conseguir las metas trazadas para su empresa, colaborando en las decisiones estratégicas (Colombia Capital, 2008), mientras que un accionista no aporta ese capital humano en una transacción. Lo mismo sucede con los bonos, las personas que los adquieren no participan en ningún momento en la actividad de la compañía.

Es importante, a la hora de ser un empresario dueño de una pyme, tener en cuenta ciertos criterios que pueden ayudar a identificar si la empresa como tal puede ser atractiva para los FCP. Los FCP concentran su atención en compañías con planes de crecimiento, administradas por equipos experimentados capaces de convertirlos en realidades tangibles. Los fondos de capital privado generalmente buscan multiplicar su inversión en un periodo entre los 3 y 7 años, entonces se podría decir que una empresa es atractiva para un FCP si esta en capacidad de demostrar un solido potencial de crecimiento en los primeros años (Colombia Capital, 2008).

3.2.5. Análisis de las alternativas

Aspectos	Capitalización				
	E. Bonos	E. Acciones	Credito	Patrimonial	Peso
Legales					
Tramitología	4	4	2	1	7%
Requisitos Corporativos	4	4	1	0	3%
Documentación Requerida	4	4	3	0	5%
Políticos					
Socios Estrategicos	4	4	4	0	20%
Participación Accionaria	0	4	0	4	10%
Control sobre la empresa	0	2	0	3	5%
Financieros					
Estructura Patrimonial	0	4	0	4	5%
Requisitos Indicadores Financieros	4	4	3	2	10%
Costo de la deuda	4	0	3	0	12%
Beneficio Tributario	1	4	0	4	3%

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

Plazos de Pago	3	0	4	0	2%
Comerciales					
Know - How	4	4	4	1	8%
Relaciones Comerciales Estrategicas	4	3	4	1	10%
Total	3,09	3,24	2,58	1,32	100%

Tabla 4. Matriz de análisis de las diferentes alternativas de financiación y/o capitalización

Siendo 0 el mejor puntaje y 4 el peor, se entregaron los valores vistos anteriormente a cada una de las variables expuestas con el fin de poder hacer un análisis cualitativo de estas para cada uno de los escenarios de financiación.

- **Tramitología:**

Se refiere a la cantidad de trámites requeridos y el tiempo necesario para ingresar bien sea a los mercados de capitales, a los establecimientos de crédito, o a los capitales privados. A este aspecto se le otorgó un peso del 7% por que se considera que al momento de tomar una decisión es una barrera mas no limita definitivamente la vinculación de los recursos.

- **Requisitos corporativos:**

Esta variable reúne todos los requisitos correspondientes a las políticas de buen gobierno necesarias para ingresar a ciertos mercados de capitales o acceder a ciertas entidades o personas. A esta variable se le dio poco peso por que no están muy establecidos los requisitos necesarios y es una variable que es considerada como un aspecto que pueden negociar las partes.

- **Documentación requerida:**

Son los documentos legales y financieros que exigen las entidades y personas para proporcionar capital a una compañía. Tiene un puntaje bajo por que aunque es un aspecto necesario para poder acceder a la diferentes alternativas, es relativamente fácil organizar, obtener y presentar esta documentación.

- **Socios estratégicos:**

Relevancia que tienen las entidades o personas que proporcionan los recursos en la toma de decisiones estratégicas para la compañía en aspectos comerciales, financieros, legales, entre otros. Se le asignó un puntaje alto por que se considera que dentro de las necesidades que tiene una pyme es fundamental contar con apoyo en aspectos estratégicos aparte del aporte de capital.

- **Participación accionaria:**

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

Corresponde a la participación que está dispuesta a ceder la compañía con el objetivo de obtener nuevos recursos. Tiene un peso relativamente alto ya que dejar acceder a alguien al capital de la compañía no es un tema de menor relevancia.

- Control sobre la empresa:

Es la posibilidad de dejar entrar a un tercero para la toma de decisiones dentro de la compañía. Se le asignó un puntaje relativamente bajo porque consideramos que es una variable más cualitativa y sus efectos sobre los resultados son relativos.

- Estructura patrimonial:

Se refiere a cómo se compone la estructura de patrimonio y cómo afecta esto temas tributarios, de riesgos y de costos.

- Requisitos indicadores financieros:

Son los indicadores mínimos que una entidad o persona espera encontrar en una empresa para capitalizarla o financiarla. Obtiene un puntaje alto porque generalmente son la base para la toma de decisiones.

- Costo de la deuda:

Es la tasa a la cual las compañías de financiamiento le prestan dinero a la empresa. Tiene un puntaje alto porque a la hora de buscar un crédito la tasa es el factor más relevante.

- Beneficio tributario:

Corresponde al beneficio tributario que se obtiene al pagar obligaciones de deuda ya que estas son un gasto deducible. Este rubro obtiene un peso relativamente bajo porque aunque es una ventaja no puede ser considerado como una de las principales variables a la hora de tomar una decisión de financiamiento y/o capitalización.

- Plazo de pago:

Son los plazos que obtiene la empresa para amortizar las deudas adquiridas con los establecimientos de crédito o personas. Este aspecto obtiene un peso bajo porque es una de las variables que se pueden llegar a negociar con la entidad en cuestión.

- Know-How:

Se refiere al conocimiento global que puede tener un tercero sobre los aspectos relacionados con la compañía; sus operaciones, su modelo de negocio, entre

otros. Se considera una de las variables con mayor relevancia debido a la influencia que puede tener en el desempeño de las pymes en aspectos relacionados con la operación.

- Relaciones comerciales estratégicas:

Son los contactos, relaciones comerciales y posibles alianzas que le pueda aportar una entidad o persona a la compañía. Este rubro es uno de los que obtiene un mayor puntaje debido a la relevancia que puede llegar a tener una buena relación comercial en el contexto de las pymes colombianas.

Si bien este análisis se realizó sin tener en cuenta fuentes formales, sino que se realizó desde el punto de vista del conocimiento académico y profesional de los desarrolladores del trabajo y algunos colaboradores externos, se puede observar que el resultado, desde el punto de vista de la pyme, sigue revelando que la mejor alternativa de capitalización es por medio de capital privado, ya que las falencias que puede tener desde el punto de vista financiero y accionario son suplidas con la posibilidad de obtener apoyo en temas que pueden ser mucho más determinantes en el crecimiento de la compañía.

3.3. Modelación Financiera

3.3.1. Descripción de la metodología

Con la intención de realizar un análisis mucho más acertado de los diferentes escenarios financieros que se pueden plantear con las alternativas antes planteadas y juzgando aún mucho más las diferentes variables cuantitativas que intervienen en estas alternativas, se escogieron las dos opciones que desde el punto de vista de este trabajo de grado son las más viables para la financiación de una pyme, es decir el crédito bancario y el acceso a capitales de un fondo de capital privado.

Para comparar las dos alternativas de financiación que planteadas, vía pasivo (deuda) o vía patrimonio (capital), se presenta en el anexo número 1 un ejercicio de modelación financiera que pretende hacer una comparación entre las valoraciones financieras de una compañía simulando los dos diferentes escenarios de financiación.

En primer lugar, se construyó un escenario financiero base de una compañía que tiene las características de una pequeña empresa en Colombia y donde no existe endeudamiento alguno. A esta empresa modelo se le proponen unas proyecciones financieras con unos supuestos de valoración que serán nombrados más adelante en este documento y finalmente se valora a través del método de flujos de caja libre descontados.

Posteriormente partiendo de la base de esta compañía se modelan dos nuevos escenarios, el primero que sugiere un nivel de endeudamiento acorde a las capacidades de la empresa y el segundo que propone cubrir estos mismos montos pero a través de una capitalización al patrimonio.

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

3.3.2. Objetivo

El objetivo principal de este ejercicio es comparar los diferentes escenarios de financiación que puede presentar una compañía y cómo estos se reflejan en el valor final de la misma. Adicionalmente se pretende reflejar en la prima de riesgo compañía el riesgo que representa estar financiado con una obligación financiera versus el riesgo de contar con los recursos de un socio capitalista.

3.3.3. Supuestos de proyección escenario base

3.3.3.1. Supuestos operativos

- Ventas: se propone un crecimiento de las ventas de un 5% anual.
- Costo: se mantiene el margen bruto que obtuvo la empresa en el último año histórico.
- Gastos de administración: se suponen de naturaleza fija y crecen a una tasa del 3% anual.
- Gastos de ventas: se suponen variables y se proyectan como un porcentaje fijo de las ventas (15%).
- Depreciaciones y amortizaciones: se supone que todos los activos fijos se deprecien a 10 años en línea recta.
- Impuestos: se conserva la tasa efectiva que pago la compañía en el último año histórico (20.6%).
- CapEx: se supone la compañía debe invertir el 3% anual de sus ventas en activo fijo.
- Capital de trabajo: se conservan los días de capital de trabajo que la empresa presento en el último año histórico.
- Período de proyección: se estima un periodo de proyección de 10 años como período relevante y a partir del año 10 se calcula el valor de perpetuidad con un gradiente del 1%.
- Costo de la deuda: se supone un costo de deuda del 9% que corresponde al DTF más un spread de 4,5 puntos.
- Payout: se supone una política de payout del 80% de las utilidades del período.

