



## Modelo alternativo de financiamiento para pymes.

### (Mercado de valores)

### Alternative financing model for SMEs.

### (Stock market)

José Zacarias Mayorga, Economista, Magister en Planeación Socioeconómica, Doctorando en Administración de Empresas. Miguel Antonio Alba Suárez, Economista, Magister en Ciencias Económicas, Doctorando en Administración de Empresas.

**Resumen**— Este trabajo tiene como finalidad aportar al mercado de capitales en Colombia una serie de recomendaciones para su fortalecimiento y desarrollo, logrando así un crecimiento del mismo; dichas recomendaciones están orientadas hacia la participación de las pymes en este mercado, con el ánimo de que éstas encuentren una alternativa de financiamiento diferente a las tradicionales; y se basan principalmente en las buenas prácticas que puedan ser tomadas de otros mercados similares ya establecidos alrededor del mundo adaptándolas al entorno nacional.

Palabras claves: Acciones, Bonos, Capitalización, *Cluster* Financiamiento, PYMES.

**Abstract**—This paper aims to contribute to the capital market in Colombia a number of recommendations for strengthening and development, achieving a growth of same; these recommendations are geared towards the participation of SMEs in this market, with the hope that they find a different alternative to traditional financing; and are mainly based on the best practices that can be taken from similar established markets around the world adapting the national environment.

Key words: Stocks, Bonds, Capitalization, Cluster, Financing, SMEs.

Miguel Antonio Alba Suárez. Docente investigador programa de Administración de Empresas. Teléfono 316-877-5728. e-mail: miguel.albas@unilibrebog.edu.co.

#### I. INTRODUCCION

Este trabajo tiene como finalidad aportar al mercado de capitales en Colombia una serie de recomendaciones para fortalecerlo y desarrollarlo, logrando así un crecimiento del mismo; dichas recomendaciones, están orientadas hacia la participación de las pymes en este mercado, en donde éstas encuentren una alternativa de financiamiento diferente a la que actualmente poseen.

Frente a estos inconvenientes; la falta de recursos financieros, créditos y demás obstáculos a los que se enfrentan las pequeñas empresas actualmente, se ve la necesidad de considerar la inclusión de las pymes de manera activa en el mercado de capitales, en aras que éstas puedan tener mayor participación en la generación de la riqueza colombiana.

Este artículo, es producto del proceso de investigación que se viene realizando en la Facultad de Negocios Internacionales sobre el Financiamiento Alternativo de las *PYMES* en Colombia.

El objetivo principal de éste, es explicar una serie de iniciativas y modificaciones al régimen regulador del “segundo mercado” en Colombia, el cual hasta ahora está encaminado principalmente a la participación de las grandes empresas, dejando de lado a las pymes; dichas iniciativas permitirían que las pymes gocen de beneficios que les provean mayores opciones de financiamiento, fuera de las tradicionales, para que contribuyan al crecimiento y al desarrollo económico del país.



Bogotá, 17, 18 y 19 de septiembre de 2015

Al obtener una fuente de financiamiento diferente a las tradicionales, las pymes podrán mejorar su participación en la economía nacional, además de poder dirigir esfuerzos a los procesos de internacionalización, generando mayor empleo en el país y contribuyendo al crecimiento sostenible del PIB.

Su inclusión en éste mercado, permitirá que las pymes puedan tener una postura más agresiva en los mercados internacionales en cuanto a competitividad se trata; su participación podría estar enmarcada en la puesta en marcha de emisión de bonos y/o acciones, que les permita fondearse a menor costo, mejorando su estructura financiera en pro de un mayor crecimiento de su producción, productividad y competitividad.

## II. MERCADO DE CAPITAL EN COLOMBIA Y DIAGNOSTICO ACTUAL DEL MERCADO

### A. Antecedentes en el Mercado Colombiano

El mercado de valores<sup>1</sup> colombiano nace de la necesidad de sincronizar la economía colombiana con las demás economías del mundo, en donde diversos acontecimientos como la primera guerra mundial, el proceso de industrialización, la crisis económica a finales de los años 20, entre otros; fueron fundamentales para el desarrollo de lo que hoy conocemos como Bolsa de Valores de Colombia (BVC).

A finales de la década de 1970, Colombia se caracterizaba por ser un país en donde su economía crecía rápidamente, producto de las bonanzas cafeteras<sup>2</sup>, generando la necesidad de legitimar un centro de encuentro para que los empresarios llevaran a cabo negocios.

La creación y aplicación del banco central, la superintendencia y la contraloría, generó un crecimiento y fortalecimiento sostenido de la economía Colombiana, sin embargo, faltaba una entidad u organismo encargado de garantizar que los activos financieros que se negociaban fuesen de excelente calidad, lo cual generó la inquietud en los participantes respecto de la necesidad de crear una entidad de carácter anónimo que sirviera de puente entre

los participantes del mercado; dando así espacio a la creación de una bolsa de valores que garantizara la calidad y transparencia de las operaciones que en ella se negociaban.

El acogimiento de la bolsa de valores de Colombia en la actividad bursátil durante la primera década, no fue el mejor debido a la desconfianza del público por los títulos valores, pero aun así se mantuvo vigente.

La bolsa Colombiana tuvo un pobre desempeño bursátil en comparación a otras instituciones del mundo<sup>3</sup>, debido a dos grandes problemas que aún se aprecian en el mercado bursátil de Colombia; el primero, la concentración accionaria que atenta contra la liquidez y el pequeño inversionista y el segundo, la falta de confianza y cultura de inversión dentro de la población.

A lo largo de la historia Colombiana, entre varias instituciones han sido las encargadas de promover y fomentar el desarrollo de las pymes en el país, algunas con la modalidad de préstamos con tasas subsidiadas que ya no existen, y una vez desapareció esta opción, aparecieron otras promoviendo la expansión de estas empresas en mercados extranjeros<sup>4</sup>.

Por la época del 2007 y 2008, la economía mundial entró en crisis<sup>5</sup> golpeando severamente a Estados Unidos, quien poseía el mercado principal al cual se enfocaban los productos de estas empresas, lo cual se evidenció con una disminución en el crecimiento del PIB para los años subsiguientes; esto debido a los impactos colaterales de esta crisis, principalmente en las economías en desarrollo.

Se puede identificar ahora, que las pymes no cuentan con una participación directa en el mercado de capitales, esto crea la necesidad de que el decreto 2555 sea más flexible en los requisitos, permitiendo un acceso más fácil a este tipo de mercado; sin embargo, la BVC tiene algunas restricciones que dificultan la emisión de acciones y BOCEAS a estas empresas, por ejemplo, se requiere un

<sup>3</sup> J. Uribe, "Indicadores básicos de desarrollo del mercado accionario colombiano" [online]. Colombia: Banco de la República, 2007 Disponible en: [http://www.banrep.gov.co/sites/default/files/publicaciones/archivos/sep\\_2007\\_indicadores.pdf](http://www.banrep.gov.co/sites/default/files/publicaciones/archivos/sep_2007_indicadores.pdf)

<sup>4</sup> C. Stephanou. y C. Rodriguez, "Colombia Financiamiento bancario para las pequeñas y medianas empresas (pyme)" [online]. Banco Mundial, 2008 Disponible en: <http://siteresources.worldbank.org/COLUMBIANSPANISHEXTN/Resources/financiamientobancariocompleto.pdf>

<sup>5</sup> V. Tanzi. "La crisis financiera y económica de 2008-2009: Efectos fiscales y monetarios" [online]. Asociación Internacional de Presupuesto Público, 2011. Disponible en: <http://www10.iadb.org/intal/intalcdi/PE/2011/08050.pdf>

<sup>1</sup> C. Rojas y A. González, "Mercado de Capitales en Colombia: Diagnóstico y Perspectivas de su Marco Regulatorio", ANIF, 2008. [Disponible en la red]. Disponible en: <http://anif.co>

<sup>2</sup> R. Junguito, "Manejo de bonanzas y crisis cafeteras: Implicaciones de Política Económica". En Borradores Semanales de Economía No 53, 1996. Banco de la República. [Disponible en la red]. Disponible en: <http://www.banrep.gov.co>.



