

PROPUESTA DE LA ESTRUCTURA PARA LA CREACIÓN DE UNA SOCIEDAD  
AVALISTA Y ADMINISTRADORA DE TÍTULOS DE CORTO PLAZO PARA  
EMISORES PYME'S EN EL SECTOR MANUFACTURERO COLOMBIANO.

Línea de Investigación:

Inversiones y Finanzas Corporativas

Asesor(a): Ingeniera Luz Helena Carvajal Herrera

Autores:

María Alejandra Amaya Vesga

Jessica Loraine Maldonado Camargo

Edisson Julián Rangel Díaz

UNIVERSIDAD AUTONOMA DE BUCARAMANGA

PROGRAMA DE INGENIERIA FINANCIERA

BUCARAMANGA, OCTUBRE DE 2014

## Contenido

<b>LISTA DE FIGURAS .....</b>	<b>5</b>
<b>LISTA DE GRÁFICOS.....</b>	<b>7</b>
<b>LISTA DE TABLAS.....</b>	<b>9</b>
<b>RESUMEN .....</b>	<b>10</b>
<b>ABSTRACT .....</b>	<b>11</b>
<b>INTRODUCCIÓN .....</b>	<b>12</b>
<b>OBJETIVOS.....</b>	<b>14</b>
OBJETIVO GENERAL .....	14
OBJETIVOS ESPECÍFICOS.....	14
<b>CARACTERÍSTICAS DE LA SOCIEDAD DE GARANTÍA RECÍPROCA Y CHEQUE DE PAGO DIFERIDO EN EL MERCADO ARGENTINO.....</b>	<b>15</b>
SOCIEDAD DE GARANTÍA RECÍPROCAS.....	15
<i>Características.....</i>	<i>15</i>
Límites Operativos.....	15
Gobierno de la SGR.....	16
<i>Tipos de socio.....</i>	<i>16</i>
<i>Emisión de avales.....</i>	<i>17</i>
<i>Fondo de riesgo.....</i>	<i>18</i>
<i>Ingresos.....</i>	<i>19</i>
CHEQUE DE PAGO DIFERIDO.....	21
<i>Definición.....</i>	<i>21</i>
<i>Elementos característicos.....</i>	<i>22</i>
<i>Negociación y cobro.....</i>	<i>23</i>
<i>Modalidades de negociación.....</i>	<i>25</i>

Sistema patrocinado .....	25
<i>Ventajas</i> .....	26
Sistema avalado .....	27
<i>Ventajas</i> .....	29
<i>Ganancias</i> .....	30
<i>Volúmenes de negociación en la bolsa de comercio de buenos aires.</i> .....	30
<b>SECTOR MANUFACTURERO EN COLOMBIA. ....</b>	<b>31</b>
CONTEXTO NACIONAL DE LA INDUSTRIA MANUFACTURERA .....	31
IDENTIFICACIÓN DEL INTERÉS DE LAS EMPRESAS DEL SECTOR MANUFACTURERO COLOMBIANO. ....	32
ANÁLISIS SECTOR QUÍMICOS EN COLOMBIA .....	47
<i>Sector laboratorios farmacéuticos</i> .....	47
<i>Sector línea hogar y aseo</i> .....	56
<i>Sectores químicos y derivados</i> .....	64
<i>Sector Tinturas y Pinturas</i> .....	73
<b>ESTRUCTURA DE LA SOCIEDAD AVALISTA Y ADMINISTRADORA. ....</b>	<b>84</b>
BANCÓLDEX .....	85
<i>Tipos de garantías</i> .....	92
Garantías personales .....	92
Garantías reales .....	93
<i>Otras garantías</i> .....	94
<i>Garantías admisibles</i> .....	94
<i>Organigrama general</i> .....	97
FONDO NACIONAL DE GARANTÍAS.....	100
<i>Modalidades de aprobación de la garantía.</i> .....	102
Automática .....	102
Individual .....	102
FIDUCOLDEX .....	103
<i>Organigrama general</i> .....	105

SOCIEDAD COMISIONISTA DE BOLSA.....	107
<i>Requisitos para el reconocimiento de los emisores de títulos de renta fija.....</i>	<i>109</i>
<b>PROPUESTA - ESTRUCTURA DE LA SOCIEDAD AVALISTA Y ADMINISTRADORA DE TÍTULOS RENTA FIJA, CORTO PLAZO .....</b>	<b>112</b>
<b>RIESGOS FINANCIEROS DE LA SOCIEDAD AVALISTA EN LO REFERENTE A LA OPERACIÓN Y EL OTORGAMIENTO DEL AVAL PARA LAS PYME`S. ....</b>	<b>114</b>
SECTOR QUÍMICO EN COLOMBIA.....	115
ANÁLISIS DE RIESGOS.....	115
<i>Riesgo de Crédito.....</i>	<i>118</i>
<i>Riesgo de Liquidez.....</i>	<i>118</i>
<i>Riesgo Operativo.....</i>	<i>118</i>
<i>Riesgo de Mercado.....</i>	<i>119</i>
<i>Clasificación de riesgos y análisis .....</i>	<i>119</i>
MATRIZ DE RIESGOS PARA LA SOCIEDAD AVALISTA .....	126
<b>CONCLUSIONES.....</b>	<b>129</b>
<b>ANEXOS .....</b>	<b>136</b>
<b>REFERENCIAS .....</b>	<b>146</b>

## LISTA DE FIGURAS

FIGURA 1 CARACTERÍSTICAS DE SOCIOS PARTICIPES Y SOCIOS PROTECTORES.....	17
FIGURA 2 PASOS PARA OBTENER UN AVAL.....	18
FIGURA 3 BENEFICIOS DE LA SGR .....	20
FIGURA 4 FLUJOGRAMA SGR .....	21
FIGURA 5 MACRO PROCESO EMISIÓN DE UN CHEQUE DE PAGO DIFERIDO – SISTEMA PATROCINADO .....	25
FIGURA 6 MACRO PROCESO DE EMISIÓN DE UN CHEQUE DE PAGO DIFERIDO – SISTEMA AVALADO .....	28
FIGURA 7 MATRIZ DOFA SECTOR FARMACÉUTICO COLOMBIANO.....	51
FIGURA 8 ANÁLISIS FINANCIERO DE LAS GRANDES EMPRESAS DEL SECTOR FARMACÉUTICO .....	53
FIGURA 9 ANÁLISIS FINANCIERO DE LAS MEDIANAS EMPRESAS DEL SECTOR FARMACÉUTICO.....	54
FIGURA 10 MATRIZ DOFA SECTOR LÍNEA HOGAR Y ASEO.....	60
FIGURA 11 ANÁLISIS FINANCIERO DE LAS GRANDES EMPRESAS DEL SECTOR LÍNEA HOGAR Y ASEO .....	61
FIGURA 12 ANÁLISIS FINANCIERO MEDIANAS EMPRESAS DEL SECTOR LÍNEA HOGAR Y ASEO.....	63
FIGURA 13 MATRIZ DOFA SECTOR QUÍMICO Y DERIVADOS .....	69
FIGURA 14 ANÁLISIS FINANCIERO DE LAS MEDIANAS EMPRESAS SECTOR QUÍMICO Y DERIVADO ..	70
FIGURA 15 ANÁLISIS FINANCIERO GRANDES EMPRESAS DEL SECTOR QUÍMICOS Y DERIVADOS....	72
FIGURA 16 ANÁLISIS FINANCIERO MEDIANAS EMPRESAS SECTOR PINTURAS Y TINTURAS .....	81
FIGURA 17 ANÁLISIS FINANCIERO GRANDES EMPRESAS SECTOR PINTURAS Y TINTURAS.....	83
FIGURA 18 GARANTÍAS PERSONALES .....	92
FIGURA 19 GARANTÍAS REALES FUENTE: BANCÓLDEX.....	93
FIGURA 20 ORGANIGRAMA BANCÓLDEX .....	97
FIGURA 21 ORGANIGRAMA GENERAL DE FIDUCOLDEX .....	105
FIGURA 22 REQUISITOS PARA LOS EMISORES DE TÍTULOS DE RENTA FIJA .....	110

FIGURA 23 MACRO PROCESO DE EMISIÓN DE UN TÍTULO DE RENTA FIJA, CORTO PLAZO PARA LAS PYMES DEL SECTOR QUÍMICO COLOMBIANO .....	113
FIGURA 24 ECUACIÓN DE ADMINISTRACIÓN DEL RIESGO .....	116
FIGURA 25 ANÁLISIS RIESGO DE CRÉDITO.....	119
FIGURA 26 ANÁLISIS RIESGO DE LIQUIDEZ .....	120
FIGURA 27 ANÁLISIS RIESGO DE OPERATIVO.....	122
FIGURA 28 ANÁLISIS RIESGO DE MERCADO.....	124
FIGURA 29 MATRIZ DE RIESGOS.....	126

## LISTA DE GRÁFICOS

GRÁFICO 1 ANTIGÜEDAD DE LAS EMPRESAS ENCUESTADAS.....	33
GRÁFICO 2 ACTIVIDAD EN EL EXTERIOR.....	34
GRÁFICO 3 PRINCIPALES OBSTÁCULOS QUE ENFRENTA LA PYME PARA EL DESARROLLO DE LAS ACTIVIDADES EMPRESARIALES .....	35
GRÁFICO 4 CANALES DE FINANCIAMIENTO UTILIZADOS POR LAS EMPRESAS .....	36
GRÁFICO 5 PORCENTAJE DE FINANCIAMIENTO POR MEDIO DE CRÉDITO BANCARIO CON RESPECTO A LOS ACTIVOS TOTALES DE LA EMPRESA.....	37
GRÁFICO 6 FINANCIAMIENTO CON RECURSOS PROPIOS Y CON PROVEEDORES.....	38
GRÁFICO 7 DESTINO DE LOS RECURSOS DE LA EMPRESA EN CAPITAL DE TRABAJO Y COMPRA DE MAQUINARIA Y EQUIPO.....	38
GRÁFICO 8 DESTINO DE LOS RECURSOS FINANCIEROS DE LA EMPRESA –REMODELACIONES Y COMPRA DE EDIFICACIONES. ....	39
GRÁFICO 9 PLAZO DE CRÉDITO Y MODALIDAD DE CRÉDITO .....	40
GRÁFICO 10 FINANCIACIÓN CON ENTIDADES DEL GOBIERNO.....	40
GRÁFICO 11 GRADO DE SATISFACCIÓN SOBRE LA TASA DE INTERÉS.....	41
GRÁFICO 12 GRADO DE SATISFACCIÓN EN CUANTO A PLAZO Y MONTOS OTORGADOS .....	42
GRÁFICO 13 GRADO DE SATISFACCIÓN EN TRÁMITES, REQUISITOS Y TIEMPO DE RESPUESTA .....	43
GRÁFICO 14 DISPOSICIÓN A PARTICIPAR EN LA EMISIÓN DE TÍTULOS PARA LA FINANCIACIÓN DE CAPITAL DE TRABAJO Y EMISIÓN EN MEJORES CONDICIONES DE FINANCIERAS, TRIBUTARIAS, LEGALES Y OPERATIVAS.....	44
GRÁFICO 15 INTERÉS PARA EMITIR E INGRESAR AL MERCADO PÚBLICO DE VALORES EN CUANTO A LA EMISIÓN DE UN TÍTULO RENTA FIJA, CORTO PLAZO.....	45
GRÁFICO 16 GASTO EN SALUD COMO PORCENTAJE DEL PIB.....	48
GRÁFICO 17 MERCADO FARMACÉUTICO COLOMBIANO.....	49
GRÁFICO 18 EXPORTACIONES TOTALES DE LA INDUSTRIA FARMACÉUTICA COLOMBIANA .....	50
GRÁFICO 19 PARTICIPACIÓN EN VENTAS DENTRO DEL SUBSECTOR LÍNEA HOGAR Y ASEO .....	56
GRÁFICO 20 BALANZA COMERCIAL DEL SECTOR LÍNEA HOGAR Y ASEO .....	57