3.3.3.2. Supuestos de riesgo

- Tasa libre de riesgo: se estima una tasa del 2% que corresponde al promedio del retorno de los T-Bonds 10 years de los últimos 90 días.
- EMBI: se propone una tasa del 2.5% que corresponde al promedio de este indicador que arroja JP Morgan en los últimos 90 días.
- Beta: se propone un beta genérico de 0.8.
- Rentabilidad del mercado: se supone una rentabilidad máxima de 7.5% (ebobson) menos la tasa libre de riesgo (2%).
- Prima de riesgo compañía: se explica más adelante.

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

- Costo de la deuda: se usa el costo de la deuda mencionado en los supuestos operativos.

3.3.4. Supuesto escenario de endeudamiento

3.3.4.1. Supuestos operativos

Se usan los mismos supuestos que en el escenario base a excepción de:

- Ventas: se supone un crecimiento de las ventas del 10% anual, este crecimiento es mayor que en el escenario base debido a la entrada de los nuevos recursos.
- Deuda sobre Deuda más patrimonio: se supone un endeudamiento que lleve a que la relación deuda sobre deuda más patrimonio sea igual a 20%.
- Payout: se estima una nueva política de payout en donde se reparten el 100% de las utilidades del período.

3.3.4.2. Supuestos de riesgo

- Se usan los mismos supuestos de riesgo que en el escenario base a excepción de la prima compañía, la cual se explica más adelante.

3.3.5. Supuestos escenario de capitalización patrimonial

3.3.5.1. Supuestos operativos

Se usan los mismos supuestos que en el escenario base a excepción de:

- Ventas: se supone un crecimiento de las ventas del 10% anual, este crecimiento es mayor que en el escenario base debido a la entrada de los nuevos recursos.
- Cambios en el capital: se supone una capitalización igual en valor a los desembolsos de deuda del escenario de endeudamiento.
- Payout: se estima una nueva política de payout en donde se reparten el 100% de las utilidades del período.

3.3.5.2. Supuestos de riesgo

Se usan los mismos supuestos de riesgo que en el escenario base a excepción de la prima compañía.

3.3.6. Prima compañía

Queriendo reflejar el riesgo particular de cada compañía en la tasa a la que se descuentan los flujos de caja, se construyó lo que se denomina como la prima de riesgo compañía, que busca cuantificar variables cualitativas relativas al riesgo de obtener recursos de una fuente, para este análisis se usaron las variables expuestas

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

anteriormente y se le dieron los mismos puntajes, usando las mismas ponderaciones; comparando estos resultados versus la prima máxima de riesgo ebobson.

Factores Riesgo no diversificable	PRIMA RIESGO COMPAÑÍA						Pesos	Valor
	Puntaje 0-4	0	1	2	3	4		
Tramitología	2	Baja				Alta	7%	0,14
Rquisitos Corporativos	2	Pocos				Muchos	3%	0,06
Documentación requerida	2	Pocos				Muchos	5%	0,10
Socios estrategicos	2	Muy Estrategic os				Poco Estrategicos	20%	0,40
Participación accionaria	2	Baja participaci ón				Alta Participación	10%	0,20
Control sobre la empresa	2	Poco contro				Mucho control	5%	0,10
Estructura patrimonial	2	Poco				Muy Riesgoza	5%	0,10
Requisitos indicadores financieros	2	Riesgoza Poca				Mucha Exigencia	10%	0,20
Costo deuda	2	Exigencia				Alto	12%	0,24
Beneficio tributario	2	Bajo				Bajo	3%	0,06
Plazos de pago	2	Alto				Bajo	2%	0,04
Know How	2	Alto aporte				Bajo aporte	8%	0,16
Relaciones comerciales estrategicas	2	Muchas				Pocas	10%	0,20
Total prima compañía	3,75%							2,00
Prima máxima	7,50%							

Tabla 5. Prima de riesgo compañía en el escenario base

Factores Riesgo no diversificable	PRIMA RIESGO COMPAÑÍA						Pesos	Valor
	Puntaje 0-4	0	1	2	3	4		
Tramitología	2	Baja				Alta	7%	0,14
Rquisitos Corporativos	1	Pocos				Muchos	3%	0,03
Documentación requerida	3	Pocos				Muchos	5%	0,15
Socios estrategicos	4	Muy Estrategico s				Poco Estrategico s	20%	0,80
Participación accionaria	0	Baja participaci ón				Alta Participació n	10%	-
Control sobre la empresa	0	Poco				Mucho	5%	-

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

		contro	control		
		Poco	Muy		
Estructura patrimonial	0	Riesgoza	Riesgoza	5%	-
Requisitos indicadores financieros	3	Poca	Mucha		
Costo deuda	3	Exigencia	Exigencia	10%	0,30
Beneficio tributario	0	Bajo	Alto	12%	0,36
Plazos de pago	4	Alto	Bajo	3%	-
Know How	4	Alto aporte	Bajo aporte	2%	0,08
Relaciones comerciales estratégicas	4	Muchas	Pocas	8%	0,32
Total prima compañía	4,84%				2,58
Prima máxima	7,50%				

Tabla 6. Prima de riesgo compañía en el escenario con deuda

PRIMA RIESGO COMPAÑÍA							
Factores	Puntaje					Pesos	Valor
		Riesgo no diversificable	0-4	0	1 2 3		
Tramitología	1	Baja			Alta	7%	0,07
Rquisitos Corporativos	0	Pocos			Muchos	3%	-
Documentación requerida	0	Pocos			Muchos	5%	-
Socios estrategicos	0	Muy Estrategicos			Poco Estrategicos	20%	-
Participación accionaria	4	Baja participación			Alta Participación	10%	0,40
Control sobre la empresa	3	Poco contro			Mucho control	5%	0,15
Estructura patrimonial	4	Poco Riesgoza			Muy Riesgoza	5%	0,20
Requisitos indicadores financieros	2	Poca Exigencia			Mucha Exigencia	10%	0,20
Costo deuda	0	Bajo			Alto	12%	-
Beneficio tributario	4	Alto			Bajo	3%	0,12
Plazos de pago	0	Alto			Bajo	2%	-
Know How	1	Alto aporte			Bajo aporte	8%	0,08
Relaciones comerciales estratégicas	1	Muchas			Pocas	10%	0,10
Total prima compañía	2,48%						1,32
Prima máxima	7,50%						

Tabla 7. Prima riesgo compañía en el escenario con equity

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

3.3.7. Resultados del ejercicio

Aunque para efectos del análisis financiero no se tuvieron en cuenta las consecuencias comerciales que puede tener un FCP, como elevar los niveles de ventas, aumentar los márgenes y demás; lo que hizo que los resultados operativos fueran los mismos para ambos escenarios, el hecho de financiarse a través del pasivo o del patrimonio afecta directamente el riesgo por medio de tres variables como lo son el costo de la deuda, la relación deuda/patrimonio y la prima de riesgo compañía explicada anteriormente. Es bien sabido que el hecho de financiarse con deuda resulta más económico que financiarse con patrimonio, ya que los accionistas esperan obtener como mínimo la misma tasa que se le esta pagando a los bancos, lo que hace que por esta variable la tasa de descuento sea menor en el escenario de endeudamiento, sin embargo a la hora de particularizar el riesgo para una compañía en especial y analizando las variables que se tuvieron en cuenta en la matriz de análisis de las diferentes alternativas, es evidente que financiarse a través de capital especializado (FCP) le genera a la compañía una serie de beneficios que hacen que su riesgo sea menor a los ojos de un potencial inversionista, lo que compensa la diferencia en la tasa de descuento llegando a niveles aún más bajos en el escenario de capital que en el escenario de deuda.

3.4. Alternativa seleccionada

Después de analizar las diversas alternativas de financiación y/o capitalización que tiene una compañía, juzgando tanto variables cualitativas como cuantitativas y planteando los diferentes escenarios que podrían generarse, se llega a la conclusión de que los fondos de capital privado son la mejor elección, siempre y cuando la empresa que se este juzgando sea una pyme con potencial de crecimiento.

3.4.1. Las pymes y los fondos de capital privado

El objetivo de un fondo de capital privado es darle la oportunidad a un grupo de capitales para que formen parte de un mismo portafolio de inversiones. Además, mediante la creación de un FCP se ofrece por parte de los administradores del fondo una experiencia y un conocimiento enfocados a la administración de los activos adquiridos y un liderazgo adecuado para tomar las decisiones sobre las futuras inversiones.