Bogotá, 17, 18 y 19 de septiembre de 2015

patrimonio mínimo de \$7,000 millones para la emisión de dichos títulos. (Carvajal & Monroy) 2011<sup>6</sup>.

Con base en lo anterior, se encontraron dos propuestas de esquemas de negociación; la primera es utilizar el *warrant* como un instrumento de financiación, en donde las pymes deben tener grandes inventarios o activos improductivos que no tengan ninguna afectación para continuar con la operación normal del negocio. De acuerdo con este requisito, los beneficios que se obtendrían serían la facilidad de la administración de los *stocks* evitando así la acumulación de estos, ayudando a la comercialización de los bienes depositados y permitiendo el acceso a crédito [6].

La segunda propuesta es la titularización de activos no hipotecarios, en donde se puede decir que tienen un respaldo de *STANH*, quien es el responsable de efectuar todos los trámites de registro ante la SFC; la ventaja que existe en esta segunda propuesta, es que “*en ningún caso los títulos emitidos en este proceso otorgarán a sus tenedores el derecho de solicitar o iniciar procesos divisorios con respecto de la universalidad conformada por los activos subyacentes y/o las garantías que los amparen*” [6].

A través de esta propuesta, los beneficios que existen son el apoyo al desarrollo de necesidades de financiamiento para proyectos de mediano y largo plazo; se puede profundizar al mercado de capitales colombiano ya que esto ayuda a la mejora de rendimiento para los inversionistas. [6].

Por esto más adelante será necesario revisar cuales son los planteamientos que tiene actualmente Colombia para el financiamiento de las pymes, en miras de prevenir impactos similares a los sufridos en la crisis mencionada anteriormente; esto en el marco del decreto 2555 de 2010, en el cual se establece la normatividad del “segundo mercado” en Colombia y considerando los cambios introducidos por el decreto 1019 del 2014 al anteriormente mencionado.

El decreto 1019 del 2014, facilitará el ingreso de las pymes a la bolsa de valores ya que se disminuyen los costos, los requerimientos y se facilita el proceso de trámite. Para iniciar las pymes no tendrán patrimonio mínimo para la participación en la bolsa, un requisito que era el principal impedimento para que empresas pequeñas pudieran negociar allí.

Otra facilidad es la entrega de información financiera. Las pymes tendrán la posibilidad de entregar directamente a sus interesados la información financiera de su compañía a diferencia de los participantes del mercado actualmente que deben presentar esta información a la RNVE<sup>7</sup>.

#### B. *Diagnostico actual del Mercado de Capitales Colombiano*

Colombia ha sido reconocido como un buen mercado para invertir<sup>8</sup> a pesar de que su mercado de capitales lleva muy poco tiempo estructurado, se ha ido desarrollando lentamente y a la falta de un marco regulatorio bancario, financiero y de valores adecuado para sus diversas etapas [1].

Desde 1870, el país ha experimentado alta volatilidad cambiaria y financiera [1] y a partir de las décadas de 1980-2000, el país organizó un marco reglamentario para la emisión de títulos valores, desde entonces se han llevado a cabo ajustes a su reglamentación en miras de fortalecer su operación, incentivar la participación de inversionistas en este y facilitar el conocimiento del mismo a los empresarios.

Pese a que la bolsa de valores es un mercado llamativo para invertir, hasta ahora se puede considerar un mercado para pocos, debido a que tiene demasiados requisitos de ingreso, por lo cual solo compañías con altos capitales pueden entrar a cotizar, limitando así sus participantes y por ende las posibles opciones para los inversionistas. Dichos requerimientos están estipulados en el decreto 2555 de 2010 donde se estipula cómo funciona el segundo mercado en Colombia.

Según la Asobancaria en 2007, se tiene que Colombia mostraba un índice de capitalización bursátil que la ubicaba en el puesto 16 de una muestra de 23 países determinando el índice de empresa listada per cápita en 2,1; cuando en otros países de la región se cuadruplicaba e incluso más este índice.<sup>9</sup>

Pero para abril del 2013, en el marco del XXV simposio

<sup>7</sup>Decreto 1019, Mayo 28 del 2014.

<sup>8</sup> G. Stumpo, “La inversión extranjera directa en América Latina y el Caribe” [online]. CEPAL, 2012. Disponible en: <http://www.cepal.org/publicaciones/xml/5/49845/LaInversionExtranjeraD2012.pdf>

<sup>9</sup> C. Sandoval, A. Galindo, A. Campos y D. Malagón “La Semana Económica”, Vol. 606, pp 1-5, Mayo 2007

<sup>6</sup>I. Carvajal y W. Monroy, (2011, 12, 28) “Preparación de las pymes para el ingreso al mercado de capitales”, ANIF, [Disponible en la red], Abril 2014. Disponible en: <http://www.amvcolombia.org.co>



Bogotá, 17, 18 y 19 de septiembre de 2015

del mercado de capitales en Colombia, María Mercedes Cuéllar, presidente de Asobancaria, resaltaba la estabilidad del mercado bursátil y el reconocimiento del FMI y el Banco Mundial a la solidez del sistema financiero, considerando que la capitalización bursátil de las empresas listadas en bolsa se encuentra en el 63% del PIB sugiriendo que este mercado y su desarrollo han sido de mayor relevancia que el comportamiento del crédito, aunque el valor de la negociación y emisión de acciones sigue siendo bajo<sup>10</sup>.

Pero, ¿por qué es importante el desarrollo del mercado de capitales? Pues bien, las economías de países emergentes en la región de América Latina están mostrando un auge importante, esto se debe al entendimiento de la asignación y utilización de los recursos que se tienen a disposición. Una vez se comprende esto, facilita las acciones del estado para procurar un desarrollo de los sectores que contribuyen a esta expansión económica y su sostenibilidad.

De acuerdo con lo anterior, se hace necesario que se brinden herramientas a los participantes del mercado con restricciones de liquidez para que puedan acceder a capital de riesgo y endeudamiento sin estar expuestos a altas tasas de interés que condicionen su subsistencia debido a altos costos financieros.