GRÁFICO 21 EVOLUCIÓN DEL MERCADO COLOMBIANO DE COSMÉTICOS Y ARTÍCULOS DE ASEO ..	58
GRÁFICO 22 TASA DE CRECIMIENTO DEL PIB DE SUSTANCIAS Y PRODUCTOS QUÍMICOS Vs PIB	
TOTAL .....	65
GRÁFICO 23 CRECIMIENTO EN VENTAS DEL SECTOR QUÍMICOS Y DERIVADOS .....	66
GRÁFICO 24 TASAS DE CRECIMIENTO EN EXPORTACIONES E IMPORTACIONES DEL SECTOR DE	
PRODUCTOS QUÍMICOS Y DERIVADOS .....	67
GRÁFICO 25 GRADO DE ENDEUDAMIENTO DEL SECTOR QUÍMICOS Y DERIVADOS PERIODO 2008-	
2012.....	68
GRÁFICO 26 TASA DE CRECIMIENTO DEL PIB PRODUCTOS REFINADOS DEL PETRÓLEO Vs EL PIB	
TOTAL .....	75
GRÁFICO 27 TASA DE CRECIMIENTO DEL PIB INDUSTRIA MANUFACTURERA Vs DEL PIB	
PRODUCTOS REFINADOS DEL PETRÓLEO .....	76
GRÁFICO 28 TASA DE CRECIMIENTO EN VENTAS 2007 - 2011 .....	77
GRÁFICO 29 TASA DE CRECIMIENTO DE LAS EXPORTACIONES E IMPORTACIONES DE PRODUCTOS	
DEL SECTOR TINTURAS Y PINTURAS .....	78
GRÁFICO 30 GRADO DE ENDEUDAMIENTO DEL SECTOR PINTURAS Y TINTURAS.....	79
GRÁFICO 31 IMPORTACIONES POR SEGMENTOS DE PINTURAS Y BARNICES ENTRE ENERO Y	
OCTUBRE DE 2013 .....	80
GRÁFICO 32 FUNCIONAMIENTO GENERAL DE BANCÓLDEX COMO BANDO DE REDESCUENTO.....	86
GRÁFICO 33 DESEMBOLSOS DE LA CARTERA DE BANCÓLDEX .....	88
GRÁFICO 34 DISTRIBUCIÓN DE LA PARTICIPACIÓN DE ACCIONISTAS DE BANCÓLDEX.....	89
GRÁFICO 35 RELACIÓN DE BANCÓLDEX CON SUS ALIADOS .....	90
GRÁFICO 36 OTRO TIPO DE GARANTÍAS.....	94
GRÁFICO 37 PROGRAMAS Y SERVICIOS BANCÓLDEX.....	100
GRÁFICO 38 PARTICIPACIÓN ACCIONARIA EN EL FONDO NACIONAL DE GARANTÍAS .....	101
GRÁFICO 39 PARTICIPACIÓN APROXIMADA DE LOS ACCIONISTAS DE FIDUCOLDEX .....	104



**LISTA DE TABLAS**

TABLA 1 ECUACIÓN PARA LA MEDICIÓN DEL NIVEL DE RIESGO .....	117
---	-----

## Resumen

En el presente proyecto, se muestra el estudio, análisis, desarrollo y resultados obtenidos en la propuesta de la estructura para la creación de una sociedad avalista y administradora de títulos de corto plazo para emisores Pyme´s del sector manufacturero colombiano; dentro del desarrollo investigativo para proponer la estructuración de la sociedad avalista y administradora se expone la problemática del sector manufacturero, enfocado en el sector químico colombiano, identificando necesidades de capital, por medio de un análisis financiero minucioso a cada una de las empresas seleccionadas, de esta manera se pudo estimar el plazo requerido para la financiación de dicho capital.

A demás en este proyecto se propone la estructura de la sociedad avalista a partir de entidades ya conformadas dentro del sistema colombiano y de esta forma se aprovechan todas las herramientas que otorga el estado, para que por medio de una alianza estratégica entre Bancóldex, Fondo Nacional de Garantías , Fiducoldex y una Sociedad comisionista de bolsa, se otorgue el aval, se estudien y administren los riesgos, se administren los títulos emitidos y por su puesto se coloquen en emisión primaria en la bolsa de valores de Colombia.

**Palabras claves:** sociedad avalista y administradora, administración del riesgo, análisis financiero, necesidad de capital, sector manufacturero.

## **Abstract**

This project, shows the study, analysis, development and results of the proposed structure for the creation of a guarantor and administrator of short-term securities for issuers SME's Colombian manufacturing sector; within the research development to propose structuring and administration company guarantor the problems of manufacturing, focusing on Colombian chemical sector is exposed, identifying capital needs through a detailed financial analysis for each of the selected companies, in this manner it was possible to estimate the time required for the financing of the capital.

To others in this project the structure of society proposed guarantor from entities already formed within the Colombian system and thus provides all the tools the state, so that through a strategic alliance between Bancóldex, Fondo Nacional de Garantías, Fiducoldex and stockbroker, Society endorsement is granted, are studied and manage risks, securities issued and administered by surely is placed in the monetary base in Colombia stock Exchange.

**Keywords:** guarantor and management company, risk management, financial analysis, capital requirements, manufacturing.

## Introducción

En Colombia el sector empresarial está clasificado según la ley 590 de 2000 en micro, pequeñas, medianas y grandes empresas, conocida como la ley Mipymes. El término Pyme hace referencia al grupo de empresas pequeñas y medianas con activos totales superiores a 500 SMMLV y hasta 30.000 SMMLV. Una de las principales restricciones que presentan las empresas es el difícil acceso al financiamiento lo que se convierte en un factor determinante para su desarrollo.

Por esta razón las empresas que hacen parte de este grupo presentan restricciones, esto a su vez crea una oportunidad para explorar mecanismos alternativos de financiamiento y evaluar el impacto que puede generar al interior de las finanzas de las empresas y en la economía de la región.

Considerando las restricciones existentes en el mercado colombiano, exige la exploración de productos financieros en economías de países similares y el análisis políticas más amigables con los pequeños y medianos empresarios, casos de referencia como: Argentina, Paragua, Uruguay y Chile, países donde se han creado instrumentos que le proporcionan alternativas de liquidez y competitividad a los pequeños y medianos empresarios mediante instrumentos estructurados y administrados, sin calificaciones de riesgo, pero avalados por sociedades avalistas; dichos títulos son negociados en las Bolsas de Valores de cada país y permite a los inversionistas alternativas de corto plazo con mayores rendimientos y a riesgos menores a los ofrecidos por títulos como: bonos, acciones, entre otros.

Esta investigación se inicia tomando como referente suramericano a Argentina, el cual se utiliza como caso exitoso de apalancamiento a corto plazo; con el ánimo de dinamizar y darle mayor profundidad a la economía colombiana, la cual sustenta su participación en un 90% por operaciones realizadas por las Pymes.

Lo anterior hace importante el estudio de la estructuración y aval de instrumentos por parte de sociedades especializadas y en un mercado alternativo para Pymes del sector manufacturero colombiano.

Este trabajo ha recolectado información secundaria de: funcionamiento del cheque de pago diferido en el mercado Argentino, fuentes de información de Benchmark (BPR), sobre estados financieros de las empresas del sector manufacturero colombiano, especializándose en el subsector químico Colombiano, también a través de fuentes primarias por medio de encuestas realizadas a empresarios, en convenio con ACOFI, Cámara de Comercio de Bucaramanga, y la Bolsa de Valores de Colombia, para identificar los posibles emisores del sector, y posibles estructuradores Sociedades Comisionistas de Bolsa, Sociedades Fiduciarias, Corporaciones Financieras, Banca de Inversión.

Como resultado del presente trabajo se encuentra que no existe la necesidad de proponer la estructura de una nueva organización que cumpla el papel de una Sociedad de Garantía Recíproca, ya que Bancóldex dentro de sus funciones tiene el deber de avalar y dar garantías a las Pymes y grandes empresas del sector industrial y a las empresas dedicadas a la importación y exportación de productos al país.

## **Objetivos**

### **Objetivo General**

Proponer la creación y estructura de una sociedad avalista y administradora de títulos de corto plazo para emisores Pymes en el sector manufacturero colombiano.

### **Objetivos Específicos**

- Identificar las características de la Sociedad de Garantía Recíproca y del cheque de pago diferido que opera en el mercado bursátil Argentino.
- Identificar el interés de las empresas del sector manufacturero en Colombia por la emisión e inversión de títulos para apalancamiento de corto plazo.
- Proponer el tipo de Sociedad apropiada para actuar como estructurador y administrador de mecanismos de apalancamiento de corto plazo para Pymes en el sector manufacturero colombiano.
- Proponer la estructura organizacional, legal, y operativa de la sociedad avalista para participar en el mercado bursátil.
- Identificar los riesgos financieros de la sociedad propuesta en lo referente a la operación y el otorgamiento del aval para las Pymes

## **Características De La Sociedad De Garantía Recíproca Y Cheque De Pago Diferido En El Mercado Argentino.**

### **Sociedad de garantía recíprocas**

Las sociedades de garantías recíprocas SGR tienen por objeto facilitar el acceso al crédito de Pymes a través del otorgamiento de garantías para el cumplimiento de sus obligaciones. Consiste en una estrategia asociativa entre grandes empresas y Pymes. (Ministerio de Industria, Argentina, 2013)

La misión de la SGR es la de actuar como intermediario financiero para así: negociar en representación de un grupo de PyMEs mejores condiciones crediticias en cuanto a costos y plazos, de igual forma al estar más cerca del empresario se tiene mayor certidumbre sobre las posibilidades de éxito de sus proyectos, y se asesora en la formulación y presentación de proyectos.

### **Características**

#### ***Límites Operativos***

- Para no dar preferencias hacia determinados socios partícipes (PyMEs) la ley ha previsto que la SGR no podrá asignar a un mismo socio garantías por un valor superior al 5% del Fondo de Riesgo.
- Ningún socio partícipe puede tener una participación mayor al 5% del capital social.

- Las SGR no pueden asignar obligaciones con un mismo acreedor por mas del 25% de su Fondo de Riesgo, de manera que estas deben atender las multiples necesidades comerciales y financieras que tienen ls PyMEs con por lo menos 4 tipos de acreedores distintos, evitando así que la PyME quede cautiva de un solo acreedor.

### ***Gobierno de la SGR***

La administración de la SGR será ejercida por un consejo de administración integrado por 3 personas de las cuales al menos una representa a los socios partícipes, otra a los socios protectores y la restante a cualquiera de las dos clases sociales de acuerdo a lo que establezca el estatuto social.

La fiscalización interna (control) es realizada por una sindicatura integrada por 3 personas con título profesional habilitante que tendrán una representación inversa a la que se fije para el consejo de administración. (Camara Argentina de Sociedades y Fondos de Garantia, 2013)

### **Tipos de socio.**

Las SGR se encuentran constituidas por socios partícipes y socios protectores, los cuales se describen en la figura 1.



<b>Socios Participes</b>	<b>Socios Protectores</b>
Son únicamente las pequeñas y medianas empresas, ya sean personas físicas o jurídicas, que suscriban acciones y reúnan las condiciones generales determinadas por la autoridad de aplicación.	Son todas aquellas personas físicas o jurídicas, públicas o privadas, nacionales o extranjeras, que realicen aportes al capital social y al fondo de riesgo.