3.4.1.1. Aspectos que deben tener en cuenta las pymes

Es muy importante que una empresa, en este caso la pyme, sea cual sea la fuente de financiación externa que este buscando, debe asegurarse de organizar ciertos aspectos que pueden ser relevantes a la hora de buscar una alternativa de financiación externa. Estos aspectos, que también aplican para nuestro caso (financiación por medio de un FCP), son los siguientes (Colombia Capital, 2008):

- Compruebe los controles de calidad.
- Tener un buen sistema de proyección de flujo de caja.

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

- Implementar un programa de maximización de ventas.
- Brindar a sus clientes incentivos para el pago oportuno de sus obligaciones.
- Adoptar la figura de los sub-contratos como mecanismo para disminuir las necesidades de capital inicial.
- Desarrollar un plan de pagos a proveedores.
- Ejercer control cuidadoso de los gastos fijos, especialmente los gastos indirectos.
- Practicar procesos rigurosos de control de créditos.

Al momento de financiarse por medio de un FCP, las empresas y sus dueños deben tener presente una serie de factores clave que seguramente estarán presentes, para esto las personas encargadas de las empresas se deben cuestionar estos aspectos: se debe tener un plan de negocios para el crecimiento, se debe estar dispuesto a ceder el control de la compañía a terceros y se debe estar dispuesto a no poner trabas para la salida del FCP aún así cuando esto puede generar un esfuerzo financiero adicional y una pérdida de control. Si después de cuestionarse sobre estos aspectos, las respuestas son positivas; las personas que lideran las pymes están listas para entablar una relación con un FCP.

Los FCP buscan empresas con potencial y con productos o servicios con cierta diferenciación del resto, de igual forma buscan personas muy profesionales, que cuenten con entusiasmo y con la capacidad de asumir muchos nuevos retos. Es muy importante que los dueños de las pymes tengan presente que los FCP en un futuro buscan un retorno que se obtiene generalmente por la venta de su participación, no se caracterizan por seguir al mando de una compañía por un largo período de tiempo.

3.4.1.2. Rentabilidad de los inversionistas versus beneficio para las pymes

Es claro que uno de los objetivos principales de una empresa es el hecho de generar ganancias, ser rentable. Para el fondo de capital privado este sigue siendo un principio fundamental; si los inversionistas no se sienten atraídos por las rentabilidades que pueda obtener el fondo será extremadamente difícil conseguir el capital necesario para las inversiones deseadas. Es por esta razón que el FCP debe invertir en empresas que satisfagan las necesidades de rentabilidad de los potenciales inversores, obviamente estando acorde al perfil de riesgo que se desee ofrecer. Dicho esto es necesario aclarar que es de vital importancia determinar la rentabilidad del fondo de capital privado de acuerdo con las necesidades de los inversionistas y establecer este valor como un objetivo principal a la hora de la creación de un fondo. Es por esta razón que los FCP, dependiendo de su política, participan pasiva o activamente en las decisiones de la compañía y en algunos casos ven la necesidad de involucrarse en el gobierno corporativo de la compañía.

El otro factor principal que se debe tener en cuenta a la hora de juzgar un fondo de capital privado es el hecho de buscar el beneficio para las pequeñas y medianas empresas. Este trabajo se planteo desde un principio como una búsqueda de alternativas de capitalización para pymes y es por eso que los beneficios que esta alternativa de capitalización pueda traer deben ser más interesantes en comparación de los beneficios ofrecidos por alternativas como la emisión de acciones o la emisión de bonos, entre otras. Los fondos FCP, como se ha dicho en varias ocasiones a lo largo del trabajo de grado, proveen

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

ayudas financieras y estratégicas que buscan el crecimiento de la compañía, además de esto pueden ser aliados indispensables a la hora de afrontar obstáculos como el cambio del ambiente externo, el incremento en los costos, los problemas con el flujo de caja, el aumento de la competencia, los problemas de liquidez, entre otros.

Es por estas dos posiciones que el fondo de capital privado que se debe buscar debe contar con empresas que cumplan con una serie de indicadores y estándares para que de esta forma se invierta en pymes con proyecciones interesantes para el futuro y con un perfil de riesgo atractivo para los inversionistas del fondo.

3.4.1.3. Elección del FCP

Es claro que los FCP son los que en realidad eligen en cuales empresas quieren invertir, pero las pymes deben desarrollar un análisis para poder definir a cuales FCP quieren presentarles su plan de negocio para que estos decidan si invierten en la compañía o no. Dicho esto, es muy importante que a la hora de elegir un FCP las pymes y sus empresarios analicen los siguientes aspectos: la etapa de desarrollo de la empresa y el tipo de capital requerido, el sector donde se encuentra la empresa, la localización geográfica que tiene la empresa, el monto requerido de capital y su destino (Colombia Capital, 2008).

Cuando sean analizados esos aspectos se puede proceder a buscar un FCP que se acomode a las características de la empresa. A continuación ilustramos un poco el análisis que se debe hacer con los aspectos mencionados anteriormente.

Aspectos	Descripción
Etapa de desarrollo	<p>Se pueden clasificar las etapas de desarrollo en las siguientes:</p> <ul style="list-style-type: none"> ○ Capital semilla/Plan de negocio: pocos FCP se interesan en invertir en empresas que todavía están definiendo su plan de negocio y están validando su producto o servicio, pues para ellos implica un costo adicional. Sin embargo existen algunos FCP que se especializan en este tipo de inversiones. ○ Inicio de operaciones: se refiere al momento en el que la empresa ha iniciado operaciones y ha estado vendiendo desde un periodo corto de tiempo. ○ Expansión: es cuando se cuenta con un producto o servicio definido y validado, clientes y un historial no muy largo. Son empresas que están buscando crecer desde los

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

	<p>productos y servicios ya ofrecidos.</p> <ul style="list-style-type: none"> ○ Consolidación: es cuando se tiene un buen historial y un crecimiento proyectado moderado. En esta etapa se busca consolidar las operaciones y la posición en el mercado, asegurar el crecimiento, fortalecer la estructura de capital y generar una nueva expansión. <p>Para un FCP de capital privado las etapas más interesantes suelen ser las de expansión y consolidación.</p>
Sector o Industria	<p>Los FCP pueden invertir en diversos sectores pero en algunos casos existen fondos que se especializan en un sector. Cuando hay un FCP que se acomoda al sector donde está la pyme, lo ideal es tenerlo en cuenta por encima de otras alternativas debido a que agilizan todo el proceso y pueden aportar mayores conocimientos a la empresa en cuestión.</p>
Localización geográfica	<p>Al igual que en el caso del análisis del sector, existen FCP que están especializados en ciertas regiones específicas, lo ideal es siempre intentar presentar el plan de negocio a los fondos que estén especializados en la región donde se encuentra la empresa.</p>
Monto requerido	<p>Generalmente los FCP definen un monto de inversión mínimo y un monto de inversión máximo, en caso de que el capital requerido no se encuentre dentro de este rango lo mejor es buscar otro FCP. Por regla general los FCP en Colombia invierten entre 5 y 30 millones de dólares por empresa (Colombia Capital, 2008).</p>

Tabla 8. Aspectos que se deben tener en cuenta al buscar un FCP (Colombia Capital, 2008)

Al momento de empezar a buscar los FCP que mejor se acomoden a sus características y necesidades, es muy importante tener en cuenta que las empresas pueden limitarse a presentar solo el resumen ejecutivo de tal forma que puedan proteger su información, aunque es importante resaltar que de todas formas los FCP deben firmar un código de conducta con el fin de que los empresarios se sientan protegidos.

3.4.1.4. Evaluación de los fondos de capital privado

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

El empresario o propietario de la pyme debe tener presente una serie de variables que evalúan los FCP al momento de tomar decisiones de inversión, estas variables se pueden enumerar de la siguiente forma (Colombia Capital, 2008):

- Las proyecciones financieras deben ser realistas.
- El plan de negocios debe ser acorde con las políticas de inversión del FCP.
- El producto o servicio debe ser viable comercialmente.
- Los accionistas de la compañía deberían haber invertido en la compañía capital propio.
- Es necesario que la empresa tenga potencial de crecimiento sostenido.
- La compañía debe tener toda la capacidad técnica y humana para alcanzar las metas.
- El capital requerido debe ser acorde con el objetivo planteado.
- El retorno potencial debe compensar el riesgo asumido.
- El equipo gerencial debe tener la capacidad de explotar el potencial de la compañía.

Al momento de presentar el plan de negocios es muy importante que el equipo gerencial de la compañía, en este caso la pyme, sea el encargado de presentar las responsabilidades y objetivos que tendrá cada una de las áreas de la compañía, esto de alguna forma demuestra el compromiso de la empresa y genera confianza a los inversionistas.

3.4.1.5. La valoración de la compañía

Cuando tanto la compañía como el FCP deciden continuar con el proceso, se podría decir que el siguiente paso es determinar el valor de la compañía.