En la evaluación económica realizada por la OECD en enero del 2013, esta señala la necesidad de mejorar el acceso de las empresas a la financiación ya que “Aunque las microempresas y las pequeñas y medianas empresas (PYME) representan el 99% de las empresas, el 80% del empleo en el sector privado y el 35% del PIB, sólo reciben el 14% de los préstamos para fines comerciales...”<sup>11</sup>

Por ello se plantea la posibilidad de adoptar en el mercado de capitales colombiano, un mercado alternativo, cuya regulación se adapte a las necesidades encontradas lo cual se considerará más adelante. El mercado de bonos corporativos en Colombia actualmente se limita a empresas de gran tamaño, (240 con corte a julio del 2014)<sup>12</sup>; estos títulos de renta fija, son una opción ideal para el auto apalancamiento a bajo costo y largo plazo, pero sólo participan estas empresas debido a los requisitos dispuestos en el decreto ya mencionado.

Retomando el tema de la participación de las pymes en el mercado de capitales, se cree conveniente reducir dichos requisitos y procedimientos para el ingreso de éstas en la bolsa, teniendo como punto de referencia países como Francia, España y Reino Unido, en donde los resultados del segundo mercado han sido bastante positivos tanto para el crecimiento de la economía nacional, como de las empresas y del mercado de valores, según se podrá ver en figuras sub siguientes tomadas de la plataforma *Bloomberg*.

### III. LAS PYMES EN COLOMBIA Y SUS FUENTES DE FINANCIAMIENTO

#### A. Análisis De La Gran Encuesta Pyme

En Colombia las medianas, pequeñas y microempresas, juegan un papel fundamental en la economía nacional. Actualmente hay más de 26.500 empresas del sector real registradas y vigiladas por la Superintendencia de Sociedades, de las cuales aproximadamente el 98% son pymes<sup>13</sup>

De acuerdo con los datos anteriormente nombrados, vale la pena analizar las fuentes de financiamiento actuales de este tipo de empresas, teniendo en cuenta la posibilidad de ampliar estas fuentes de financiamiento al mercado no intermediado. Para ello se hará un análisis de la gran encuesta pyme ANIF 2013-2<sup>14</sup>, en su sección “financiamiento”, con el fin de conocer la forma en la cual se están fondeando actualmente las pymes; determinando así la importancia del desarrollo y ampliación del “segundo mercado”.

La ley 590 de 2000, “donde se dictan disposiciones para promover el desarrollo de las pymes”, modificada por la ley 905 de 2004, “sobre promoción del desarrollo de las pymes colombianas...”, establece el tamaño de las empresas De acuerdo con el monto de los activos. Según el centro de estudios de la asociación nacional de instituciones financieras, las pymes tienen como fuente principal de financiamiento los créditos del sistema financiero (figura 1).

<sup>10</sup> M. Cuellar, “Discurso de instalación”, en el Vigésimo quinto simposio de mercado de capitales en Colombia, 2013, pp. 1-20

<sup>11</sup> OECD, “Estudios Económicos de la OECD Colombia – Evaluación Económica”, disponible en: [www.oecdilibrary.org](http://www.oecdilibrary.org), pp 33- , Enero 2013

<sup>12</sup> Listado de emisores, Julio 2014. [disponible en la red] Disponible en: <http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portaltibco/Home/Empresas/Listado+de+Emisores>

<sup>13</sup> Las 1,000 pymes más grandes del país, Junio 2011. [disponible en la red] Disponible en: <http://www.latinpymes.com/component/k2/item/7745-las-1-000-pymes-mas-grandes-del-pais.html>

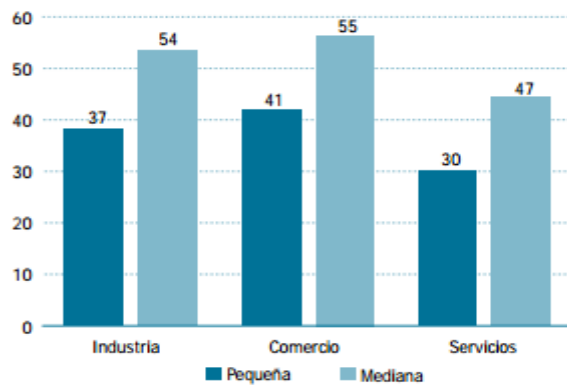
<sup>14</sup> ANIF, Centro de Estudios Económicos. “La Gran Encuesta PYME”, 2013-2, [Disponible en la red], Abril 2014, Disponible en: <http://anif.co/encuesta-pyme>



Dadas las estadísticas se puede creer que dichas fuentes han contribuido a la poca sostenibilidad de las pymes en el tiempo, debido a diferentes factores como tasas de interés elevadas, plazos cortos, requisitos excesivos entre otros factores que dificultan el financiamiento de este tipo de empresas y por ende conllevan a su desaparición.

En el siguiente gráfico se establecen los porcentajes de las sociedades según su tamaño de la siguiente manera:

Figura 1. Porcentaje de solicitudes de crédito con el sistema financiero por tamaño

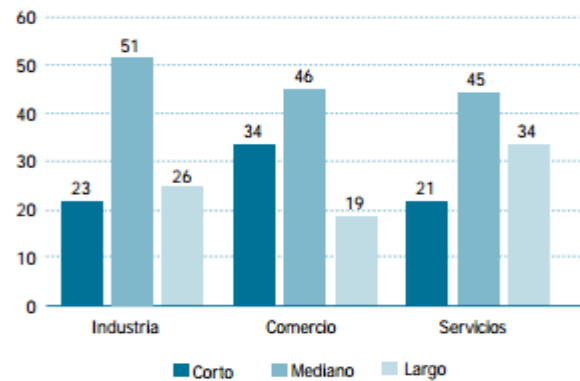
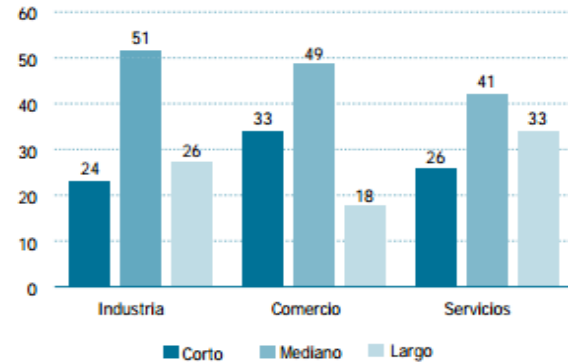


Fuente: ANIF “la gran encuesta PYME 2014-2”

En la figura 1 se aprecia como más de la mitad de las medianas empresas encuestadas solicitaron créditos bancarios para su financiamiento, mientras que en las pequeñas empresas no fue así; se cree que esto se debe a los estereotipos creados en la mente de los empresarios donde piensan que si la empresa es pequeña no será aceptada su solicitud y tan solo van a perder el tiempo.

El plazo al que les fue aprobado el crédito (figura 2) demuestra como las pymes se financian en el mediano plazo y la dificultad que tienen para acceder a recursos de largo plazo debido a las disposiciones bancarias, problema que se podría solucionar con el desarrollo del “segundo mercado”.

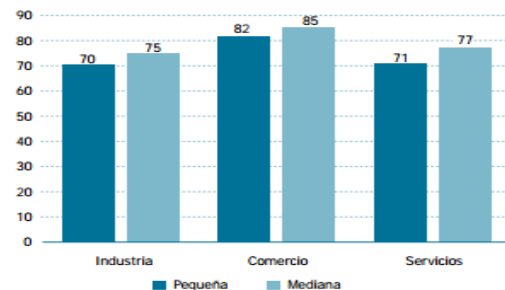
Figura 2.1 Comparativo entre el plazo de financiamiento solicitado y el aprobado.