Figura 1 Características de socios participes y socios protectores

Fuente: Banco Central de la República Argentina.

### **Emisión de avales**

El objetivo de las SGR es sin duda permitir el acceso al financiamiento de las PyMEs y para conseguir este objetivo se vale de la emisión de avales a sus socios participes. Es decir, que la SGR en ningún momento financia a las PyMEs sino que les otorga avales para disminuir el riesgo de incobrabilidad.

Con un aval otorgado por una SGR, el acreedor (Banco o inversor) sabe que si la PyME no paga, podrá reclamar su acreencia a la SGR, lo cual le da una mayor seguridad y consecuentemente tendrá mas voluntad de otorgar el préstamo. También es muy probable que el acreedor rebaje un par de puntos la tasa que cobra por el financiamiento ante la disminución del riesgo del mismo.

En definitiva contar con el aval de una SGR para una PyME permite el acceso a un crédito con menos requisitos que si no lo tuviera incluso obtener mejor tasa.

(C.P. WENCESLAO F.J. SCHIMMEL Y C.P. GUSTAVO G. RODRIGUEZ, 2011)

En la Figura 2 se muestran los pasos a seguir para obtener el aval por parte de una Sociedad de Garantía Recíproca a una pyme, es decir, entregar la documentación necesaria a la SGR, suscribir acciones en la SGR para asociarse, Después, la SGR analiza a la pyme y decide otorgar o no el aval.

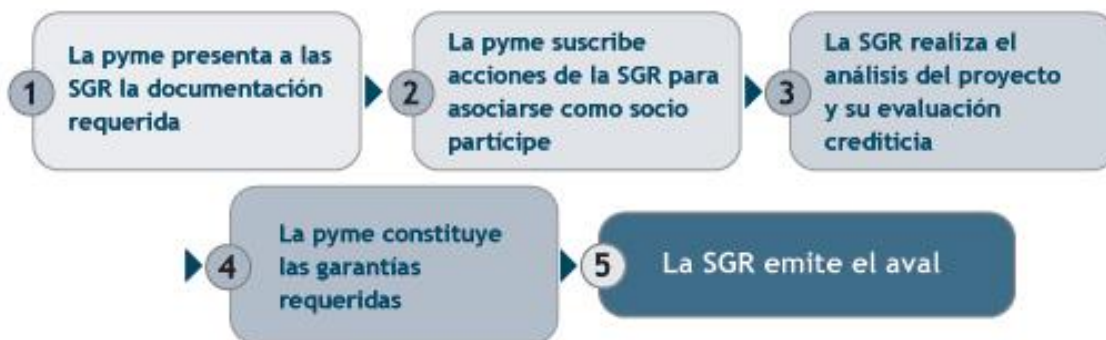


Figura 2 Pasos para obtener un aval

Fuente: Cámara Argentina de Sociedades y Fondos de Garantía

### Fondo de riesgo

En la emisión de avales se hace evidente el rol que tienen los socios partícipes, ahora es necesario conocer el rol de los socios protectores. Como se mencionó anteriormente en la Figura 1, estos socios aportan los fondos necesarios para constituir el denominado “Fondo de Riesgo” que permite otorgar los avales.

Respalda en estos fondos la Sociedad puede emitir avales a favor de sus socios partícipes.

La función de una SGR no es prestar dinero o financiar a sus socios, sino es emitir avales a favor de estos. Entonces el papel que cumple el Fondo de Riesgo es hacer uso de su dinero en caso de que la deuda del avalado por la SGR incumpla.

(C.P. WENCESLAO F.J. SCHIMMEL Y C.P. GUSTAVO G. RODRIGUEZ, 2011)

### **Ingresos**

Los ingresos de la SGR son los costos que deben asumir quienes desean asociarse a ella como socio partícipe o protector. Lo más común es que provengan de una combinación de los siguientes aspectos:

- Porcentaje de los avales otorgados a socios partícipes
- Gasto de administración fijo cobrado a los socios protectores
- Gasto de administración como porcentaje del rendimiento del fondo de riesgo

(C.P. WENCESLAO F.J. SCHIMMEL Y C.P. GUSTAVO G. RODRIGUEZ, 2011)

Los beneficios más representativos de pertenecer a una SGR se muestran en la Figura 3, destacando la ganancia de las Pymes en las soluciones financieras a la medida, acercando a la Pyme al mercado y sus clientes potenciales.

- ✓ Ganan las Pymes por brindarles soluciones financieras a medida.
- ✓ Ganan las Instituciones Financieras porque las SGR les acercan clientes.
- ✓ Gana el Mercado de Capitales porque descuentan Cheques de Pago Diferido Avalados.
- ✓ Ganan los Socios Protectores que aportan al Fondo de Riesgo y son ellos los que garantizan a las Pymes brindándoles beneficios impositivos.
- ✓ Ganan los emprendedores porque tienen la posibilidad de que se les avalen sus nuevos proyectos.

Figura 3 Beneficios de la SGR

FUENTE: Cuyo-aval

### **Ejemplo**

La SGR MásAVAL es uno de los ejemplos de las Sociedades de Garantía Reciproca del sector inmobiliario en Chile buscando beneficiar a las pequeñas y medianas empresas. En la figura 4 se muestra el flujograma del proceso de otorgamiento del aval y las posibles vías de negociación.



Figura 4 Flujograma SGR

Fuente: MasAval SGR

## Cheque de pago diferido

### Definición

Son un instrumento de órdenes libradas a una fecha determinada, posterior a la fecha de su libramiento, contra una entidad autorizada, en la cual el librador a la fecha de vencimiento debe tener fondos suficientes depositados a su orden en cuenta corriente o autorización por girar en descubierto. El plazo máximo admitido para la emisión de un cheque de esta naturaleza es de 360 días. (Comisión Nacional de Valores Argentina, 2014)

## Elementos característicos

En primer término el Cheque de Pago Diferido es una orden de pago, que a diferencia de la orden de pago pura y simple del cheque común, está sujeta a condiciones. Como se había indicado en la introducción de este trabajo, el Cheque de Pago Diferido introduce una radical innovación respecto a la concepción tradicional del cheque como instrumento de pago. Al respecto, Beaumont y Castelares señalan: “ No podemos negar el inicial rechazo que produce este cheque especial (...) y, a que es condición para emitir un cheque tener ya constituidos fondos disponibles en la cuenta corriente girada; y, además, a que el cheque es sustituto de dinero (...) pero si apreciamos la realidad y las necesidades de los operadores que usan el cheque como instrumento de pago, hacía falta un instrumento especial que a modo de excepción permitiese suspender el derecho que tiene el tenedor del cheque a presentarlo a cobro”.

En segundo lugar, caracteriza al cheque de pago diferido la condición que contiene, esto es, que será pagadero desde la fecha que indica la cláusula: “Páguese desde el...”, según se dispone en el artículo 200 de la Ley de Títulos Valores. Se trata entonces de una suspensión del derecho del tenedor para su presentación a cobro. Esta condición resulta absolutamente necesaria para la emisión de un Cheque de Pago Diferido, es decir, no puede omitirse su inclusión en forma explícita y clara.

En tercer lugar, también caracteriza al Cheque de Pago Diferido que el emisor deberá contar con fondos suficientes en la cuenta corriente respectiva a la fecha de

su presentación para pago, esto significa que al momento de la emisión no será necesario ni obligatorio que el emitente tenga dichos fondos, como ocurre con el cheque común. Resulta razonable que se exija la tenencia de los mismos en la fecha en que resulta factible su pago, pues de lo contrario se inmovilizarían los mismos en forma innecesaria, lo que significaría un perjuicio económico y/o financiero para el emitente, lo que anularía la ventaja de utilizar este cheque especial. De otro lado, las consecuencias que genera el incumplimiento de esta obligación son las mismas que en el caso del cheque común. (Lináres San Román, Juan José)

### **Negociación y cobro**

El artículo 201 de la Ley de Títulos Valores establece que el Cheque de Pago Diferido puede ser negociado desde la fecha de su emisión. Como cualquier otro título valor este cheque se encuentra destinado a la circulación, por lo tanto es factible su transferencia vía endoso por parte del beneficiario. La idea es consolidar un mercado secundario de cheques que permita a los agentes económicos tener acceso a liquidez o fuentes de financiamiento.

La norma acotada también señala que el Cheque de Pago Diferido sólo debe presentarse para su pago desde la fecha que figure en la cláusula: "Páguese desde el....", de lo contrario el Banco girado rechazará la solicitud de pago sin que haya lugar a protesto, ni responsabilidad o sanción para el emitente. En caso que el Banco girado abonará el monto del Cheque de Pago Diferido en fecha anterior a la

establecida en la mencionada cláusula, deberá asumir las responsabilidades y consecuencias que se generen ante el emitente o girador.

Asimismo, debe tenerse presente que el Cheque de Pago Diferido puede contener una cláusula que prohíba su negociación, como es el caso de aquellas que indican que el cheque es “intransferible”, “no negociable”, “no a la orden” u otra equivalente, por lo tanto, no podrá transferirse a partir de la fecha de su emisión, debiendo ser pagado únicamente a la persona en cuya favor se emitió, según se indica en el artículo 190 de la Ley de Títulos Valores. Esta situación se produce en el caso de personas jurídicas, sean estas empresas, sociedades, asociaciones, etc., las que necesitan acreditar la cancelación de obligaciones que tuvieron con terceros, impidiendo que éstos puedan transferir el cheque respectivo.

Finalmente sobre este punto tenemos que precisar que el plazo máximo de 30 días establecido en el artículo 199 de la Ley de Títulos Valores para diferir el pago del cheque, resulta bastante menor en comparación con los plazos previstos en la legislación comparada, como veremos al abordar este tema. (Lináres San Román, Juan José)



## Modalidades de negociación

### Sistema patrocinado

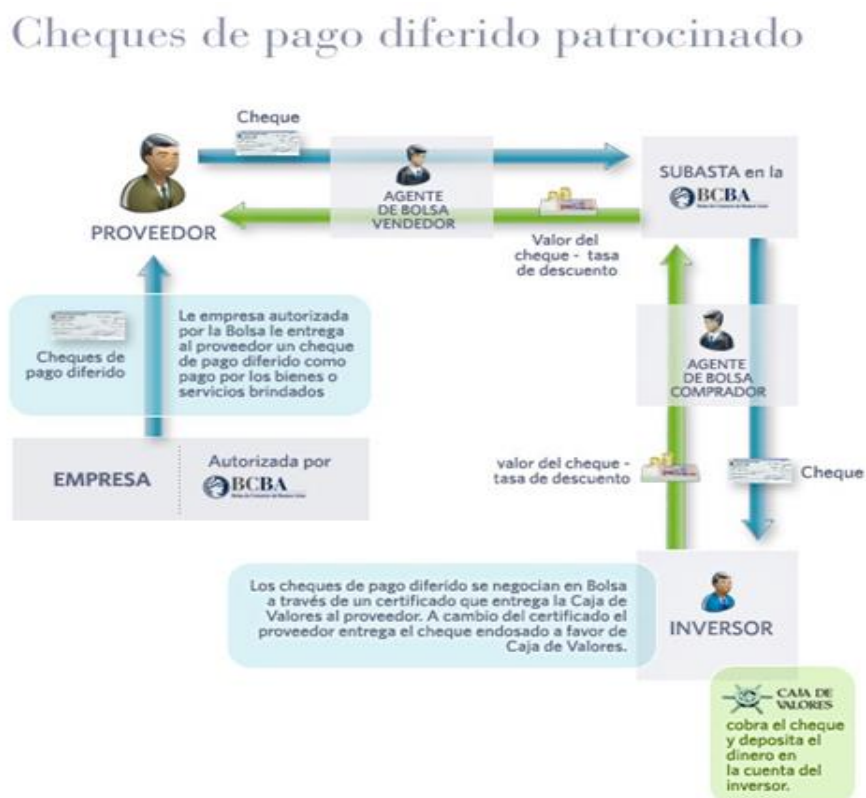


Figura 5 Macro proceso emisión de un Cheque de pago diferido – sistema patrocinado

Fuente: Bolsa de Comercio de Buenos Aires

Como se observa en la Figura 5, las Pymes pueden solicitar a la BCBA la autorización de cotización de cheques de pago diferido propios (llamados cheques patrocinados), que correspondan a alguna de las siguientes clasificaciones: sociedades comerciales legalmente constituidas, cooperativas, asociaciones civiles, mutuales o fundaciones.