Para esta valoración se pueden usar diferentes metodologías, como la de flujo de caja descontado, valoración de activos o valoración comparativa. Lo importante en esta etapa es que tanto los inversionistas y los empresarios lleguen a un acuerdo en el valor de la compañía y determinen según el riesgo la TIR (tasa interna de retorno) de la inversión como tal. Esta TIR en el mercado normalmente es del 25% anual y dependerá del riesgo asociado al plan de negocios de la empresa, la duración de la inversión, la viabilidad de la desinversión y la cantidad de inversionistas que están dispuestos a invertir en la compañía.

3.4.1.6. Proceso de Inversión

En promedio el proceso de inversión de un FCP es de 6 meses pero puede llegar a ser de un año dependiendo de las partes. Los empresarios deben tener en cuenta que mientras más flexibles y transparentes sean al momento de entregar la información para llevar a cabo los proceso de due diligence más rápido será el proceso de inversión. En la siguiente tabla se puede observar las partes en las que se divide todo el proceso de inversión.

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

ETAPA	EMPRESARIO	EMPRESARIO Y FCP	FCP	REPORTES
Acercamiento/ Evaluación del plan de negocio	<ul style="list-style-type: none"> Prepara el plan de negocio Contacta al FCP 		Revisión del plan de negocio	Plan de Negocios
Investigación y Negociación	Provee información adicional	<ul style="list-style-type: none"> Negociación de los términos básicos Establecer buena relación Discusión plan de negocios 	<ul style="list-style-type: none"> Valoración del negocio Evaluación de la estructura financiera 	Carta de Oferta
Due diligence		Reuniones con asesores externos y contadores	Inicia con el due diligence externo	Reporte de los asesores y contadores
Negociación final/Terminación	Se revela toda la información necesaria de la empresa	<ul style="list-style-type: none"> Negociación términos finales Derechos de voto y constitución de documentos 	Completar la información	<ul style="list-style-type: none"> Carta de declaración Garantías e indemnizaciones Memorandos y artículos de asociación Acuerdos de accionistas
Monitoreo/Salida	<ul style="list-style-type: none"> Provea la información administrativa periódicamente Mantener comunicación con el FCP 		<ul style="list-style-type: none"> Inversión de monitoreo Input constructivo Envolvimiento en decisiones importantes 	Cuentas administrativas y reportes de la junta

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

--	--	--	--	--

Tabla 9. Etapas de la negociación con un FCP (Colombia Capital, 2008)

3.4.1.7. Tipos de Inversión de los FCP

Al momento de realizar inversiones los FCP pueden tomar diferentes caminos o alternativas. Cada una de las formas en las que los FCP invierten en una compañía tiene diversas características y variables tanto cualitativas como cuantitativas que se deben evaluar por parte del empresario y por parte del FCP como tal; todo esto depende de el objetivo que tiene el FCP al momento de invertir, el rendimiento administrativo del equipo gerencial que tiene la compañía y el objetivo planteado que tiene el empresario para la inversión recibida. Estas alternativas se exponen a continuación:

- **Capital para el negocio (Cash In):**
Es el capital aportado para expandir el negocio, ya sea para capital de trabajo, para la compra de activos fijos o para la expansión a nuevos mercados.
- **Management Buy-Out (MBO):**
Este tipo de inversión permite al grupo de trabajo gerencial adquirir el control de la compañía con el apoyo de un FCP. Por lo general, este tipo de inversiones se realizan para comprar toda la empresa.
- **Management Buy-In (MBI):**
Consiste en tomar el control accionario de la compañía con un equipo gerencial externo. Esto se da cuando la administración de la empresa no es del todo satisfactoria.
- **Compra secundaria (Secondary Buy Out):**
Se da cuando un FCP compra participación accionaria de una empresa donde ya participa otro FCP. Esto se da generalmente cuando un FCP termina su ciclo de inversión en una compañía y quiere vender su participación con el fin de obtener un retorno.
- **Reestructuración operativa (Turnaround):**
Es el capital que se invierte para realizar cambios significativos en una empresa con bajo desempeño. Se requiere de un equipo gerencial muy capacitado.
- **Reestructuración financiera (Financial Turnaround):**
Es el aporte de capital para solucionar problemas financieros con establecimientos de crédito o proveedores.
- **Financiamiento puente (Bridge financing):**
Es el financiamiento de corto plazo que se usa para implementar mejoras con el fin de poder entrar al mercado de capitales.

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

- Reemplazo de propiedad:
Permite a los iniciales accionistas de la compañía recomprar la participación de otros accionistas con los que se ha tenido algún conflicto.

3.4.1.8. Estructura financiera y clases de capital privado implementado por los FCP

A la hora de la verdad los empresarios deben tener presente que deben ceder una participación accionaria importante a los FCP, y dependiendo de la forma en que estos trabajen y de la negociación entre las dos partes, puede ser posible que el FCP este interesado en nombrar un gerente financiero que tenga su aval. Si bien puede ser difícil interiorizar todo el involucramiento que puede llegar a tener un FCP en la empresa, se debe tener presente que todo esto es con el único objetivo de crecer y fortalecerse, además, normalmente estos fondos pueden proveer financiación adicional al capital aportado y pueden facilitar la obtención de todo tipo de créditos de los establecimientos de crédito.

Cuando las sumas requeridas por una compañía son muy altas, o simplemente el riesgo es muy alto, existe la posibilidad de que un solo FCP no este dispuesto a invertir; en estos casos existe la “inversión sindicada”, la cual básicamente es una agrupación de varios FCP que se reparten el paquete accionario, esto con el fin de llegar al monto de inversión necesario y reducir el riesgo. Los empresarios en estos casos pueden obtener una serie de ventajas como: mayor conocimiento gracias a las diversas fuentes, mayor financiación y evitan que un solo FCP tenga el poder, aunque existen algunas desventajas como la complejidad del gobierno corporativo y la dificultad en la toma de decisiones.

A continuación exponemos las clases de capital más importantes usadas en las negociaciones con los FCP:

Clases de Capital	Análisis
Capital Accionario (Equity)	Con este esquema los FCP buscan protegerse un poco del riesgo que están asumiendo y generalmente son los más favorecidos.
Acciones Ordinarias	Estás son las acciones que dan derechos esenciales sobre la compañía, como el derecho al voto, a la obtención de utilidades y a la libre negociación. Generalmente los FCP no obtienen este tipo de acciones, estas con las que los empresarios originales normalmente conservan al momento

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

	de entrar un FCP.
Acciones Privilegiadas	Son las acciones que además de tener todos los derechos que tienen las ordinarias, también tienen una serie de ventajas como el derecho preferencial de reembolso en caso de liquidación y otro tipo derechos sobre las utilidades de la compañía.
Acciones privilegiadas sin derecho a voto	Son las acciones que cuentan con los privilegios ya mencionados anteriormente pero que no tienen ningún tipo de derecho de voto; estas acciones son muy comunes en los paquetes accionarios adquiridos por los FCP.
Capital cuasi accionario (mezzanine)	Son los recursos obtenidos que están en una fase intermedia entre el capital accionario y el pasivo. Al considerarse un riesgo mayor, generalmente se impone un interés más alto que las entidades financieras y también se obtienen otras garantías sobre las ganancias o los activos de la compañía. Esta modalidad es muy comúnmente utilizada por los FCP, generalmente cuando los valores son muy altos.

Tabla 10. Clases de capital usadas por un FCP (Colombia Capital, 2008)

Cuando la transacción es un hecho y tanto los empresarios como el FCP están comprometidos con el plan de negocio se deben tener en cuenta muchas consideraciones (algunas ya expuestas) en la formalización de la negociación como:

- La participación de los FCP en la junta directiva.
- Cantidad de votos y derechos de veto.
- Clausulas de indemnización en caso de cumplimiento de alguna de las partes.
- La participación de los FCP en el equipo gerencial.
- La facilidad de los FCP para vender su participación; conceptos como el Drag Alone (venta forzada), Tag Alone (venta conjunta), entre otros.

3.4.1.9. Asesoría profesional

Al momento de tomar la decisión de buscar financiación es muy importante el rol que pueden tener los asesores financieros, contables y demás, pues estos con su experiencia pueden ahorrar mucho tiempo y dinero a una compañía, además de entregar una probabilidad más alta de tomar la decisión correcta. Tanto para los FCP como para los

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

empresarios, estos asesores son fundamentales en el proceso de negociación y su remuneración en la mayoría de los casos es justificada.

Dentro de las diferentes asesorías que pueden ser relevantes en el proceso de obtención de capital de un FCP podemos enumerar los siguientes asesores o consultores:

- Asesor Financiero:

En algunas empresas este asesor puede estar dentro de la misma empresa, es decir, puede que el gerente financiero o algún otro miembro de la gerencia tenga el conocimiento para tomar decisiones financieras, pero siempre es bueno contar con la asesoría y opinión de alguien que no este envuelto en el sistema y pueda dar un consejo imparcial y desinteresado.