Fuente: ANIF “la gran encuesta PYME 2014-2”

Muchas de las pymes a las cuales les fue aprobado el crédito solicitado, manifestaron que no estaban conformes con la tasa de interés (gráfico 3), ya que para muchos es demasiado alta, ofreciendo tasas entre el DTF + 4% y DTF + 8%, De acuerdo con el nivel de riesgo y capacidad de pago de la persona jurídica.

Figura 3. Aceptación de la tasa de interés (% de respuestas afirmativas por tamaño de empresa)



Fuente: ANIF “la gran encuesta PYME 2014-2”

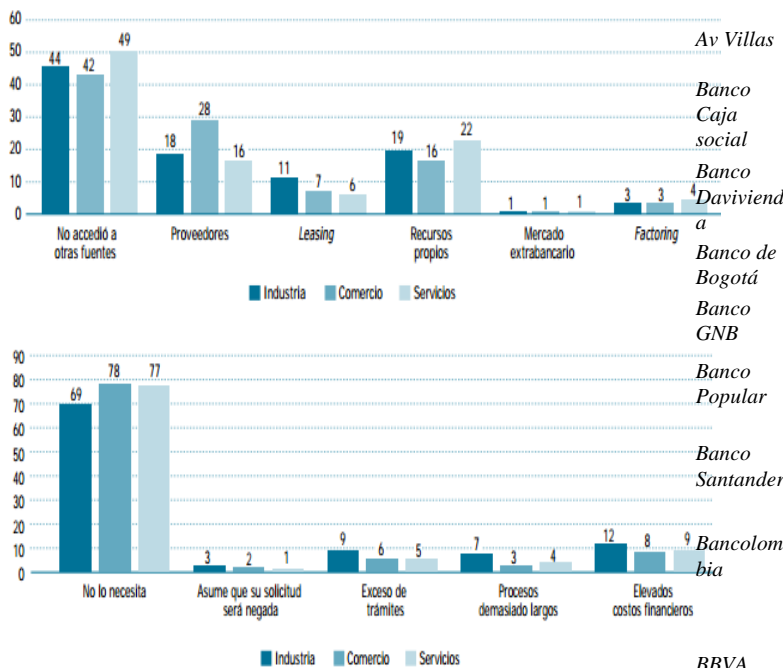
Como se dijo anteriormente las pymes accedieron como principal fuente de financiamiento a los créditos bancarios (figura 3), dejando de lado los otros medios de financiamiento utilizados tan solo por una cantidad menor de

este tipo de empresas.

Pero vale la pena aclarar que el financiamiento por medio de la emisión de títulos o bonos en la bolsa, no estuvo ni entre las primeras cinco fuentes de financiamiento más utilizados por las medianas, pequeñas y microempresas, lo que conlleva a plantearla siguiente pregunta, ¿desconocen las pymes esta fuente de financiamiento?

Se podría creer que si es desconocida esta fuente de financiamiento y no es por las restricciones que puedan existir a la hora de emitir títulos o bonos pues gran parte de las empresas pymes son creadas por familias donde el fundador es cabeza de hogar con una experiencia empírica. (Ver figura 4).

Figura 4. Porcentaje de uso de otras fuentes de financiamiento



Fuente: ANIF “la gran encuesta PYME 2014-2”

### B. Características del Crédito Comercial a las Pymes

De la mano con los datos anteriormente suministrados, se encuentra que el ministerio de comercio, industria y turismo ofrece a las pymes diferentes opciones de financiamiento como son: Bancoldex, entidades orientadas al crecimiento empresarial (EOCM), líneas nacionales y líneas regionales, impulsa pymes (antes Fomipyme), Findeter-Acopi, Fonade, Fondo nacional de garantías (FNG), Fondo biocomercio Colombia, Banca de las oportunidades y sector bancario

tradicional (tabla 1).

TABLA I  
CARACTERÍSTICAS DEL CRÉDITO COMERCIAL A LAS PYMES

Banco	Línea de Crédito	Monto / Plazo	Requisitos y Garantías
Banco Agrario S.A.	Capital de trabajo	Hasta 3 años capital de trabajo y 5 años inversión	Respaldo al fondo nacional de garantías.
Banco de Crédito	Credicash Pyme.	A convenir	Certificado de existencia, declaración de renta y estados financieros.
Banco de Occidente	Empresarial: cartera ordinaria	90 días prorrogables	Garantía real
Bancafé	Cupo Pyme	12 meses	Certificado de existencia, declaración de renta y estados financieros.
Av Villas	Cartera ordinaria	De 1 a 7 años según destino	De acuerdo con estudio que se hace
Banco Caja social	Capital de trabajo	Hasta 12 meses	Certificado de existencia, declaración de renta y estados financieros.
Banco Davivienda	Línea Pyme	90 días	A convenir
Banco de Bogotá	Capital de trabajo	Corto, mediano y largo plazo	A convenir
Banco GNB	Crédito de dinero	Hasta 5 años	Garantías hipotecarias
Banco Popular	Cupo múltiple de crédito	Corto, mediano y largo plazo, vigencia de 1 año	A convenir
Banco Santander	Crédito rotativo	Máximo 1 año	Poseer cuenta corriente, información legal y financiera actualizada
Bancolombia	Crédito en pesos	12, 24 y 36 meses	Certificado de existencia, declaración de renta y estados financieros.
BBVA	Capital de trabajo y proyectos de inversión	12 meses y 5 en inversión	Certificado de existencia, declaración de renta y estados financieros.
Colpatría	Crédito rotativo Pyme	24 meses	Certificado de existencia, declaración de renta y estados financieros.

Fuente: Elaboración propia con base en la información suministrada por las mismas entidades bancarias -Mayo 2013.

Éste último es el más utilizado por las pymes como fuentes de financiamiento con tasas de interés entre el 25% y 29% efectivo anual.

De acuerdo con los datos anteriormente suministrados se

Bogotá, 17, 18 y 19 de septiembre de 2015

percibe una incapacidad de estas empresas para financiarse por medio de la emisión de bonos y títulos valores; pero la mayoría de las personas se preguntarán, ¿cómo este tipo de empresas pueden llegar a ingresar al mercado de valores colombiano?

Partiendo de la idea que no todas estas empresas tienen la capacidad o conocimiento necesario para participar en este tipo de mercado, se cree conveniente la creación de *Clúster* como medio eficaz para que las pymes logren ingresar satisfactoriamente al mercado de valores.

Estos serían una potente estrategia de desarrollo que permitiría construir tejido empresarial por medio de la conformación de redes de negocios y la identificación de oportunidades de mercado.

#### C. Obstáculos Para Acceder Al Crédito

Además de las teorías anteriormente señaladas, y de las cuales se derivan varias limitantes para el acceso al crédito, varios autores señalan varios conceptos que limitan, específicamente a las pymes, para obtener préstamos.

Son muchas las variables que se deben tener en cuenta para la consecución de recursos. Después de la crisis económica y financiera que se presentó en 2008, en todos los países las condiciones y restricciones para el otorgamiento de préstamos dificultaron aún más la obtención de estos.