Una vez que la empresa está autorizada a cotizar cheques de pago diferido, los envía a la Caja de Valores S.A., donde debe presentarse el beneficiario de los documentos (proveedor) a fin de endosarlos a favor de ésta (según lo dispone el decreto 386/2003), para su posterior negociación en el mercado.

Un agente o sociedad de bolsa depositará los fondos resultantes de la negociación realizada por oferta pública, en una cuenta comitente a nombre del beneficiario para su disposición.

De esta manera, los beneficiarios de los cheques (proveedores de bienes y/o servicios) pueden hacerlos líquidos en el mercado sin que recaiga ningún tipo de calificación sobre ellos.

La operatoria concluye con el vencimiento del plazo del cheque, momento en que el emisor debe tener fondos suficientes depositados a su orden en cuenta corriente o autorización para girar en descubierto, y así cumplir con el pago del documento que tendrá como beneficiario al inversor.

La responsabilidad tanto del emisor como del beneficiario es la enunciada en la Ley de Cheques; o sea, rige la cadena de endosos, excluyendo el de la Caja de Valores S.A.

### *Ventajas*

Los cheques de pago diferido patrocinados son una excelente herramienta de financiación de capital de trabajo y permiten:

- Generar mejores condiciones y plazos de pago, liberando así otras líneas de crédito;
- Ofrecer a los beneficiarios liquidar los documentos al menor costo y con la mayor agilidad;
- Brindar asistencia a pymes proveedoras, ayudando así a promover la empresa y fidelizar proveedores;
- Acceder al prestigio y reconocimiento de cotizar en Bolsa.

(BCBA, 2014)

### ***Sistema avalado***

El sistema avalado es exclusivo para pymes o personas físicas. Para negociar cheques de sus clientes o propios, las pymes deben incorporarse como socio partícipe a una SGR autorizada a cotizar cheques en la BCBA, ya que la SGR puede negociar cheques que tengan como beneficiarios a sus socios pymes, y así poder garantizar el pago mediante un aval. (BCBA, 2014)

## Cheques de pago diferido avalado

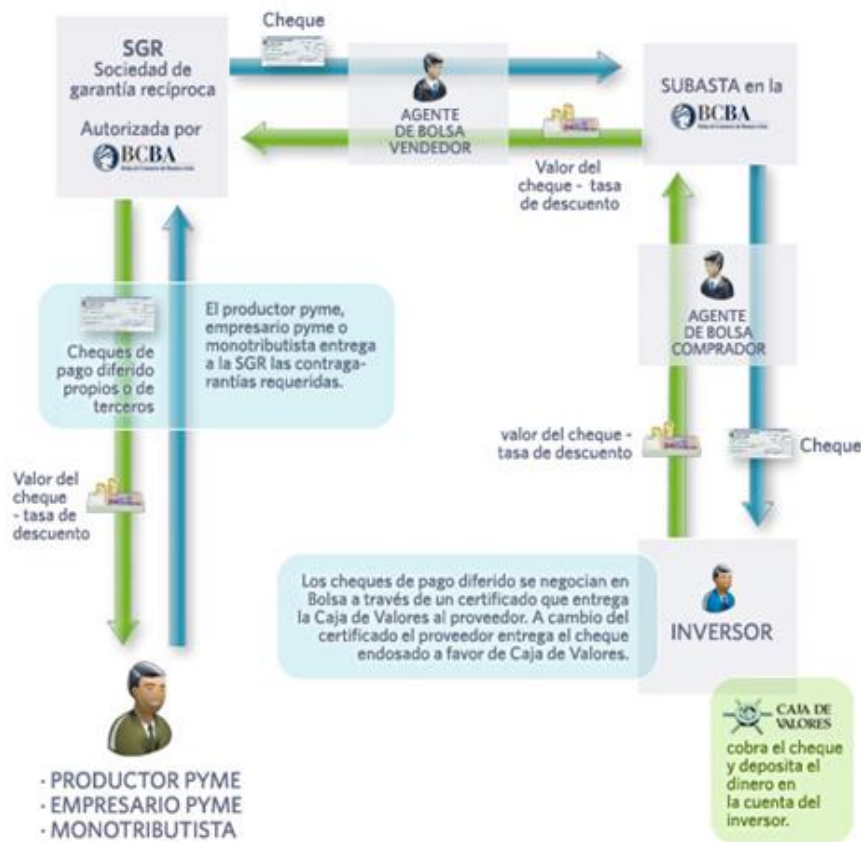


Figura 6 Macro proceso de emisión de un cheque de pago diferido – sistema avalado

Fuente: Bolsa de Comercio de Buenos Aires

El sistema avalado sugiere a las pymes entregar los cheques (propios o de terceros, sus clientes) a la SGR para que ésta los avale y envíe a la Bolsa para su posterior negociación. De esta manera, ante cualquier dificultad de cobro del cheque, la SGR se transforma en principal pagador abonando el monto comprometido, como se puede observar en la figura 6.

Un agente o sociedad de bolsa deposita los fondos resultantes de la negociación realizada por oferta pública, en una cuenta comitente a nombre del beneficiario para su disposición.

Al vencimiento del plazo del cheque, el emisor debe tener fondos suficientes depositados a su orden en cuenta corriente o autorización para girar en descubierto y así cumplir con el pago del documento que tendrá como beneficiario al inversor.

### *Ventajas*

Los cheques de pago diferido avalados constituyen una nueva alternativa de financiación que permite:

- Negociar cheques propios y recibir cheques endosables,
- Acceder a tasas similares a las obtenidas por grandes empresas por contar con el aval de una SGR,
- Mantener al librador y a la pyme beneficiada en el anonimato, ya que la que cotiza en Bolsa es la SGR,
- Equiparar tasa y comisión con todos los clientes de la pyme y
- Acercar a la empresa al mercado de capitales.

(BCBA, 2014)

Por Resolución General N° 480 (RG N° 480) la CNV autorizó la negociación de CPD en el Segmento Directo, que sólo se admite cuando son presentados por sus beneficiarios, comitentes vendedores, cuyo asiento principal de negocios registrado se encuentre localizado dentro del ámbito geográfico del mercado en que se negocie, o su zona de influencia. Esta modalidad -más riesgosa y para operar en

deben cumplirse los recaudos establecidos en la RG N° 480- ha tenido más aceptación en las restantes plazas operativas del país que en la plaza local. (Comisión Nacional de Valores Argentina, 2014)

### **Ganancias**

- Los cheques dan al inversor la posibilidad de ganar una diferencia que surge de comprar el cheque en el mercado de capitales a un valor menor a su monto y cobrarlo una vez llegado su vencimiento.
- Esta diferencia es el resultado de la aplicación de una tasa de interés que se descuenta al momento de la venta del cheque en el mercado. El cheque se venderá al mejor postor en una subasta de tasas que tiene lugar dentro del ámbito bursátil.
- Estas tasas se calculan en función del período comprendido desde la compra del cheque hasta su vencimiento, momento en que el inversor que adquirió los valores recibe el monto total consignado en el cheque.

(BCBA (Bolsa de Comercio de Buenos Aires))

### **Volúmenes de negociación en la bolsa de comercio de buenos aires.**

El último reporte semanal emitido por la Bolsa de Comercio de Buenos Aires emitido el 25 de julio de 2014 informa que el volumen de negociación en pesos argentinos de cheques de pago diferido tanto para el sistema avalado como el patrocinado es de 157.589.606 pesos argentinos, lo que equivale a 1.534 cheques

negociados, con un promedio de negociación de 31.517.921 pesos argentinos diarios. (Bolsa de Comercio de Buenos Aires, 2014)

## **Sector Manufacturero en Colombia.**

### **Contexto nacional de la industria manufacturera**

Según PROEXPORT La industria manufacturera colombiana es la tercera más importante del país, la cual representa un 13.3% del valor agregado nacional, y un 12% del PIB en el 2012, equivalente a US\$31.412 millones (PROEXPORT COLOMBIA, 2013)

Las proyecciones de crecimiento del sector para el 2014 realizada por la Asociación Nacional de Industriales (ANDI) son de un 4%, ya que existe buen dinamismo de la inversión productiva. El sector presenta retos de corto y mediano plazo, ya que en el corto plazo se debe recuperar el crecimiento económico de años anteriores, sobre todo en la industria manufacturera.

Gracias a las últimas reformas tributarias el sector se ve favorecido ya que la retención bajo a 2.5% y para los meses de noviembre y diciembre de 2013 fueron de 1.5% lo cual le dio mayor liquidez a las empresas, permitiendo que estas se potencien en el corto plazo. Haciendo referencia al Informe Balance 2013 y perspectivas 2014 de la ANDI es fundamental implementar estrategias integrales de largo plazo, que comprometan al sector público como al sector privado, que tenga

una concepción de cadena productiva, y donde se trabaje por fortalecer la infraestructura, las instituciones, el mercado de capitales, la educación, la internacionalización y la ciencia, tecnología e innovación. (ANDI, 2013)

Es importante resaltar que para el 2013 el crecimiento económico del país fue de 4.2%, doscientos puntos básicos más con respecto al año anterior. Lo cual hace que la política económica del país sea reconocida internacionalmente, y las calificadoras de riesgo, califiquen mejor al país, lo cual se ve reflejado en el crecimiento en el índice de inversiones ya que en el 2012 de tener un 27.7% en inversiones, para el 2013 creció al 28.3%.

En los últimos años las dificultades presentes en el sector manufacturero tiene puntos críticos tanto en el ámbito externo como interno. En lo externo el crecimiento mundial y el comercio se ha desacelerado, los precios de los *commodities* han bajado y los mercados son más competidos. En el ámbito interno, la demanda se ha visto debilitada, el clima de negocio es menos favorable por lo cual ha sufrido un aumento en costos y gastos de producción, además de los bajos precios en los bienes producidos por el sector, también de las grandes limitaciones de competitividad.

### **Identificación del interés de las empresas del sector manufacturero colombiano.**

Dentro de los objetivos planteados para el desarrollo de la propuesta de la estructura de una sociedad administradora y avalista se aplicó una serie de



encuesta a diferentes empresas del sector manufacturero de distintas partes del país, este proceso fue dispendioso y se obtuvo respuesta de 5 empresas, de las 60 encuestas enviadas. Un motivo de las pocas encuestas con respuesta es la poca disposición de los empresarios Pymes a participar en este tipo de actividades, a continuación se observa que las empresas que respondieron la encuesta llevan en el mercado más de 10 años de antigüedad como se observa en el Grafico 1.