Un asesor financiero puede ayudar a tomar decisiones como: la selección de la fuente de financiamiento y la selección del proveedor de estos recursos, el diseño del plan de negocios, la creación de las proyecciones financieras, el valor de la compañía y la estructuración de una negociación, entre otros aspectos.

- Banca de Inversión:

Son firmas especializadas en la obtención de capital y en todo lo relacionado con fusiones y adquisiciones, emisión de acciones y valoración de empresas entre otros servicios. Estas entidades por lo general cumplen la labor de un asesor financiero y trabajan con el riesgo del proyecto como tal, pues su ganancia esta sujeta a una comisión que varía según el monto de la transacción.

- Asesor contable:

Estas personas en algunos casos son internas de la empresa pero como se dijo anteriormente siempre es una buena idea contar con la opinión de alguien externo. La idea de los asesores contables es que se encarguen de recopilar y presentar toda la información de los estados financieros de la empresa.

- Asesores legales:

Normalmente se tiene dos grupos de asesores legales, cada uno en representación de cada una de las partes, que en este caso son abogados con experiencia en finanzas corporativas y fusiones y adquisiciones. Estos abogados son muy importantes porque se encargan de supervisar todo lo relacionado con los aspectos legales de la negociación y también se encargan de la elaboración de todos los contratos pertinentes; además de esto, estos asesores generalmente pueden ayudar a mediar entre las partes cuando la relación no pasa por el mejor momento.

3.4.1.10. Principales contratos

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

Dentro de los contratos que se pueden encontrar en la negociación con un fondo de capital privado se pueden encontrar los siguientes:

- Acuerdo de confidencialidad:

Es cuando ambas partes se comprometen a mantener la información y la situación de la negociación bajo estricta confidencialidad durante un periodo de tiempo determinado.

- Carta de intención:

Determina la intención de seguir avanzando con la negociación y puede enumerar una serie de condiciones que se deben dar para que la negociación pueda concretarse.

- Acuerdo de suscripción de acciones:

Es el documento que expone las condiciones de la inversión tales como: términos y condiciones, obligaciones, garantías, cláusulas, indemnizaciones y derechos de los accionistas.

- Estatutos sociales y licencias:

En algunos casos cuando el FCP entra como nuevo accionista se debe hacer una reforma a los estatutos de tal manera que se especifiquen los derechos del FCP como tal.

- Acuerdo de accionistas:

Es un acuerdo que se establece entre los accionistas y el gobierno corporativo donde se exponen las condiciones de temas como la compraventa de acciones entre otros.

- Garantías o indemnizaciones:

Son los documentos que garantizan la veracidad de la información y los reportes de cada una de las partes, y en caso de no ser genuina la información, la parte afectada puede considerar pedir una indemnización.

- Contratos laborales y de servicios:

Se refiere a la contratación de asesorías y también a todo lo relacionado con los contratos laborales del equipo gerencial como tal.

3.4.1.11. Salida del FCP

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

Los FCP siempre buscan materializar el retorno de su inversión, es por esto que al cabo de un período de tiempo ellos generalmente toman la decisión de vender su participación accionaria. Para vender su participación se tienen tres alternativas principales:

- Venta directa a otra empresa.
- Venta directa a otro FCP.
- Oferta de acciones en el mercado público de valores.
- Reventa.

Si bien la venta directa a otra empresa o a otro FCP es la opción más común, es la más compleja debido a todos los conflictos que se pueden generar con el nuevo comprador; aunque esta transacción tiene ventajas en el sentido que el nuevo comprador generalmente termina siendo otro socio estratégico que busca el crecimiento aún mayor de la compañía.

La oferta de acciones en el mercado público de valores es una de las opciones preferidas por los empresarios y los FCP, debido a que es una transacción que se puede realizar en un relativamente corto tiempo y aparte de eso es el método más transparente. Se cree que esta debería ser la primera opción y además de alguna u otra forma es una de las pocas alternativas que puede poner de acuerdo a los accionistas.

Por último, la reventa es una de las opciones que menos se utiliza porque generalmente presenta diversas dificultades, aunque es común que en los contratos de negociación entre ambas partes se establezcan una serie de cláusulas en las que se establecen la activación de este tipo de transacción en caso de que no se concreten ninguna de las otras modalidades de venta posibles.

3.4.2 Marco legal de los FCP

Para comenzar hay que tener en cuenta que los fondos de capital privado y su administración son supervisadas por el Gobierno (Ley 964 de 2005, Artículo 3).

Se considerarán fondos de capital privado las carteras colectivas cerradas que destinen al menos las dos terceras partes (2/3) de los aportes de sus inversionistas a la adquisición de activos o derechos de contenido económico diferentes a valores inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores – RNVE (Decreto 2555 de 2010, Artículo 3.1.14.1.2).

3.4.2.1. Constitución del Fondo

Las sociedades administradoras deben cumplir con los siguientes requisitos(Decreto 2555 de 2010, Artículo 3.1.3.1.1):

1. Tener suficiente capacidad administrativa e infraestructura tecnológica para gestionar la cartera colectiva.
2. Contar con personal que se dedique exclusivamente a la administración de las carteras colectivas, este personal debe tener la suficiente responsabilidad y debe ser idóneo para

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

el trabajo.

3. Tener una estructura de control interno que sea la adecuada.
4. Tener un sistema totalmente integral con la información de la cartera colectiva.
5. Tener establecidos códigos de buen gobierno corporativo, incluyendo la adopción de un código de conducta para todo lo relacionado con la administración de las carteras colectivas; adicionalmente, las sociedades administradoras deben implementar criterios éticos y de conducta que busquen preservar los derechos de las personas naturales o jurídicas que invierten en las carteras colectivas bajo su administración, incluyendo el establecimiento de reglas claras y concisas que permitan realizar un control a la gestión de los administradores sobre el cumplimiento de las obligaciones y responsabilidades asignadas previamente, así como la prevención y administración de los todos los conflictos de interés posibles que puedan afrontar tanto la sociedad administradora como sus administradores.
6. Se debe contar con planes de contingencia para mantener la continuidad de la operación, la principal finalidad de estos planes debe ser el hecho de prevenir, y en caso de ser necesario, solucionar los problemas, las fallas y todo los incidentes que se puedan presentar en cualquiera de los dispositivos de procesamiento y conservación de información que conforman el sistema de las carteras colectivas.
7. Contar con un sistema de gestión y administración de los riesgos.

Se debe tener presente que un FCP no necesita una previa autorización de la Superintendencia Financiera de Colombia para su constitución, solo es necesario tener la siguiente documentación:

1. El modelo del reglamento del fondo de capital privado.
2. Una copia del acta de la junta directiva de la sociedad administradora en la cual se haya aprobado el modelo del reglamento.
3. La certificación expedida por el representante legal de la sociedad administradora en la cual se especifique que la sociedad cumple con los requisitos previstos en ese artículo.
4. El modelo del documento representativo de las participaciones de los inversionistas en la cartera colectiva.
5. El perfil que se requiere para los candidatos que deben formar parte del comité de inversiones y el perfil necesario para ocupar el cargo de gerente de la cartera colectiva.

3.4.2.2. Política de inversión

La política de inversión de los fondos de capital privado debe estar definida previamente y de manera clara en el reglamento, además debe contemplar el plan de inversiones, indicando el tipo de empresas o proyectos en los que se desea invertir y los criterios para la selección de estos, dentro de los cuales es necesario incluir información sobre los sectores económicos y el área geográfica donde se desarrolla el proyecto (Decreto 2555 de 2010, Artículo 3.1.14.1.6).

Los inversionistas pueden comprometerse a suscribir participaciones a través de una promesa en la cual se obliguen incondicionalmente a pagar una determinada suma de dinero en las condiciones que se establecen en el reglamento, todo esto de acuerdo con las necesidades de capital del FCP.

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

El monto mínimo para constituir las participaciones no puede ser inferior a 600 salarios mínimos legales mensuales vigentes. Para calcular este monto se pueden tener en cuenta los compromisos suscritos por el inversionista (Decreto 2555 de 2010, Artículo 3.1.14.1.7). La Superintendencia Financiera de Colombia debe definir la metodología de la valoración, la periodicidad y los mecanismos de reporte donde se comunica la valoración de los fondos de capital privado, para lo cual se debe tener en cuenta la naturaleza de los activos en los que estos fondos invierten (Decreto 2555 de 2010, Artículo 3.1.14.1.10).