La estructura de capital que fue inicialmente analizada por Modigliani y Miller (1958) ha servido de base para diferentes teorías de muchos autores con los cuales se trata de entender la posición de las empresas respecto al nivel de apalancamiento que buscan para obtener el mejor desempeño.

Hablando de las pymes, estas representan el mayor porcentaje de empresas creadas a nivel mundial, es claro que un número reducido de empresas puedan tener cubierto la mayoría del mercado, pero las demás empresas en conjunto representan mayoría, y con base a esto participan de manera importante en el PIB de los países; sin embargo, no cuentan con el apoyo suficiente por parte de las autoridades gubernamentales, para poder desarrollar una actividad rentable, ya muchas de ellas cierran al poco tiempo de haber iniciado actividades.

## IV. MARCO TEÓRICO

### A. Metodología de Investigación

Para la elaboración de este artículo se consultaron diversas fuentes de información, y se prosiguió a hacer el análisis de los resultados encontrados mediante una investigación holística<sup>15</sup> de tipo comparativa con el ánimo de evidenciar las mejores condiciones del entorno y las mejores prácticas adoptadas por economías desarrolladas.

### B. Teorías de Financiamiento

Las pequeñas y medianas empresas poseen diferentes formas de financiarse: recursos propios, préstamos bancarios u otros y emisión de acciones. Sin embargo, utilizan en primera medida el autofinanciamiento, y si este no es suficiente recurren al endeudamiento y solo en última instancia a la emisión de acciones (Meyer, 1994 citado por Salloum & Vigier, 2000).

Cuando los recursos procedentes del autofinanciamiento son limitados, la empresa acude a los mercados financieros; estas compañías financian el crecimiento de su activo principalmente con beneficios retenidos. En el caso de tener que recurrir a financiamiento externo, la prioridad es la deuda en mayor medida, quedando la emisión de capital en último lugar.

Toda oportunidad de inversión real está acompañada y condicionada por decisiones de financiación; éstas a su vez determinan la composición del capital entre deuda y recursos propios. Lo anterior se refleja en la estructura de capital adoptada por la empresa, luego de tener en cuenta factores como coste de la deuda, carga fiscal, riesgo, entre otros.

### *Teoría del Equilibrio Estático de la Estructura de Capital (Trade-off Theory)*

Esta teoría tiene lugar sólo en mercados perfectos, de manera que no tienen en cuenta el efecto de los impuestos, suponen que la quiebra es instantánea, no existen costes ni penalizaciones, y tampoco consideran la incertidumbre que se puede presentar<sup>16</sup>.

<sup>15</sup> L. Londoño y J. Tabares, "Metodología de la investigación holística. Una propuesta integradora desde las sociedades fragmentadas", Universidad de San Buenaventura, Vol. 2, No. 3, 2002. [Disponible en la red]. Disponible en:

<http://aprendeonline.udea.edu.co/revistas/index.php/unip/article/viewFile/12229/11094>

<sup>16</sup> M. Escalera, "El impacto de las características organizacionales e individuales de los dueños o administradores de las pequeñas y medianas



Bogotá, 17, 18 y 19 de septiembre de 2015

Para Brealey, Myers y Allen (2006) en el modelo de (Modigliani & Miller 1958): a) existen costes referidos a la insolvencia financiera, aun cuando al final se evite la quiebra; b) se ignoraron los conflictos de intereses entre los propietarios de los títulos valores de la empresa; c) se ignoraron los problemas de información que favorecen a la deuda sobre el capital propio cuando se tiene financiación externa a partir de la emisión de nuevos títulos; y d) no se consideró el efecto motivador del apalancamiento financiero sobre las decisiones de inversión y de pago de los dividendos.

De manera que, ante la incorporación de supuestos sobre las imperfecciones del mercado, la propuesta sobre la estructura de capital de Modigliani y Miller (1958) pierde argumentación y da paso a consideraciones internas y externas en relación a la estructura de capital adoptada por la empresa [8].

A su modelo inicial de 1958, Modigliani y Miller (1963) incorporan las ventajas fiscales que trae consigo el endeudamiento por el beneficio de considerar las deducciones por los intereses pagados de la deuda. Así, el valor de una empresa endeudada será superior al valor de una sin deuda, pues los fondos obtenidos por la primera serán mayores al incorporar las ventajas fiscales de los intereses del endeudamiento [8].

Además, surge una disminución en las ventajas impositivas de la deuda ya que un aumento del endeudamiento podría ocasionar que los beneficios fiscales por los intereses resulten inciertos. Más adelante, Miller (1977) analiza el efecto de los impuestos corporativos y los del inversor sobre el beneficio fiscal de la deuda. La diferencia en el tratamiento impositivo de la renta del inversor, bien sea por sus dividendos y/o intereses, generada de las acciones y/u obligaciones, afecta las ventajas fiscales del endeudamiento, pues el inversor determina los beneficios obtenidos una vez considerados los impuestos [8].

Otros factores determinantes incluidos en el modelo corregido de Modigliani y Miller (1963) son los costos de quiebra (Kraus & Litzenberger, 1973) y los beneficios fiscales distintos a los de la deuda (De Angelo & Masulis, 1980), dada su importancia en las decisiones de financiación en términos de costos y beneficios a tener en cuenta en la

búsqueda del balance óptimo entre deudas y recursos propios [8].

De esta manera, el Modelo de Modigliani y Miller (1958) deriva en la Teoría del Equilibrio Estático, la cual muestra el equilibrio entre los costos de la crisis financiera y los beneficios del ahorro en los impuestos por los intereses pagados del endeudamiento dan lugar a una estructura que optimiza la estructura del capital minimizando el costo de capital y maximizando el valor de la empresa [8].

Bajo esta teoría se permite la existencia de un indicador de deuda óptimo (Taggart Jr., 1977; Marsh, 1982; Jalilvand y Harris, 1984); tomando en consideración las ventajas y desventajas que otorgan las fuentes de financiación, así la deuda es remplazada por recursos propios, o los recursos propios por deuda, lograr la maximización del valor de la empresa (Myers, 1984) [8].

Establecido el indicador de deuda, en el cual el costo de capital se reduce al mínimo, la empresa logrará el óptimo con ciertos retrasos producto de los costos asociados a la conformación de la estructura de capital. Bajo esta teoría, se prevé un índice de endeudamiento alto para empresas con activos tangibles, grandes beneficios que conlleva a más impuestos por compensar; las empresas poco rentables, con activos expuestos e intangibles, centran su financiación en recursos propios (Brealey, Myers & Allen, 2006) [8].

A diferencia del Modelo de Modigliani y Miller (1958), que indica que las empresas les conviene adquirir tanta deuda como puedan, la Teoría del Equilibrio Estático aconseja el uso extremo del apalancamiento financiero y racionaliza los indicadores de endeudamiento (Brealey, Myers & Allen, 2006) [8].

Aunque la Teoría del *Trade-off* supone el establecimiento de un índice de deuda óptimo por parte de la alta gerencia en las empresas, así como las disconformidades en la estructura de capital entre las diferentes empresas, no puede explicar por qué las compañías más rentables dentro de un mismo mercado mantienen los índices de deuda al mínimo [8].