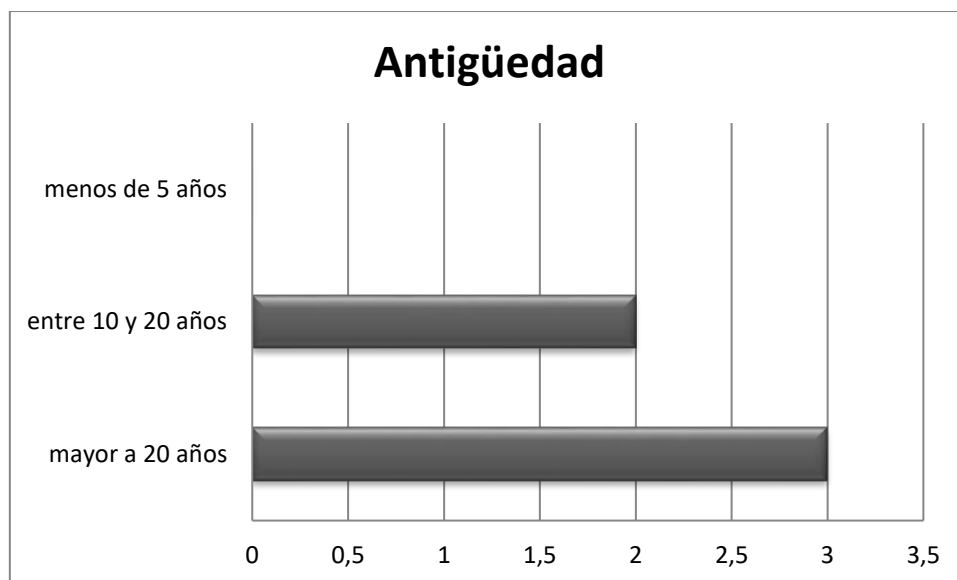


Gráfico 1 Antigüedad de las empresas encuestadas

Fuente: Elaboración propia

Entre las actividades de comercio exterior, las empresas encuestadas se dedican a la exportación e importación como se observa en el Grafico 2.

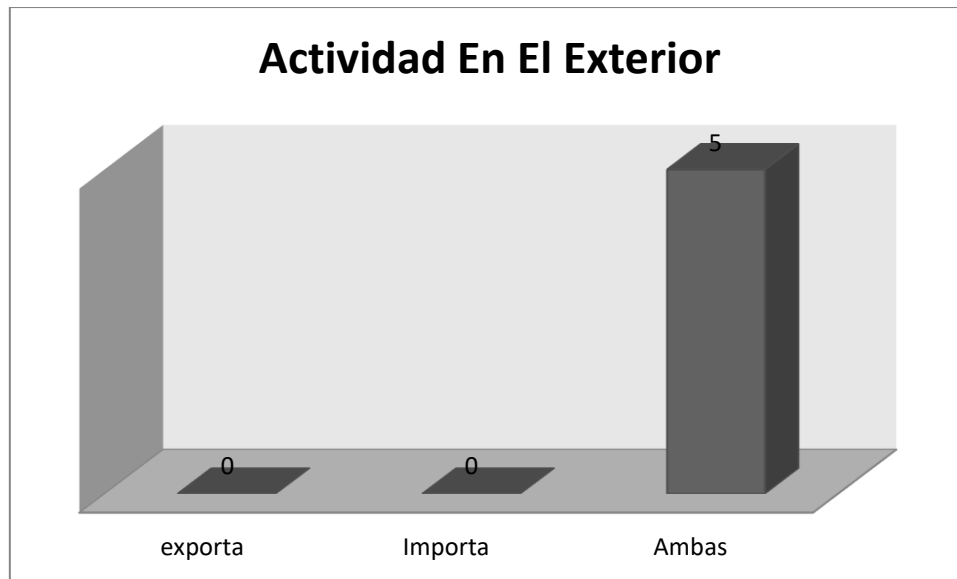


Gráfico 2 Actividad en el exterior

Fuente: Elaboración propia

Como se observa en el Grafico 3, el 60% de las empresas del sector manufacturero que contestaron la encuesta creen que uno de los principales obstáculos que presentan las empresas es la falta de recurso humano calificado el cual es percibido como muy importante, por lo tanto se puede inferir que las grandes empresas lo pueden considerar como un hecho nada importante debido a que tienen una estructura organizacional mejor implementada y contemplada desde el plan de gobierno corporativo.

Otros de los factores que más impacta a las compañías encuestadas como se observa en el grafico 3 son la falta de recursos financieros con 40% y apoyo por parte del gobierno nacional con un 60% los cuales influyen en las operaciones propias de las empresas.

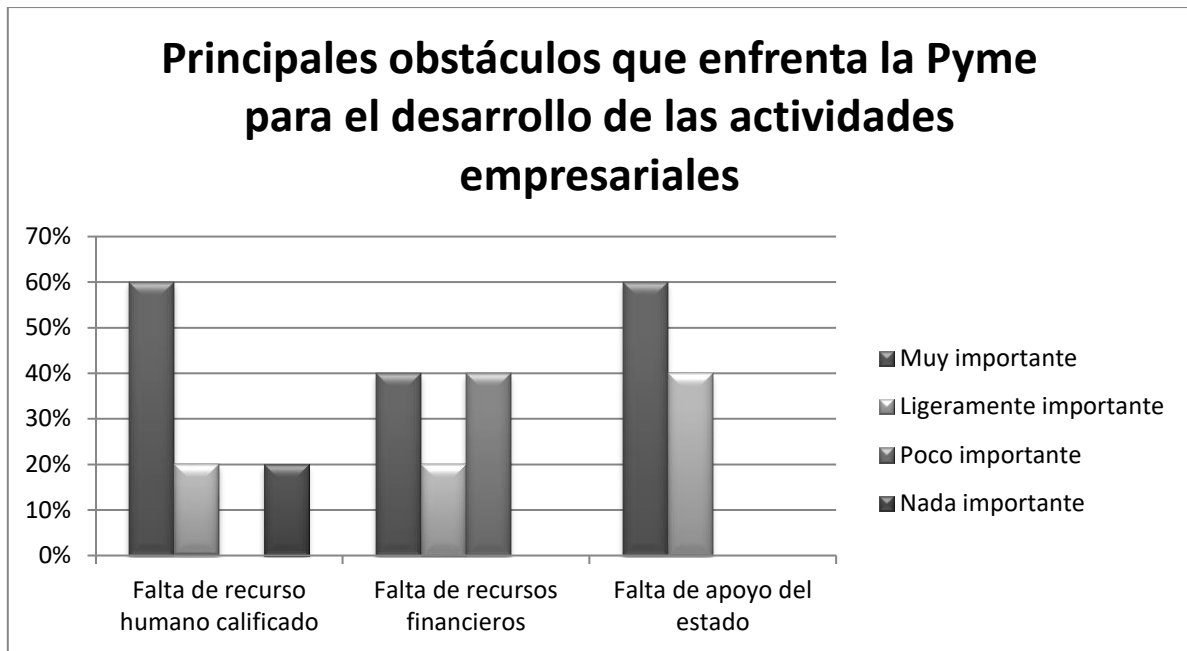


Gráfico 3 Principales obstáculos que enfrenta la Pyme para el desarrollo de las actividades empresariales

Fuente: Elaboración propia

En su totalidad las empresas utilizan como fuente de financiamiento el crédito Bancario como se observa en el grafico 4, sin embargo, las Pymes buscan otras fuentes de financiamiento como los recursos propios y el apalancamiento con proveedores.

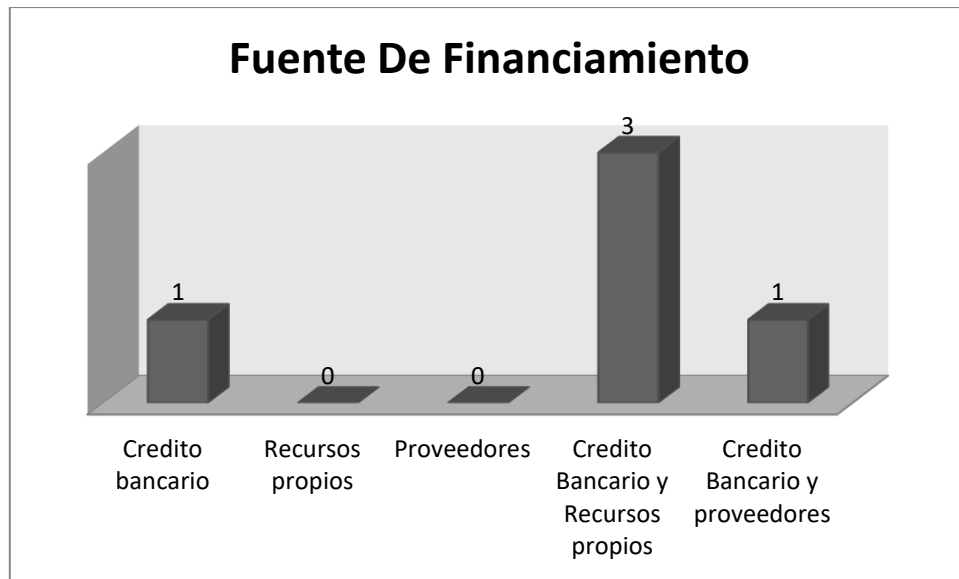


Gráfico 4 Canales de financiamiento utilizados por las empresas

Fuente: Elaboración propia

En cuanto al apetito de crédito Bancario de las empresas están divididas sus preferencias, dentro de las pequeñas empresas no es tan fuerte el uso de crédito Bancario como fuente de financiación, contemplado dentro de sus activos totales un 1% a 30%, a diferencia de las medianas empresas que creen más importante el financiamiento por medio de créditos Bancarios, ya que en la actualidad estos son los que piden un porcentaje de pago menor en comparación al retorno que piden los socios de la empresa o proveedores como se observa en el grafico 5.

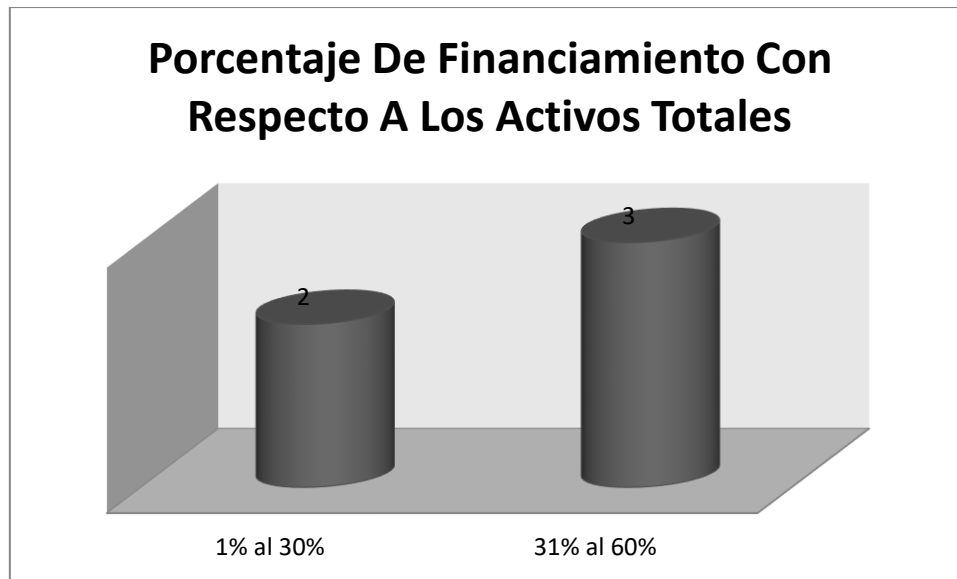


Gráfico 5 Porcentaje de financiamiento por medio de crédito Bancario con respecto a los activos totales de la empresa

Fuente: Elaboración propia

El porcentaje participación del uso de financiamiento con proveedores dentro de sus activos totales corresponden al 40% de las empresas encuestadas, de las cuales se estima un 31% a un 60% de uso como se observa en el grafico 6. Cabe destacar que el 20% de los encuestados no se financia con proveedores.