3.4.2.3. Reglamento del FCP

Los FCP deben establecer al comienzo un reglamento que contenga todo lo relacionado con la siguiente información (Decreto 2555 de 2010, Artículo 3.1.14.1.11):

- Los aspectos generales (Nombre, domicilio, duración, procedimiento para la restitución de aportes, naturaleza del patrimonio y el monto mínimo de los suscriptores e inversiones).
- Se debe determinar la política de inversión del FCP.
- Es necesaria la creación de un comité de vigilancia y determinar sus respectivas funciones.
- Indicar si se va a contar con un gestor profesional y todos los factores que rodean la contratación de este.
- Se debe crear un comité de inversiones y establecer sus respectivas funciones.
- Determinar la constitución y redención de los participaciones.
- Establecer la relación de los gastos del FCP y los pagos de sus respectivos administradores.
- Se debe establecer en el reglamento las causales de disolución de la cartera colectiva y el procedimiento que se debe seguir para su liquidación.
- Especificar las facultades, los derechos y las obligaciones de la sociedad administradora y de los inversionistas.
- Determinar las reglas aplicables a la asamblea de inversionistas.
- Exponer los mecanismos que se van a utilizar para la revelación de la información del FCP, especificando los medios en los que se va a publicar esta información.
- Es necesario especificar cual es el procedimiento para modificar el reglamento en caso de que así se desee.

3.4.2.4. Obligaciones de la sociedad administradora

Dentro de las obligaciones de la sociedad administradora de los FCP, está la responsabilidad de tener que rendir un informe detallado y pormenorizado de la gestión del capital entregado o transferido con relación al acuerdo establecido entre ambas partes respecto a todo aquello que tenga relevancia con la operación, incluyendo el balance general del fondo y el estado de resultados de este.

Es necesario aclarar que le corresponde a la Superintendencia Financiera de Colombia definir la forma y contenido mínimo que debe tener el informe de rendición de cuentas que

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

se entrega. Este informe de rendición de cuentas debe hacerse cada seis 6 meses, con cortes a 30 de junio y 31 de diciembre, además de esto, el plazo para realizar este informe es de sesenta días comunes, contados a partir de la fecha del respectivo corte.

La sociedad administradora del FCP tiene la responsabilidad de gestionar, administrar y proteger los intereses de los inversionistas, además de esto, está también en la obligación de cooperar con todo lo que solicite la Superintendencia Financiera y debe brindarle toda la información que se considere necesaria; las obligaciones están enumeradas explícitamente en el Artículo 3.1.9.1.2 del Decreto 2555 de 2010.

Dentro de las obligaciones de la junta directiva del FCP está el hecho de tener que tomar decisiones, fijar las directrices, definir las políticas y nombrar un contralor y un comité de inversiones; todo esto está explícitamente enumerado en el Artículo 3.1.9.1.3 del Decreto 255 de 2010.

Las sociedades administradoras, como se dijo anteriormente, deben constituir un comité de inversiones, responsable del análisis de las inversiones y de los proyectos o empresas en los que se invierta, así como de la definición de los cupos de inversión y las políticas para adquisición y liquidación de las inversiones de los participantes.

Los fondos de capital privado, como ya se había mencionado, deben nombrar un comité de vigilancia, el cual debe estar encargado de ejercer una supervisión permanente sobre el cumplimiento de las funciones asignadas a la sociedad administradora y, de ser el caso, supervisar también al gestor profesional. El comité de vigilancia se debe reunir periódicamente como mínimo cada tres 3 meses, o extraordinariamente cuando la situación puntual lo requiera. En todo caso, de esas reuniones se deben elaborar actas escritas, las cuales deben cumplir con todos los requisitos previstos en el código de comercio y las demás normas aplicables para las actas de asamblea de accionistas o juntas directivas de las sociedades por acciones (Decreto 2555 de 2010, Artículo 3.1.14.1.25).

Si la sociedad solo administra fondos de capital privado no se ve en la obligación de contar con un contralor normativo ni con un defensor del cliente, pero si debe tener un revisor fiscal de todas formas.

3.4.2.5. Gerente del FCP y gestor Profesional

En el caso de los FCP se debe contar con un gerente cuya única dedicación sea el fondo como tal, adicionalmente se debe contar con un suplente. El gerente, el cual debe ser nombrado por la junta directiva, está encargado de la gestión de las decisiones de inversión efectuadas a nombre del fondo de capital privado. Es muy importante tener presente que tanto el gerente como su suplente deben contar con la inscripción vigente en el Registro Nacional de Profesionales del Mercado de Valores, RNPMV. Dentro de las principales funciones del gerente está la tarea de tomar decisiones de acuerdo a lo planteado por la junta directiva, asegurarse de que la gestión y administración del FCP se haga de la forma en la que se estableció y ejercer la supervisión que sea necesaria al personal vinculado; las obligaciones se encuentran expresadas explícitamente en el Artículo 3.1.9.1.6 del Decreto 2555 de 2010.

Las sociedades administradoras de fondos de capital privado pueden establecer, en el respectivo reglamento del fondo, la contratación de un gestor profesional. El gestor profesional es una persona natural o jurídica, nacional o extranjera, que debe ser experta

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

en la administración de portafolios y en el manejo de los activos en los que es aceptable invertir señalados en el reglamento del fondo, adicional a esto, el gestor profesional debe ser una persona con reconocimiento y amplia experiencia en el ámbito nacional o internacional acorde a lo establecido en el reglamento. Se debe aclarar que el gestor profesional puede ser uno de los inversionistas del FCP volviendo una necesidad el hecho de que cumpla con los requisitos de experiencia, idoneidad y solvencia moral señalados en el respectivo reglamento (Decreto 2555 de 2010, Artículo 3.1.14.1.17).

3.4.2.6. Aspectos tributarios y fiscales

De acuerdo con el Estatuto Tributario los fondos de capital privado no son contribuyentes del impuesto sobre la renta, es decir, que los ingresos generados por sus actividades, después de la deducción de los gastos y de la contraprestación, se deben distribuir entre los inversionistas de igual forma que como si los hubieran recibido ellos directamente (PROCOLOMBIA, 2015).

Los FCP se consideran instrumentos transparentes y gracias a esto no son contribuyentes pues los ingresos se consideran no constitutivos de renta o ganancia ocasional.

Los ingresos que los Fondos de Inversión Colectiva distribuyan entre sus beneficiarios se encuentran sometidos a retención en la fuente solo cuando estos no correspondan a ingresos no constitutivos de renta o ganancia ocasional, a rentas exentas o a aportes (PROCOLOMBIA, 2015).

La tarifa de retención en la fuente aplicable esta determinada por el concepto de ingreso que dé origen a dicha utilidad. Para el caso de los FCP que inviertan en una pluralidad de actividades que están sometidas a diferentes tarifas de retención en la fuente, la Sociedad Administradora de los Fondos de Inversión Colectiva debe determinar la participación de cada inversionista en la utilidad final y a esa parte, aplicar la tarifa de retención correspondiente. Este esquema es aplicable a todos los fondos de capital privado (PROCOLOMBIA, 2015).

4. DISCUSIÓN DE RESULTADOS

Estudio de mercado

Desde el inicio de este trabajo de grado se planteó la necesidad de analizar el entorno económico en el que se desenvuelven las pymes, del estudio que se realizó se pudieron determinar las falencias que tienen las pymes; las más importantes se encontraron en cuanto a la falta de mejores y diversas alternativas de financiación y/o capitalización, y también las falencias en conocimiento empresarial y la necesidad de que puedan recibir apoyo de entidades y personas con conocimientos en diversos temas administrativos, logísticos y de mercado.

Adicionalmente, gracias a la investigación que se realizó, se encontró que las pymes son las principales generadoras de empleo en el país, y de su desempeño depende en gran medida el rendimiento de la economía nacional.

El ambiente para la creación de empresas en el país ha mejorado notablemente, esto se ve evidenciado en la gran mayoría de indicadores que mide el Banco Mundial, lo que indica que estos esfuerzos deben ir bien acompañados con todo un sistema emprendedor y de crecimiento de las pymes, donde se pueda obtener financiación y/o capitalización de diversas fuentes y se pueda obtener todo tipo de capacitaciones y nuevos conocimientos para que estas empresas puedan superar la mortalidad promedio vista en el país.

Si bien los sectores en los que se desenvuelven las pymes son básicamente los relacionados con el comercio, la construcción y la industria, es necesario que aparte de generarse oportunidades para estos sectores, que como se pudo ver en este trabajo son los mayores aportantes al desempeño del país, también se deben considerar los sectores en crecimiento, como los relacionados con la prestación de servicios, los cuales en un futuro cercano serán los encargados de generar empleo y mejorar la calidad de vida de las personas.