Como alternativa a la Teoría del Equilibrio Estático, Myers (1984) y Myers y Majluf (1984) proponen la Teoría de la Jerarquía Financiera para exponer el comportamiento descrito por Donaldson (1961) con relación a la inclinación de las empresas a acudir a los apalancamiento interno y sólo a la financiación externa si esta primera no es suficiente [8].

En esta teoría, basada en la asimetría de la información, el atractivo son los ahorros fiscales generados por los intereses

---

empresas en la toma de decisiones financieras que influyen en la maximización del valor de la empresa”, Tesis Doctoral para el Doctorado Interinstitucional en Administración, Div. Estudios de Posgrado, Univ. Autónoma de San Luis de Potosí, San Luis de Potosí, 2007.



Bogotá, 17, 18 y 19 de septiembre de 2015

pagados por el endeudamiento, así como las amenazas de la crisis financiera, son medidas casi no consideradas [8].

La teoría de Myers y Majluf (1984) se sustenta en el contexto de la asimetría de información, donde la gerencia tiene mayor conocimiento que los accionistas acerca de las perspectivas, riesgos y el valor de la empresa. Bajo la hipótesis de que los gerentes en concordancia con los intereses de los accionistas, si los primeros creen que el precio de la acción está infravalorado, optan por la deuda pues se muestran indiferentes a emitir recursos propios ya que piensan que es recurrir a este último cuando las acciones están correctamente valoradas o sobrevaloradas [8].

Sin embargo, en este último caso, los inversionistas castigarán este anuncio, por lo que aplican una penalización pagando un menor precio. Sólo en el caso de que no se posea la capacidad de endeudamiento y exista un alto riesgo de crisis financiera, ahí se recurrirá a la emisión de recursos propios. Así, la deuda resultará la mejor opción de financiamiento en la medida en que los problemas de asimetría de la información adquieren mayor importancia [8].

La jerarquía en el uso de las fuentes disponibles (utilidades, deuda y recursos propios) se basa en la asimetría de la información, con el riesgo asociado a cada una de las fuentes de financiación. Si bien los fondos autogenerados no tienen problemas de selección, la obtención de financiación externa acarrea ciertos costos (Frank y Goyal, 2003): los recursos propios presentan mayor riesgo que la deuda, por lo cual el inversionista solicitará una mayor rentabilidad para éstos [8].

Desde perspectiva de la empresa, los fondos propios representan una mejor fuente de financiación frente a la deuda, y ésta a su vez es una mejor opción que la emisión de acciones y/o bonos. De ser posible, la financiación de los proyectos provendría de fondos autogenerados, y si son insuficientes se optará a la emisión de deuda procurando no hacer uso de la emisión de acciones y/o bonos [8].

Con base en esto, se espera que las empresas con alta rentabilidad hagan menor uso de la financiación externa, en comparación con las menos rentables cuyas operaciones e inversionistas no le proporcionan altos volúmenes de recursos propios internos. Esta Jerarquía en el uso de las fuentes de financiación tiene lugar en presencia de un bienestar financiero (Myers & Majluf, 1984). La disponibilidad de efectivo, activos corrientes y/o capacidad de endeudamiento le permite a la empresa tener oportunidades de inversión sin recurrir a la financiación

externa [8].

## V. EXPERIENCIAS INTERNACIONALES EN EL MERCADO ALTERNATIVO PARA PYMES

### A. Evidencias De Casos En Experiencias Internacionales En La Plataforma Bloomberg

El modelo alternativo ha sido una herramienta implementada en economías de países desarrollados que han evidenciado su importante contribución a la economía de los mismos.

Las siguientes imágenes extraídas de la plataforma *Bloomberg* demuestran los excelentes resultados y la gran acogida del modelo alternativo de financiamiento en diferentes países europeos, algunos ejemplos son: la bolsa de Inglaterra a través de *Alternative Investment Market* (AIM 50), el mercado alternativo bursátil de España (MAB) y la bolsa de Francia a través de *Alternext All-Share Index* (ALASI).

Se puede apreciar, el buen desempeño que estos mercados han tenido en los últimos años, después de haber implementado el financiamiento de las pymes por medio de la emisión de acciones y bonos.

Figura 6. Alternative Investment Market AIM50



Fuente: Plataforma Bloomberg, Jun, 2015.

Las pymes han tenido un buen desempeño económico en el mercado, desde la crisis del año 2008, logrando un crecimiento sostenible del segundo mercado generando un buen financiamiento y crecimiento de esta clase de empresas.

Al analizar el mercado de valores ALASI (Figura 7) se observa una situación similar a la apreciada en la gráfica de

la AIM50, donde el comportamiento del último año se ha incrementado notoriamente, obteniendo mayor participación de las pymes en este mercado alternativo.

Figura 7. Alternext All-Share Index (ALASI)



Fuente: Fuente: Plataforma Bloomberg, Jun, 2015.

Comparando el comportamiento de los modelos alternativos AIM 50<sup>17</sup> y ALASI durante la crisis del euro en el año 2010 se observa que estos mercados alternativos han permanecido de una manera constante permitiendo que las pymes de estos países no se vean afectadas tan significativamente sino al contrario siendo de ayuda para la economía de estos países que actualmente están en crisis.

Confrontando los comportamientos de las bolsa de Londres (UBX) y la bolsa colombiana (IGBC) con respecto al Alternext All-Share Index (ALASI) en el último año (Figura 8), encontramos que la bolsa colombiana desde comienzos del año 2013 ha venido a la baja, debido al comportamiento de mercado; mientras que las bolsas de Londres y el ALASI se han mantenido estables y con una tendencia a la alza en el último mes, demostrando de así los grandes resultados que han tenido los modelos alternativos de Inglaterra y Francia.

Figura 8. Comparativo AIM50, ALASI e IGBC



Fuente: Plataforma Bloomberg, Jun, 2015.

Basado en los buenos resultados obtenidos con la aplicación del modelo alternativo en diferentes países europeos, se puede inferir la ventaja que genera para las pymes financiarse por medio de la emisión de bonos y títulos valores en el mercado de capitales.

Entre otras, esta opción de financiamiento incluye ventajas como: el plazo de la amortización es mayor al otorgado por una entidad bancaria, la tasa de interés a pagar por los bonos es menor a la tasa activa promedio y mayor a la tasa pasiva promedio del sistema financiero, se admiten distintos tipos de garantías según el monto a emitir y las preferencias de los inversionistas, pueden ser negociados en un mecanismo centralizado, en algunos casos es factible la redención anticipada de los bonos, existe una demanda no satisfecha por parte de los inversionistas institucionales, reconocimiento en el mercado, es posible la colocación simultánea de dos o más emisiones con condiciones diferentes cada una.

A continuación, se puede ver el comportamiento del mercado principal y alternativo de la Bolsa de Londres.

Figura 9 Comparación mercado alternativo londinense Vs mercado principal.

<sup>17</sup> London Stock Exchange Plc. (2010). A Guide to AIM. ISBN: 978-0-9565842-0-5. Disponible en: <http://www.londonstockexchange.com>, Abril 2014.



Fuente: Plataforma Bloomberg, Jun, 2015.