Entre las empresas encuestadas se puede observar que el 60% se financian entre un 1% al 30% de sus activos totales con recursos propios y ninguna de las empresas se financia por medio de sistemas no formales de crédito como se observa en el grafico 6.

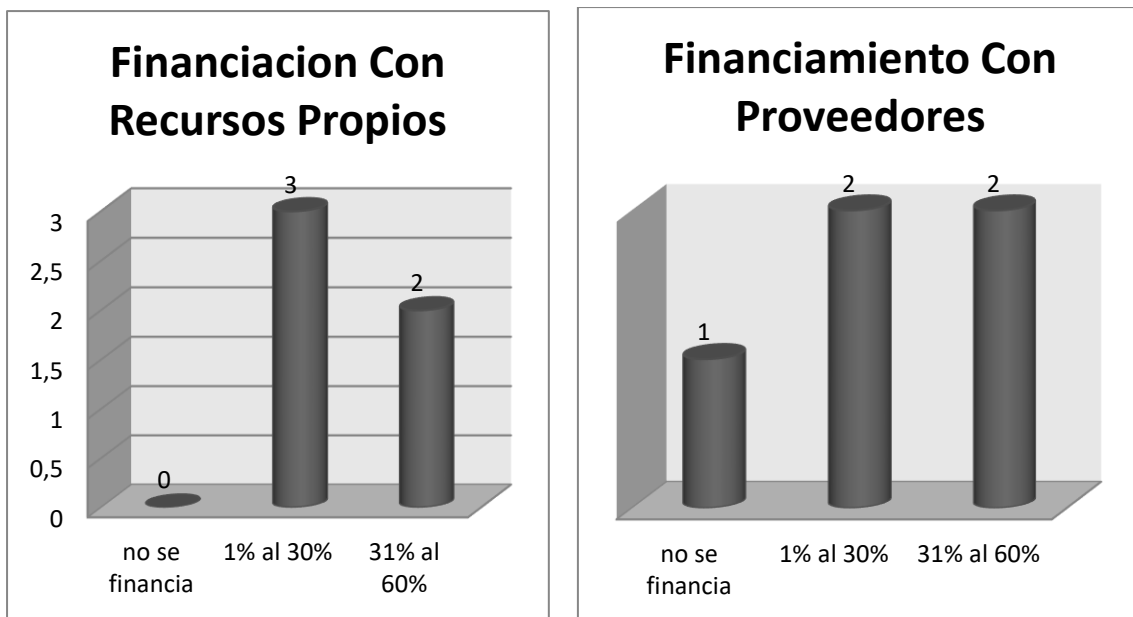


Gráfico 6 Financiamiento con recursos propios y con proveedores

Fuente: Elaboración propia

La necesidad de financiamiento de capital de trabajo (serie 1) está entre el 16% a 100% independientemente del tamaño de la empresa y la compra de maquinaria y equipo (serie 2) varía entre el 16% a 60% como se detalla en el grafico 7.

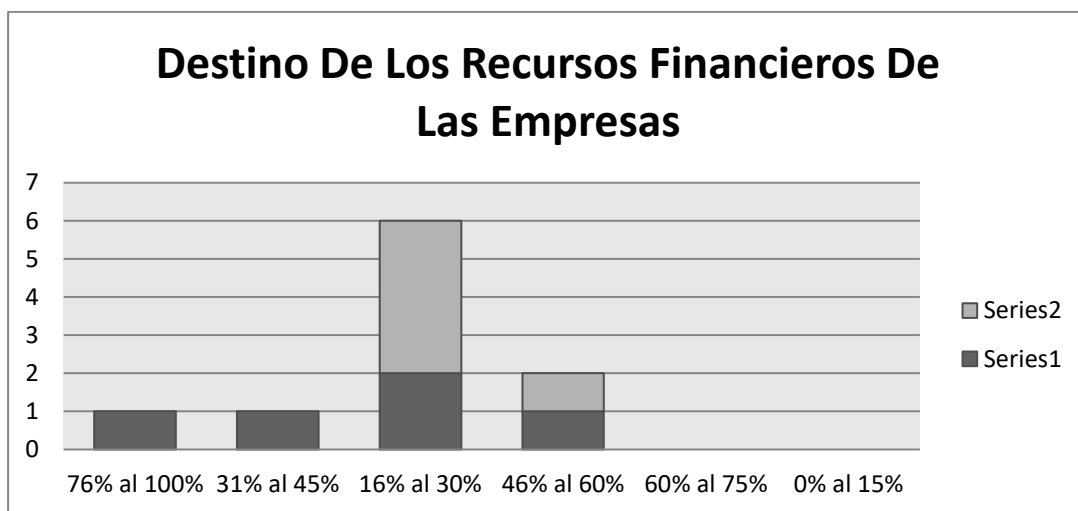


Gráfico 7 Destino de los recursos de la empresa en capital de trabajo y compra de maquinaria y equipo

Fuente: Elaboración propia.

La compra de planta, es decir terreno, dentro de las empresas encuestadas tienen estimado invertir desde 0% hasta 100% en la compra de edificación, como anteriormente se ha dicho todo depende de los proyectos que las empresas tengan proyectados a futuro como se observa en el gráfico 8.

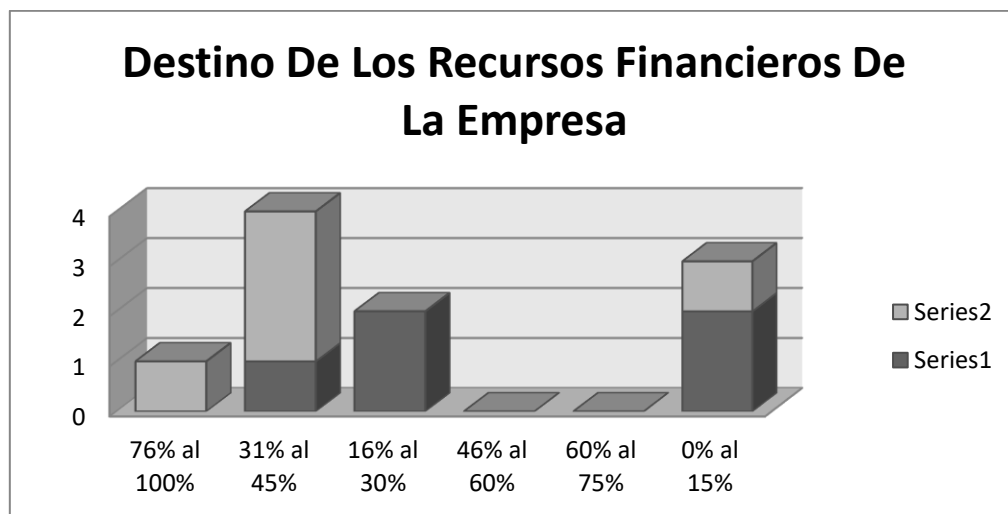


Gráfico 8 Destino de los recursos financieros de la empresa –Remodelaciones y compra de edificaciones.

Fuente: Elaboración propia

En el gráfico 8 la serie 2 describe el comportamiento de los empresarios en cuanto a inversiones de compra de edificaciones y la serie 1 describe la distribución de recursos para remodelaciones.

El plazo de crédito tomado con el sistema financiero requerido por las empresas encuestadas, fue de mediano plazo, es decir entre 1 y 3 años, en su totalidad con modalidad de crédito empresarial con garantía de pagaré (firmas) como se observa en el gráfico 9.

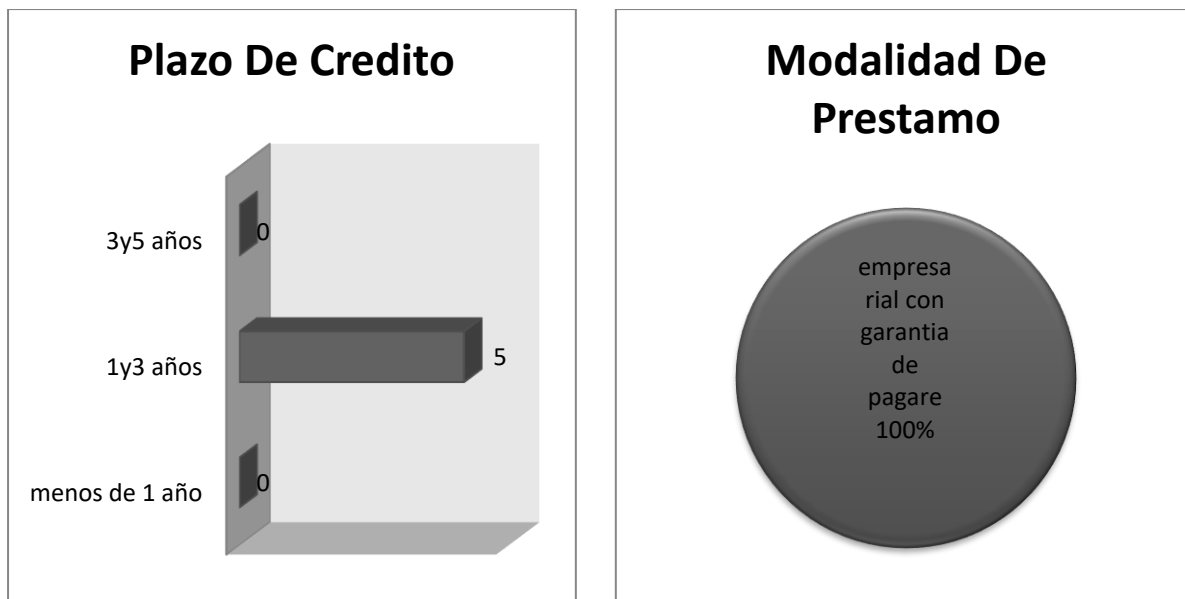


Gráfico 9 Plazo de crédito y modalidad de crédito

Fuente: Elaboración propia

Como se observa en el grafico 10, el 40% de las empresas ha utilizado la financiación del gobierno para la materialización de proyectos, los empresarios que no han utilizado estos mecanismos de financiación dijeron en su mayoría que es por falta de conocimiento y desconfianza en el gobierno por temas de corrupción y burocracia.



Gráfico 10 Financiación con entidades del gobierno

Fuente: Elaboración propia



En cuanto a la tasa de interés, los empresarios no se muestran satisfechos con estas con las cuales toman sus créditos como se observa en el grafico 11, al igual que creen que los montos otorgados por el sistema financiero son insuficientes para financiar la operación de la empresa y materialización de proyectos como se observa en el grafico 12.

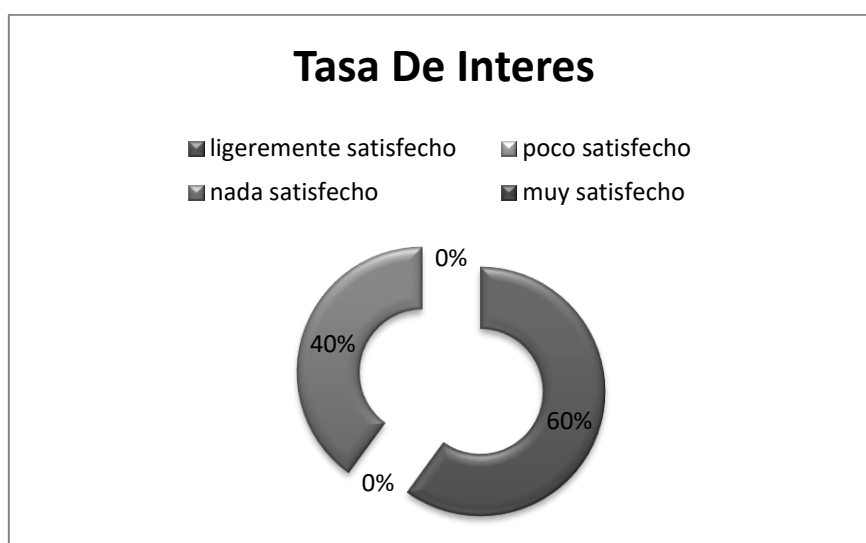


Gráfico 11 Grado de satisfacción sobre la tasa de interés

Fuente: Elaboración propia

Como se observa en el grafico 12, en cuanto a la variable de plazo del crédito (serie 2), el 60% de las empresas están poco satisfecho con el plazo otorgado por las entidades financieras, el 40% está ligeramente satisfecho con el plazo ofrecido por dichas compañías de financiamiento.