Alternativas de financiación y/o capitalización

En esta etapa se analizaron las posibles alternativas con las que cuenta una pequeña o mediana empresa en Colombia para buscar recursos, se discutieron principalmente variables cualitativas: como la posibilidad de obtener conocimiento estratégico y comercial junto con los recursos obtenidos, la cesión de poder en la toma de decisiones internas por parte del aportante de los nuevos recursos, el costo financiero implícito en el manejo de los nuevos recursos, el beneficio tributario o fiscal que se pueda obtener de un apalancamiento determinado, entre otros. De este análisis se pudieron obtener unos puntajes que lograron determinar resultados cuantitativos para las variables anteriormente mencionadas. Al finalizar con la asignación de los puntajes se identificó el financiamiento a través de capital como la alternativa que más valor operativo le agregaba a la empresa, justificando su elección en aspectos como la gran importancia que tiene para el

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

crecimiento de una pequeña y mediana empresa en Colombia el hecho de contar con socios que aporten además de capital una alta experiencia en manejos corporativos, un alto nivel de relacionamiento comercial y que terminan logrando bajar el nivel de percepción de riesgo de la empresa. Es importante tener presente que la asignación de valores y los criterios utilizados en la tabla de puntajes ponderados fue hecha a criterio de los realizadores del trabajo, y por ende puede ser modificada según sea el caso, adicionalmente esta es una tabla a la cual no se le hizo ningún tipo de análisis de interdependencia y es por esto que la correlación entre los factores puede ser un aspecto relevante a la hora de analizarlo a fondo.

Una vez identificada la alternativa de capital como la mejor opción se determina que un fondo de capital privado (FCP) era la figura que más apoyaba los beneficios anteriormente mencionados.

Modelación financiera de las alternativas

Con la intención de dar un apoyo numérico al análisis cualitativo de la etapa inmediatamente anterior se realizó un ejercicio de modelación financiera en donde se modelaron las principales fuentes de financiación y/o capitalización con las que puede contar una empresa; en primer lugar se modeló un escenario base en donde se asumieron unos supuestos de proyección de ventas, costos, gastos, inversión de capital, capital de trabajo, rotaciones de cuentas de balance, entre otros, todo esto para lograr obtener un flujo de caja operativo para 10 años de proyección. Estos flujos de caja se descontaron a una tasa base donde se asumieron supuestos de riesgo generales para una compañía en Colombia.

Para evaluar las alternativas se modeló en primer lugar un escenario en donde la compañía base apalancaba su operación con deuda financiera, aumentando su pasivo hasta llegar a niveles del 20% versus patrimonio. Al realizar esta financiación se supuso un crecimiento orgánico de las ventas mayor que el escenario base y se conservaron los demás supuestos de proyección iguales al escenario base, al momento de revisar la tasa de riesgo para este escenario fue evidente que el costo del endeudamiento era menor que el costo del patrimonio, lo que provocaba una disminución en la tasa de descuento y terminaba por generarle mayor valor a la compañía. Sin embargo, al particularizar el riesgo a una pequeña o mediana empresa en Colombia y siendo coherente con las variables analizadas en la etapa anterior se construyó la prima compañía de acuerdo a los riesgos que se consideran afectan este tipo de apalancamiento financiero.

Para finalizar con este ejercicio se construyó el escenario de capitalización a través de aportes de recursos directamente al patrimonio de la empresa en la misma proporción al los que se asumieron en el escenario de endeudamiento. Las variables operativas, al igual que en el escenario anterior, solo se vieron afectadas por un incremento en los ingresos versus el escenario base lo que llevó a tener los mismos resultados operativos que el escenario de endeudamiento. Al momento de analizar la tasa de riesgo para este escenario se contemplaron de igual manera las variables analizadas en la etapa anterior y se reflejaron directamente en el riesgo particular de la compañía, reduciendo la tasa de

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

descuento versus el escenario de endeudamiento, lo que llevo a que la compañía generara más valor.

A continuación se puede ver las tasas de descuento del escenario de endeudamiento y capitalización y los valores de la compañía que se obtuvieron como resultado del descuento de los flujos de caja.

Tasa de descuento en el escenario de endeudamiento:

	'15	'16	'17	'18	'19	'20	'21	'22	'23	'24
Rf	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
EMBI	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
Bu	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Rm	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
BI	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
PR	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%
Ke USD	14,6%	14,6%	14,6%	14,6%	14,6%	14,6%	14,6%	14,6%	14,6%	14,6%
Ke COP	15,2%	15,2%	15,2%	15,2%	15,2%	15,2%	15,2%	15,2%	15,2%	15,2%
Kd	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
D/E	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
WACC	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%

Ilustración 10. Tasa de descuento en el escenario de endeudamiento

Valor compañía escenario de endeudamiento:

VP FCL	335	55,4%
VT	269	44,6%
EV	604	

Tasa de descuento en el escenario de capitalización:

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

	'15	'16	'17	'18	'19	'20	'21	'22	'23	'24
Rf	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
EMBI	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
Bu	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Rm	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
BI	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
PR	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
Ke USD	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%
Ke COP	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%
Kd	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
D/E	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%

Ilustración 11. Tasa de descuento en el escenario de capitalización

Valor compañía escenario de capitalización:

VP FCL	356	48,6%
VT	377	51,4%
EV	733	

Las pymes y el fondo de capital privado

Tal y como se ha expresado a lo largo de este trabajo de grado, el fondo de capital privado se perfila como la mejor opción para capitalizarse en el entorno empresarial de este país. Si bien esta es una alternativa muy llamativa para muchas empresas, se debe tener presente que los FCP solo están dispuestos a invertir en empresas con un alto potencial y con un equipo de trabajo competente y capaz. Esta alternativa se presenta como aquella que puede mezclar tanto el aporte de capital a largo plazo, como todo el apoyo que necesitan los empresarios de las pymes en temas administrativos, industriales, comerciales, entre otros. Aunque la inversión de los FCP supone un sacrificio de la participación accionaria de los empresarios de las pymes, esto puede ser justificado por el crecimiento de la compañía, y la posibilidad de estar apadrinado, adicionalmente se debe considerar también el hecho de que los FCP se comprometen con los intereses de la compañía pues llegan a compartir el riesgo con el resto de los accionistas.

Tanto los FCP como las empresas pymes deben estar preparadas para una negociación de este tipo, se debe tener muy presente la transparencia y claridad de la información y se debe actuar de forma coherente con lo que se desea, todo esto con el fin de que la transferencia de capital se pueda realizar sin ningún inconveniente. Adicionalmente, la reglamentación de los FCP y todos los contratos que existen en la negociación entre los empresarios y los FCP buscan preservar y proteger la integridad de ambas partes, todo esto con el fin de que tanto, los inversionistas como las pymes, se vean beneficiadas con la negociación.

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

5. CONCLUSIONES Y CONSIDERACIONES FINALES

Colombia es un país en vía en desarrollo como es bien sabido y las pymes son uno de los pilares fundamentales para que un país como este siga creciendo, es por esto que las oportunidades e iniciativas para el progreso siempre deben tener en consideración el desarrollo de estas empresas, todo esto debido a su capacidad para generar empleo y condicionar el desempeño económico del país.

Es de vital importancia tener presente que el desarrollo de las pymes de este país está ligado a las diferentes alternativas de financiación que estas tienen, como evidencia de esto podemos ver que la mortalidad es muy alta donde generalmente no sobrepasan los 5 años de vida. El acceso a financiación, la asesoría y el acompañamiento son aspectos que pueden hacer la diferencia entre una compañía exitosa y con un futuro prometedor, y una compañía con dificultades de crecimiento y condenada al fracaso.

Al momento de realizar la valoración de una compañía, cualquiera que sea, los factores que se deben tener en cuenta son principalmente dos; el comportamiento operativo de la empresa, es decir, cómo se comportan sus ingresos, egresos, capital de trabajo, nuevas inversiones e impuestos, que al evaluarlos a través del tiempo es posible identificar una situación futura de caja y la operación de la compañía, que da un primer acercamiento a lo que es el valor compañía, adicionalmente estas proyecciones operativas, para poder ser evaluadas en un tiempo presente, deben ser descontadas a una tasa hasta el presente inmediato. Esta tasa debe reflejar a su vez el riesgo que un posible inversionista o los mismos socios de la empresa perciban sobre la compañía misma, el entorno macroeconómico en el que se desempeña, el contexto particular del país sede de sus activos y la situación particular del sector al que pertenece. En este trabajo de grado se lograron identificar factores de riesgo que lograron afectar la tasa a la que se descuentan los flujos operativos de una pequeña o mediana empresa ubicada en el contexto político y económico colombiano actual. Estos factores fueron diferenciables una vez se analizaron las maneras de cómo estas compañías logran conseguir los recursos necesarios para continuar o expandir sus operaciones. Una vez analizadas las alternativas se identificaron una serie de elementos que lograron demostrar los diferenciales en cuanto al riesgo que representa para la operación de una pequeña o mediana empresa el capitalizarse a través de una entidad financiera tradicional y un fondo de capital privado, lo que demostró que en definitiva independientemente de las variables operativas que una alternativa u otra logren mejorar dentro de la empresa, el riesgo de financiarse a través de un tercero (fondo de capital privado) que le pueda aportar además de los recursos financieros un alto nivel de conocimiento, relacionamiento y estrategia, reduce el riesgo al cual se traen los flujos operativos al valor actual debido a su impacto en lo que se llamó para efectos de este trabajo la prima compañía, que no es más que particularizar el riesgo a una compañía determinada.