Como se puede observar en la Figura 9, el mercado alternativo presenta un comportamiento mucho más acelerado que el principal como consecuencia de la mayor demanda por parte de los inversores de este tipo de mercado, debido a que gran parte de la dinámica empresarial está sustentada en el mercado bursátil alternativo.

En lo que concierne al mercado alternativo español<sup>18</sup> con respecto al mercado principal por ejemplo, se puede visualizar que en épocas de crisis, como la que ha vivido España, el mercado bursátil de pymes ha sido mucho más dinámico, y ha podido mitigar en gran parte el colapso económico que ha afrontado la economía española.

A continuación se muestra el comportamiento del mercado principal y alternativo español:

Figura 10 Comparación mercado alternativo español Vs. mercado principal



Fuente: Plataforma Bloomberg, Jun, 2015.

De otro lado, en el continente asiático, experimentan de igual manera un mercado alternativo bursátil como es el caso

<sup>18</sup> M. Palacín, C. López, A. de la Torre y F. Naharro (2010). El Mercado Alternativo Bursátil una Oportunidad para Andalucía (1ra ed.). ISBN: 978-84-937594-4-5. Disponible en: <http://dialnet.unirioja.es>, Abril 2014.

de China. A continuación se muestra una comparación entre el mercado principal de China Vs el alternativo:

Figura 11 Comparación mercado alternativo chino Vs mercado principal



Fuente: Plataforma Bloomberg, Jun, 2015.

Como se puede observar en la Figura 10, existe una alta correlación en el mercado principal y alternativo de China, en donde los movimientos de la Bolsa de Shanghai guardan correlación con la bolsa de las pymes, es decir el mercado alternativo es un espejo de la dinámica del mercado principal.

## VI. HALLAZGOS ACERCA DEL MERCADO ALTERNATIVO EN COLOMBIA

### A. El Decreto 2555 De 2010 ¿qué se necesita de este?

El modelo alternativo ha sido una herramienta implementada en economías de países desarrollados que han evidenciado su importante contribución a la economía de los mismos cómo se evidenciaba en la sección anterior.

De conformidad con lo anterior con base en lo evidenciado anteriormente respecto de países que han implementado el “segundo mercado” en sus economías, es importante analizar sus resultados y plantear los posibles beneficios que traería a la economía Colombiana el seguir este ejemplo.

En el siguiente cuadro comparativo se exponen algunas características del “segundo mercado” en cuanto a su regulación, demostrando como los requerimientos son menores con referencia a Colombia (tabla 2).

TABLA 2  
CARACTERÍSTICAS DEL FINANCIAMIENTO COMERCIAL A LAS PYMES

CLASE DE INFORMACIÓN A REPORTAR	U.S.A.	U.E. (ESPAÑA, INGLATERRA)	PERÚ
<i>Información del Emisor respecto de la descripción de negocio del mismo.</i>	No es obligatoria.	No es obligatorio a menos que los valores vayan a ser listados en un mercado regulado.	
<i>Partes implicadas en el proceso de emisión.</i>	N/A	N/A	N/A
<i>Inversionistas a los que va dirigido.</i>	Inversionistas calificados.	Inversionistas calificados que en cantidad sean menos de 150 inversionistas.	Inversionistas calificados – Retail.
<i>Calificación de la emisión.</i>	No es obligatoria.	No es obligatoria.	
<i>Restricciones en la negociación de los valores emitidos.</i>	Obligatoria.	Obligatoria.	
<i>Provisiones antifraude.</i>	Obligatoria.	Obligatoria.	
<i>Indicación si los valores serán listados y en que bolsa o sistema.</i>	N/A	Se puede listar con requerimientos de información menos estrictos.	

Fuente: Documento conceptual: reforma normativa segundo mercado. (Ministerio de Hacienda); páginas 13, 14, 15

Alrededor del mundo se manejan diferentes conceptos de los inversionistas que pueden acceder a la inversión, siempre partiendo de un inversionista calificado el cual depende de su capacidad económica y calidad.

De acuerdo con el régimen colombiano del “segundo mercado”, es necesario hacer una revisión de la normatividad de inversiones de los fondos de pensiones y cesantías, con el fin de determinar si se les permite invertir en este tipo de instrumentos sin necesidad de calificación obligatoria; facilitando el proceso de acceso a este mercado,

sin dejar de lado la revisión de la definición de “inversionista profesional”, en cuanto a su alcance respecto a personas no vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC) y en cuanto a las condiciones que deben cumplir para la participación en una emisión de bonos o títulos.

Además se requeriría observar la posibilidad de exigir una cantidad mínima de dinero para que los inversionistas profesionales inviertan en el proceso de emisión en este mercado, con el objetivo de evitar que la posesión de estos títulos o bonos queden en manos de inversionistas de menor conocimiento.

Mientras que en algunos países donde ya se implementó el “segundo mercado” obteniendo grandes resultados, no se exige un registro determinado y profundo de información, si exigen una cierta información básica la cual es enviada a los entes reguladores y supervisores correspondientes.

Algo positivo en el caso colombiano es que la información requerida por la SFC es menos rigurosa, pero no se tiene claridad regulatoria sobre la información a remitir por el emisor, lo que conlleva a que los emisores envíen la misma información necesaria en un proceso de oferta pública de valores, desarrollando de esta manera dificultades en cuestiones de tiempo y tramites.

Por lo que es necesario adecuar regulatoriamente la información requerida en donde se resuma únicamente los aspectos principales de la emisión, para que el proceso que desarrolla la SFC sea más ágil y eficiente; por esto sería conveniente crear un sitio web con la información actualizada constantemente para que los inversionistas accedan de manera rápida y oportuna a ésta información.

En países donde el “segundo mercado” ha sido acogido de manera ideal, el término de aprobación por parte del ente supervisor es mucho menor al tiempo manejado en Colombia para la aprobación de la solicitud de emisión, ya que el regulador financiero de estos países simplemente es notificado de la oferta sin que éste determine si puede seguir o no el proceso; siendo necesario en Colombia estudiar la posibilidad de implementar un nuevo mecanismo que mejore el tiempo de aprobación o se considere que la SFC sea notificada únicamente con el fin de obtener un futuro registro y evitar complicaciones que impidan la continuidad del proceso.

Muchos de los países donde el mercado de capitales demuestra bastante crecimiento y desarrollo, no requieren que la oferta de valores tenga una calificación como parte





Bogotá, 17, 18 y 19 de septiembre de 2015

del proceso de emisión, o aquellos que lo exigen tan solo piden una calificación mínima, mientras Colombia exige ciertas calificaciones; es importante revisar el régimen híbrido de inversiones con el fin de permitir invertir un porcentaje de sus portafolios en instrumentos como valores que hayan sido producto de un proceso de emisión calificada, evitando la necesidad de exigir una calificación de los títulos.

Una consideración puede ser el alistamiento en la bolsa de valores lo cual ayudará al mercado de capitales y a las pymes siempre y cuando la inscripción de estas a la bolsa de valores sea favorable aumentando así la oferta de emisión y beneficiando al inversor.

Ejecutar normas antifraude para disminuir riesgos y generar confianza entre emisor e inversionista para evitar que este sistema se vea afectado por la delincuencia.

Dos factores son los principales problemas que impiden el desarrollo del “segundo mercado”: la existencia de información asimétrica y la falta de confianza por parte de los inversionistas.