Gráfico 12 Grado de satisfacción en cuanto a plazo y montos otorgados

Fuente: Elaboración propia.

Como se observa en el gráfico 13, el grado de satisfacción de trámites de procesos (serie 1), las empresas de tamaño mediano y grandes están muy satisfechas con esta variable, pero, las pequeñas están poco satisfechas o nada satisfechas con los requerimientos necesarios para el otorgamiento de un crédito.

El 100% de la muestra están poco satisfechos con la variable de requisitos solicitados (serie 2). En cuanto al tiempo de respuesta y desembolso (serie 3), en su totalidad las empresas se encuentran satisfechas y creen que las principales limitantes son las tasas de interés, plazo, requisitos y trámites, ellos creen que es muy dispendioso el proceso de otorgamiento de crédito como se observa en el gráfico 13..

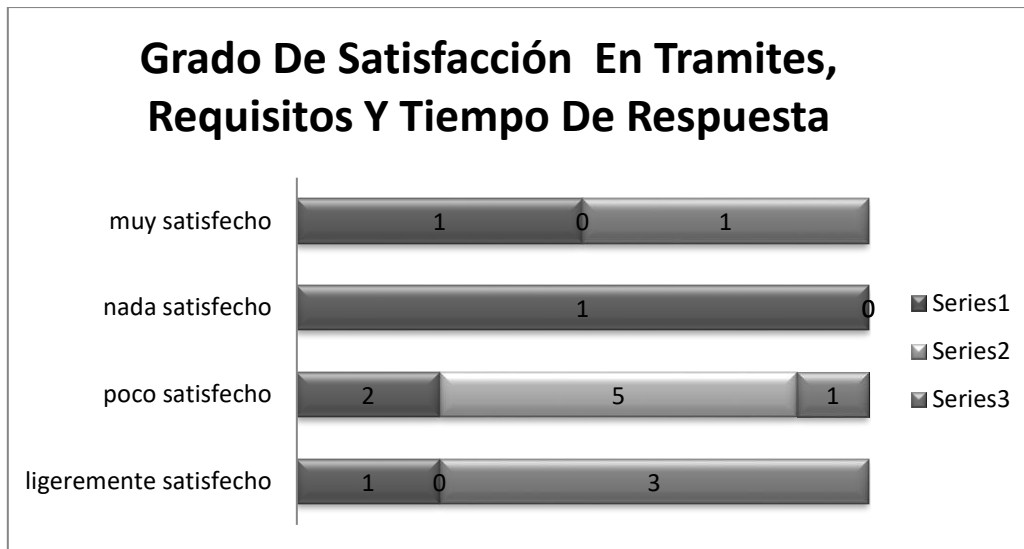


Gráfico 13 Grado de satisfacción en trámites, requisitos y tiempo de respuesta

Fuente: Elaboración propia

En cuanto el interés que tienen las empresas encuestadas de emitir títulos de deuda de corto plazo para la financiación de capital de trabajo un 80% dio respuesta positiva, al igual que la misma cantidad de empresas encuestadas respondieron a que estarían dispuesto a financiarse si estos títulos de corto plazo son negociados por medio de la Bolsa de Valores de Colombia. Y el 100% de las empresas dicen que si el financiamiento por la emisión de títulos ofrece mayores beneficios financieros, tributarios, legales y operativos estarían dispuestos a participar del proceso de emisión de títulos de Renta fija a corto plazo en el mercado de valores colombiano como se observa en el grafico 14.

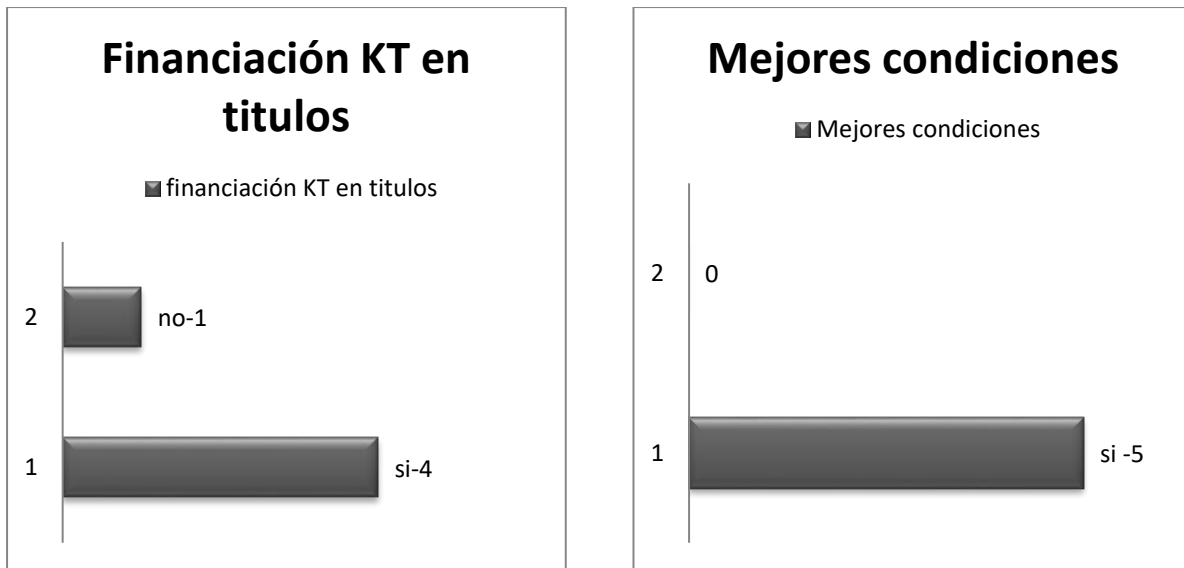


Gráfico 14 Disposición a participar en la emisión de títulos para la financiación de capital de trabajo y emisión en mejores condiciones de financieras, tributarias, legales y operativas

Fuente: Elaboración propia

El 80% de los encuestados dieron respuesta positiva a si estaría dispuesto a ser parte de un fondo colectivo para emitir títulos de renta fija para financiarse por medio de la Bolsa de valores de Colombia. El 60% de las empresas encuestadas responden a que estarían dispuestos al ingreso al mercado de valores colombiano como emisor. En términos generales las empresas encuestadas creen que el hecho de participar en el mercado público de valores le permitiría a la empresa tener mayor liquidez, beneficios tributarios, visibilidad y transparencia dentro del sector lo cual generaría mayor confianza a los inversionistas como se observa en el grafico 15.

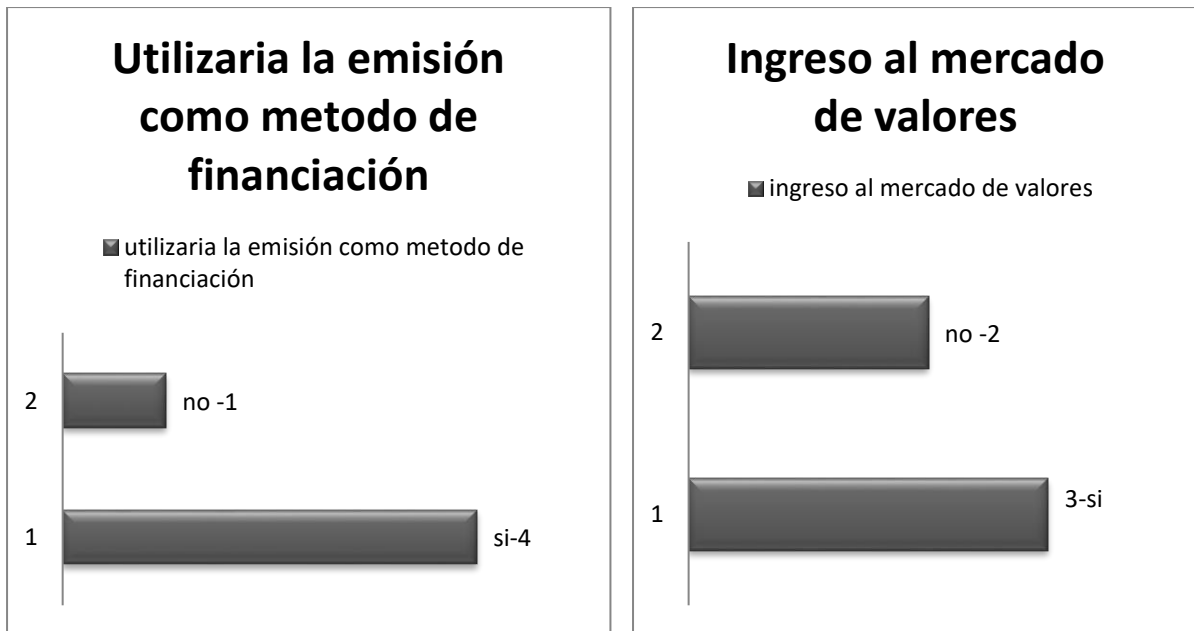


Gráfico 15 Interés para emitir e ingresar al mercado público de valores en cuanto a la emisión de un título renta fija, corto plazo

Fuente: Elaboración propia

Si las empresas emitieran los títulos, estas creen que el estudio financiero de la empresa es un factor determinante para poder emitir además que esa sería una de las principales funciones de la Sociedad Avalista y Administradora SAA de dichos títulos, entre las otras funciones que los empresarios creen que son muy importantes como gestión de la SAA son servicios relacionados con Gobierno Corporativo, educación financiera, y sumamente importante el tema de gestión y administración del riesgo, así como la divulgación de información bursátil para los empresarios.

Las ventajas que pueden identificar dentro de la participación de las empresas en el proceso de emisión de títulos de renta fija a corto plazo, es la asesoría en

gestión del riesgo de las empresas, ya que muchas desconocen el riesgo latente dentro de su organización y no hacen una adecuada administración de este.

El interés de las empresas para ser parte del proyecto piloto: “Estructuración del título de deuda de renta fijo corto plazo de acuerdo a las necesidades del Emisor (Pyme) y necesidades del Inversionista (natural o institucional)” fue de un 86%, a pesar de que la gran mayoría aceptan ser parte del proyecto piloto, a estas instancias del proyecto es muy complicado que las empresas revelen toda la información de tipo financiera relacionada con su empresa, contable, legal, entre otros; además si el proyecto se llegara a efectuar, las empresas que estarían interesadas en ser parte de la sociedad serían las que más necesidad de capital tienen.

Las empresas creen que es importante que dentro de la Sociedad Avalista y Administradora se encuentren servicios de asesoría en la estructura financiera de la empresa y servicios de información financiera actualizada sobre productos de financiación para el corto o largo plazo.

Finalizando el proceso de identificación de interés por parte de las empresas del sector consideran muy necesaria la existencia de una SAA. Que apoye en las Pymes en las decisiones de financiación, y emisión de títulos.