Al momento de tomar la decisión de buscar una fuente de financiación y/o capitalización, las pymes y sus empresarios deben tener muy claro los deseos y los objetivos que se

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

quieren alcanzar con tal capital, de tal forma que esto permita cierta transparencia y coherencia en el proceso de negociación con un FCP. En la medida que la propuesta de las empresas sea atractiva para los FCP, seguramente se va lograr explotar el potencial de la empresa en cuestión mucho mejor, debido al compromiso que los representantes del FCP pueden adoptar. Las pymes y sus empresarios deben tener presente que los FCP siempre están buscando obtener una rentabilidad que se logra a través de la venta de su participación, es por esto que desde el inicio se debe considerar que esta es una de las condiciones que se cumple y dentro de la planeación de las empresas a futuro se debe tener presente.

Los FCP se consideran modelos contemporáneos, en los que se ha visto demostrado a los largo de los años en la gran éxito que tienen. Esta es una alternativa que cada vez adquiere más fuerza en Colombia y es un modelo de negocio que tanto para las pymes como para los inversionistas es muy rentable. Sin duda alguna la migración de las pymes para adoptar esta alternativa que brinda capital es cada vez más frecuente y es necesario que dentro de sistema emprendedor que se perfecciona cada vez más en Colombia, exista mucha más participación de este tipo de modelos, que sin ninguna duda promueven el desarrollo de nuevas empresas locales lo que se ve traducido en una disminución de la tasa de desempleo, un aumento de la formalidad laboral y muy seguramente en un aumento en la calidad de vida de las personas.

Una vez finalizado este trabajo de grado es importante entender que el tema que se desarrolló durante el mismo es de alta importancia para la toma de decisiones corporativas para la pequeñas y medianas empresas Colombia. Adicionalmente, este trabajo sirve como herramienta a la hora de analizar las diferentes alternativas con las que se encuentran las empresas y se sugiere puede ser usado de manera eficiente en análisis financieros que permitan hacer más exitosas la decisiones en materia de consecución de recursos para las compañías en su día día operacional.

6. BIBLIOGRAFÍA

Andi. (2013). *Clase Media en Colombia*.

BBVA Bancomer. (2013). *Mercado de Capitales*. Recuperado el 3 de Septiembre de 2014, de BBVA Bancomer S.A: www.bancomer.com

Bolsa de Valores de Colombia. (2008). *Acerca de BVC*. Recuperado el 3 de Septiembre de 2014, de Bolsa de valores de Colombia: www.bvc.com.co

Superintendencia Financiera de Colombia. (2014). *Acerca de la SFC*. Recuperado el 3 de Septiembre de 2014, de Superintendencia Financiera de Colombia: www.superfinanciera.gov.co

Autorregularador del mercado de valores de Colombia. (2014). *Quiénes Somos AMV*. Recuperado el 3 de Septiembre de 2014, de AMV: www.amvcolombia.org.co

Lozano, M. R. (2012). *UNIVERSIDAD DEL ROSARIO*. Recuperado el 02 de 09 de 2014, de <http://repository.urosario.edu.co/bitstream/handle/10336/3676/1047423239-2012.pdf?sequence=1>

Real Academia Española. (2015). *Diccionario RAE*. Recuperado el Mayo de 2015, de Sitio Web de Real Academia Española: <http://www.rae.es/>

Superintendencia Financiera de Colombia. (24 de Mayo de 2015). *Glosario: Superintendencia Financiera de Colombia*. Recuperado el Mayo de 2015, de Superintendencia Financiera de Colombia: www.superfinanciera.gov.co

Confecamaras. (2015). *Noticias: Confecamaras*. Recuperado el Mayo de 2015, de Sitio Web de Confecamaras: www.confecamaras.org.co

Sanchez, J. J., Osorio, J., & Baena, E. (2007). ALGUNAS APROXIMACIONES AL PROBLEMA DE FINANCIAMIENTO DE LAS PYMES EN COLOMBIA. *Scientia et Technica Año XIII* (34), 321-324.

Lecuona Valenzuela, R. (2009). *El financiamiento a las pymes en México, 2000-2007: el papel de la banca de desarrollo*. Naciones Unidas, Santiago de Chile.

García Tabuena, A., Merino, F., & Rubio, D. (2002). *Financiación de la pequeña y mediana empresa en España: Evolución reciente de los principales instrumentos públicos de apoyo*. ICE. Colaboraciones.

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

Arce, O., Lopez, E., & Sanjuan, L. (2011). *El acceso de las pymes con potencial de crecimiento a los mercados de capitales*. Documento de trabajo, Comision Nacional de Mercado de valores.

Ministerio de Comercio, Industria y Turismo. (2011). *Tamaño empresarial: Mipymes*. Recuperado el Mayo de 2015, de Mipymes: www.mipymes.gov.co

Fedesarrollo. (2013). *Coyuntura TIC*. Fedesarrollo, Bogotá.

Mascareñas, J. (2001). *La estructura de capital optima*. Universidad Complutense de Madrid, Madrid.

Bolsa de Valores de Colombia. (2008). *Como listarse en Bolsa: Bolsa de Valores de Colombia*. Recuperado el Abril de 2015, de Sitio Web de Bolsa de Valores de Colombia: <http://www.bvc.com.co/>

BBVA. (2015). *Glosario: BBVA Asset Management*. Recuperado el Abril de 2015, de BBVA Asset Management: www.bbvaassetmanagement.com

Autorregulador del Mercado de Valores. (2015). *Attachments: AMV Colombia*. (ActivaMC) Recuperado el Abril de 2015, de AMV Colombia: <http://www.amvcolombia.org.co/>

Republica de Colombia. (29 de Diciembre de 2010). Ministerio de Hacienda y Credito Publico. *Decreto Numero 4805* . Bogotá, Colombia.

Bancoldex. (2014). *Fondos de Capital Privado y Emprendedor en Colombia*. Bogotá: Grupo Salmanica.

Asociación Nacional de Empresarios de Colombia. (2014). *Colombia: Balance 2014 y perspectivas 2015*. Andi.

Grupo del Banco Mundial. (2015). *Datos: Doing Business*. Recuperado el Abril de 2015, de Doing Business: www.espanol.doingbusiness.org

Cantillo, D. C. (17 de Julio de 2011). Un país de pymes. *El Espectador* .

Acopi. (2013). *Acopi Presidencia Nacional*. Recuperado el Febrero de 2015, de Acopi Presidencia Nacional: www.acopi.org.co

Anif. (2014). *La Gran Encuesta Pyme*. Asociación Nacional de Indicadores Financieros, Bogotá.

Banca de Inversion Bancolombia. (2012). *Pulso Financiero*. Bancolombia, Medellín.

PROCOLOMBIA. (2015). *Invierta en Colombia*. Obtenido de PROCOLOMBIA: www.inviertaencolombia.com.co

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

ENCUESTA DE INCLUSIÓN FINANCIERA (GLOBAL FINDEX) DEL BANCO MUNDIAL. (5 de Agosto de 2013). *Infografías*. Recuperado el 10 de Marzo de 2015, de La Nación: www.nacion.com

Cull, R., Ehrbeck, T., & Holle, N. (2014). *La inclusión financiera y el desarrollo: Pruebas recientes de su impacto*. CGAP, Enfoques, Washington, DC.

Ferraro, C., & Stumpo, G. (2010). *Políticas de apoyo a las pymes en América Latina Entre avances innovadores y desafíos institucionales*. Santiago de Chile, Chile.

Zuleta, L. A. (2011). Política pública e instrumentos de financiamiento a las pymes en Colombia. En C. Ferraro, *Eliminando barreras: el financiamiento a las PYMES en América Latina* (págs. 62-97). Santiago de Chile, Chile.

Asobancaria. (Enero de 2015). *Publicaciones*. Recuperado el 20 de Marzo de 2015, de Asobancaria: www.asobancaria.com

MinCIT. (2014). *Reporte de Mipymes Febrero*. Ministerio de Comercio, Industria y Turismo, Dirección de micro, pequeña y mediana empresa, Bogotá.

Colombia Capital. (2008). *Guía Práctica de Fondos de Capital Privado para Empresas*. Colombia Capital, Bogotá.

Vidarte, J. (2009). El flujo de caja descontado como la mejor metodología en la determinación del valor de una empresa. *Gestión y Desarrollo*, VI (2), 103-110.

Cano, C. G., Esguerra, P., García, N., & Rueda, J. L. (2014). Inclusión financiera en Colombia, 1–50.

Marshall, E., & Consejo, M. (2011). ECONOMIC POLICY PAPERS.

Tafur Saiden, C. (2009). Bancarización: una aproximación al caso colombiano a la luz de américa latina. *Estudios Gerenciales*, 25(110), 13–37. doi:10.1016/S0123-5923(09)70060-9

Domínguez, I. L. (2014). *Diccionario Económico*. Recuperado el 3 de Septiembre de 2014, de Expansion: www.expansion.co

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.