En Colombia se deben aplicar soluciones a estos problemas para lograr un crecimiento del mercado de valores, soluciones como las aplicadas por el Reino Unido, donde se establecieron un conjunto de leyes y de instituciones, públicas y privadas, que generan en los inversionistas confianza y confidencialidad sobre la credibilidad del emisor.

Las bancas de inversión juegan un papel fundamental en el mercado de valores, ya que son entidades que supervisan todo el proceso de emisión, pero en Colombia, estas no son supervisadas o reguladas en el desarrollo de sus actividades por lo que es demasiado importante crear un régimen regulatorio para dichas bancas de inversión.

Lo mismo sucede con los asesores legales (abogados) los cuales no son supervisados por la SFC; y con las agencias calificadoras las cuales aún al ser supervisadas por la SFC y estar inscritas en el Registro Nacional de Valores y Emisiones (RNVE) presentan inconsistencias en el manejo de la calificación de emisiones, haciendo necesaria una revisión completa de la regulación de estas entidades, adoptando estándares internacionales sobre éste tema.

Para terminar se deben crear normas legales sobre las entidades colocadoras de bonos o títulos para la comercialización, relacionadas con el desempeño o ejecución de esta actividad, ya que en la actualidad no

existen reglas sobre ellos y tan solo son supervisados por la SFC y el Autorregulador de Mercado de Valores (AMV).

## VII. CONCLUSIONES

Con el fin de generar incremento, fortalecimiento y desarrollo del mercado de capitales colombiano en cuanto a su productividad, profundización y/o inclusión, las pymes deben desempeñar un rol importante en este mercado, como medio de financiamiento principal para ellas; conllevando de esta manera a un crecimiento sostenible de la economía nacional.

Es necesario realizar una revisión al decreto 2555 de 2010, para implementar cambios e incentivar la participación de las pymes en el “segundo mercado”.

Una ventaja que se ofrece a las pymes al momento de participar en el “segundo mercado” y que se debe promocionar entre ellas para incentivar su participación es, que al financiarse por emisión de títulos o bonos se incurren en menores costos financieros que al hacerlo con otras fuentes como son los créditos bancarios.

La firma de convenios de competitividad para el desarrollo de los *Clusters* o distritos industriales como se maneja en Europa, permitirá mayor impacto de las pymes en Colombia vía crecimiento económico y generación de empleo.

La conformación de los *Clústers* deberá hacerse en el marco de la agenda de competitividad el cual el gobierno impulsó en el 2008.

Basándose en los resultados obtenidos por los países que ya tienen el “segundo mercado” implementado, es posible vislumbrar una mejoría probable en el desarrollo sostenible de las pymes, garantizando así el retorno de la inversión y el mantenimiento de los beneficios que su existencia trae a la sociedad.

## REFERENCIAS

- [1] C. Rojas y A. González, “Mercado de Capitales en Colombia: Diagnóstico y Perspectivas de su Marco Regulatorio”, ANIF, 2008. [Disponible en la red]. Disponible en: <http://anif.co>
- [2] R. Junguito, “Manejo de bonanzas y crisis cafeteras: Implicaciones de Política Económica”. En Borradores Semanales de Economía No 53, 1996. Banco de la



Bogotá, 17, 18 y 19 de septiembre de 2015

- República. [Disponible en la red]. Disponible en: <http://www.banrep.gov.co>
- [3] J. Uribe, “Indicadores básicos de desarrollo del mercado accionario colombiano” [online]. Colombia: Banco de la República, 2007. Disponible en: [http://www.banrep.gov.co/sites/default/files/publicaciones/archivos/sep\\_2007\\_indicadores.pdf](http://www.banrep.gov.co/sites/default/files/publicaciones/archivos/sep_2007_indicadores.pdf)
- [4] C. Stephanou. y C. Rodriguez, “Colombia Financiamiento bancario para las pequeñas y medianas empresas (pyme)” [online]. Banco Mundial, 2008. Disponible en: <http://siteresources.worldbank.org/COLUMBIAINSPANISHEXTN/Resources/financiamientobancariocompleto.pdf>
- [5] V. Tanzi. “La crisis financiera y económica de 2008-2009: Efectos fiscales y monetarios” [online]. Asociación Internacional de Presupuesto Público, 2011. Disponible en: <http://www10.iadb.org/intal/intalcdi/PE/2011/08050.pdf>
- [6] I. Carvajal y W. Monroy, (2011, 12, 28) “Preparación de las pymes para el ingreso al mercado de capitales”, ANIF, [Disponible en la red], Abril 2014. Disponible en: <http://www.amvcolombia.org.co>
- [7] Decreto 1019, Mayo 28 del 2014.
- [8] G. Stumpo, “La inversión extranjera directa en América Latina y el Caribe” [online]. CEPAL, 2012. Disponible en: <http://www.cepal.org/publicaciones/xml/5/49845/LaInversionExtranjeraD2012.pdf>
- [9] C. Sandoval, A. Galindo, A. Campos y D. Malagón “La Semana Económica”, Vol. 606, pp 1-5, Mayo 2007, Disponible en: <http://www.asobancaria.com>
- [10] M. Cuellar, “Discurso de instalación”, en el Vigésimo quinto simposio de mercado de capitales en Colombia, 2013, pp. 1-20
- [11] OECD, “Estudios Económicos de la OECD Colombia – Evaluación Económica”, pp 33- , Enero 2013, Disponible en: [www.oecdilibrary.org](http://www.oecdilibrary.org)
- [12] Listado de emisores, Julio 2014. [disponible en la red] Disponible en: <http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Empresas/Listado+de+Emisores>
- [13] Las 1,000 pymes más grandes del país, Junio 2011. [disponible en la red] Disponible en: <http://www.latinpymes.com/component/k2/item/7745-las-1-000-pymes-mas-grandes-del-pais.html>
- [14] ANIF, Centro de Estudios Económicos. “La Gran Encuesta PYME”, 2013-2, [Disponible en la red], Abril 2014, Disponible en: <http://anif.co/encuesta-pyme>
- [15] L. Londoño y J. Tabares, “Metodología de la investigación holística. Una propuesta integradora desde las sociedades fragmentadas”, Universidad de San Buenaventura, Vol. 2, No. 3, 2002. [Disponible en la red]. Disponible en: <http://aprendeenlinea.udea.edu.co/revistas/index.php/unip/article/viewFile/12229/11094>
- [16] M. Escalera, “El impacto de las características organizacionales e individuales de los dueños o administradores de las pequeñas y medianas empresas en la toma de decisiones financieras que influyen en la maximización del valor de la empresa”, Tesis Doctoral para el Doctorado Interinstitucional en Administración, Div. Estudios de Posgrado, Univ. Autónoma de San Luis de Potosí, San Luis de Potosí, 2007.
- [17] London Stock Exchange Plc. (2010). A Guide to AIM. ISBN: 978-0-9565842-0-5. Disponible en: <http://www.londonstockexchange.com>, Abril 2014.
- [18] M. Palacín, C. López, A. de la Torre y F. Naharro (2010). El Mercado Alternativo Bursátil una Oportunidad para Andalucía (1ra ed.). ISBN: 978-84-937594-4-5. Disponible en: <http://dialnet.unirioja.es>, Abril 2014.