Debido a que la muestra es poco significativa, se optó por tomar los datos de las empresas del sector manufacturero colombiano, segmentado a la población de empresa del subsector de químicos que reportan información en Benchmark,

teniendo en cuenta cuatro de los cinco subsectores que lo conforman y descartando el sector de petroquímicos debido a la falta de normalidad de sus datos, los cuales podrían sesgar mucho más el análisis realizado a continuación.

## **Análisis Sector Químicos En Colombia**

### **Sector laboratorios farmacéuticos**

El sector de laboratorios farmacéuticos hace parte del grupo de sustancias y productos químicos en las cuentas nacionales de Colombia, para finales de 2013 la producción de sustancias y productos químicos represento el 2.3% del PIB nacional.(Sectorial, 2014)

Actualmente esta industria se encuentra en uno de los renglones más destacados de la economía, sin embargo la industria enfrenta grandes retos como el control de precios de los medicamentos, las nuevas políticas del Gobierno, la mejora del acceso de sus productos a la población, las adquisiciones y fusiones entre laboratorios y la entrada de productos biosimilares, entre otros. (Revista Dinero, 2014)

El uso de genéricos por parte de los consumidores de medicamentos ha crecido ampliamente debido a que estos son más económicos, y políticas implementadas por el gobierno por ejemplo que en la actualidad no es exigible a los médicos recetar medicamentos con los nombres de las marcas, y como consecuencia de esto las instituciones de salud pública prefieren dispensar medicamento genéricos, evidencia de esto es que el mercado que esta sostenido por dichos medicamentos a

aumentado a más del 30% durante el primer trimestre de 2014. (el Colombiano, 2014)

A datos del 2012 según el Banco Mundial el gasto en salud como porcentaje del PIB coloca a Colombia en el promedio de países como Ecuador, América latina y el Caribe, por encima de países como Pakistán o India.

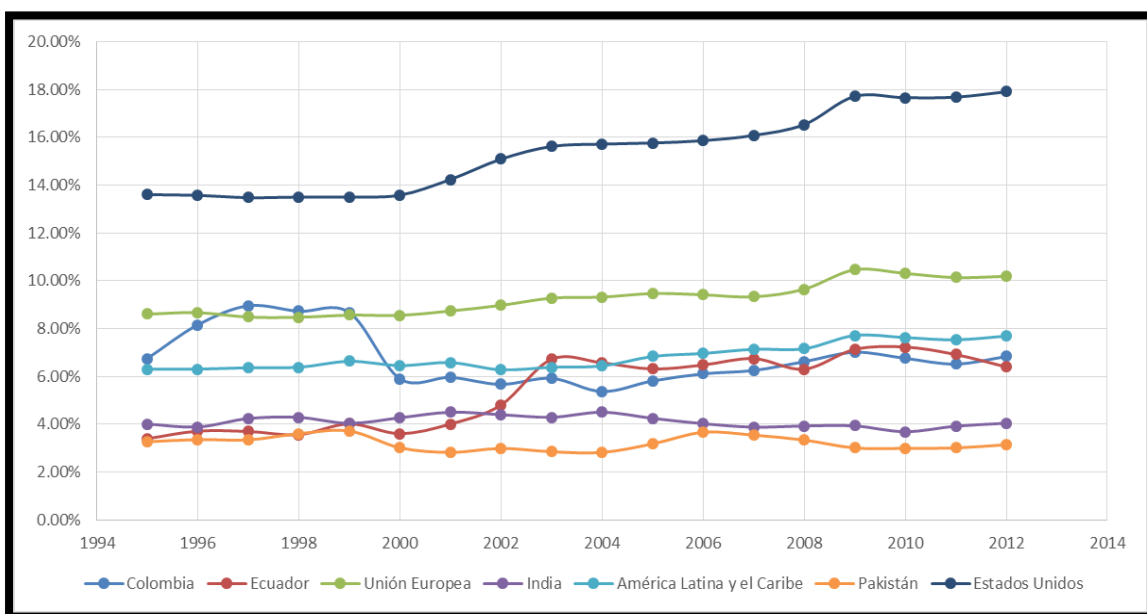


Gráfico 16 Gasto en salud como porcentaje del PIB

Fuente: Banco Mundial

El crecimiento del mercado farmacéutico colombiano entre 2012 y 2013 disminuyó un 4% con respecto al periodo de 2011 – 2012, pero para el 2014 las expectativas de crecimiento del mercado superan un 46% con respecto a los periodos anteriores, datos, los cuales se pueden apreciar de mejor manera en el siguiente gráfico elaborado por Data PMC



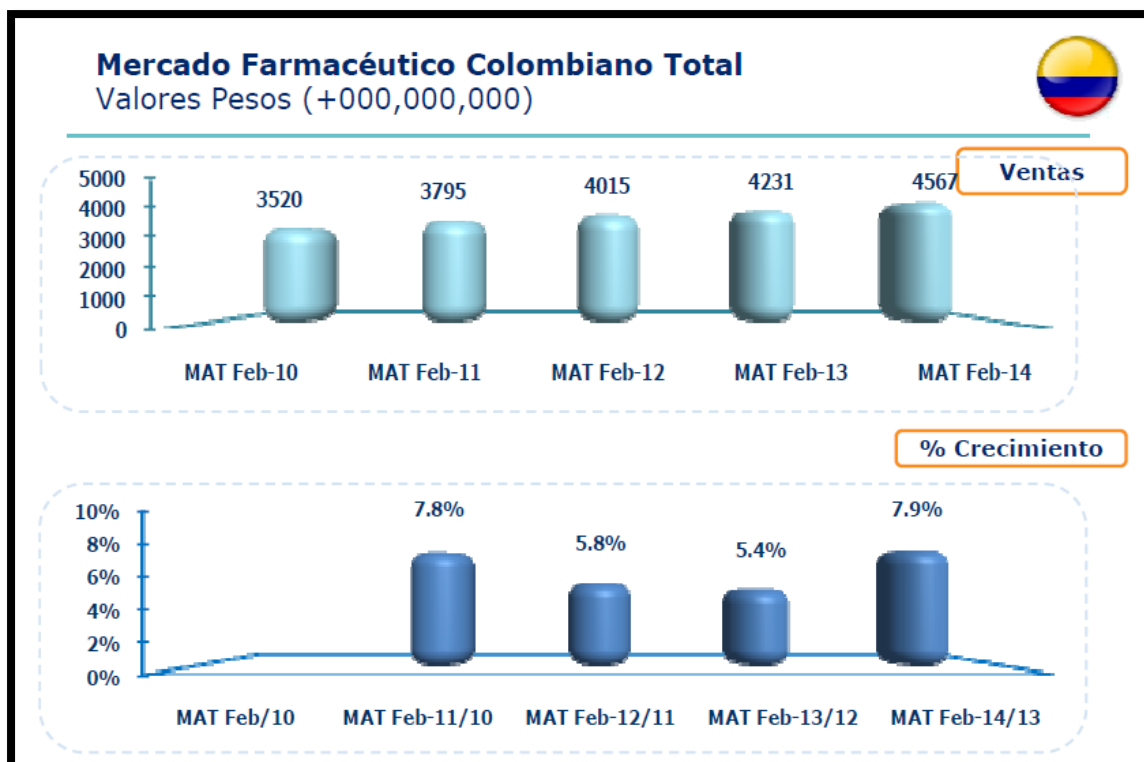


Gráfico 17 Mercado farmacéutico colombiano

Fuente: Data PMC – MAT febrero 2014

El sector farmacéutico tiene bastante fuerza en la balanza comercial del país, y cada año su representación en las exportaciones colombianas ha ido en aumento como se puede evidenciar en el siguiente gráfico, el cual muestra en un periodo de 8 años un crecimiento de más del 85% en las exportaciones totales de la industria farmacéutica Colombiana.

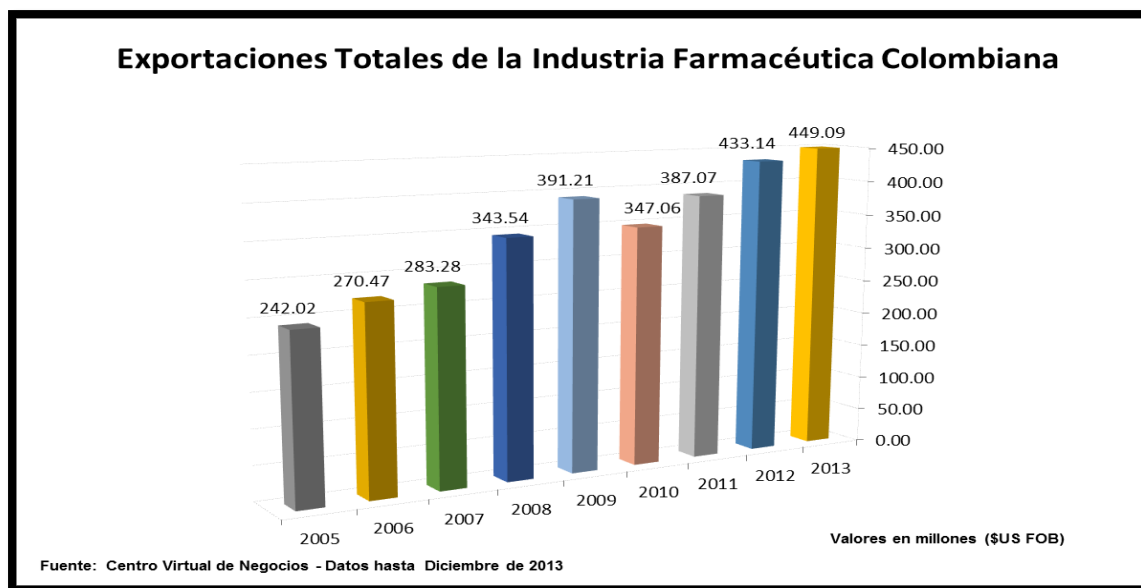


Gráfico 18 Exportaciones totales de la industria farmacéutica colombiana

Fuente: Centro Virtual de Negocios

Los principales destinos para las exportaciones de la industria son Ecuador, Venezuela, Panamá, Perú, y otros países de América Latina y el Caribe.

También se debe tener en cuenta la otra cara de la moneda, para la producción de medicamentos para la industria es necesario importar casi el doble de millones de dólares en materias primas de países como Estados Unidos, China, Alemania, Suiza, entre otros, con respecto al total de exportaciones realizadas, al hacer un pequeño análisis se puede inferir que el país no cuenta con la materia prima necesaria para atender la demanda actual de medicamentos, y el crecimiento acelerado de la industria de medicamentos genéricos. Luego de realizar el análisis de los diferentes aspectos que comprometen la industria farmacéutica, es importante destacar las debilidades, oportunidades, fortalezas y amenazas del sector, los cuales se resumirán en la figura 7.

Fortalezas	Debilidades	Oportunidades	Amenazas
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Pais destino de inversion extranjera, fortalecimiento en las exportaciones.</li> <li>•Ampliacion del plan obligatorio de salud (POS), aumento del GASTO nacional el sector.</li> <li>•Tendencia por mejoramiento de cobertura en los planes de salud, gerenciaci3n de demanda de medicamentos en Latinoamerica.</li> <li>•Innovacion en areas como la oncologia, psiquatria, oncologia, entre otros.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>•Precios comparativamente altos en relaci3n a precios de otros paises.</li> <li>•Gran presencia de medicamentos genericos que poseen menor valor agregado reducen el retorno de la inversion en investigacion e innovacion.</li> <li>•Brechas muy grandes entre el precio de los medicamentos de marca y los genericos.</li> <li>•Falta de innovacion e investigacion</li> <li>•Fallas en infraestructura y planta industrial.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>•Reduccion de impuestos arancelarios debido a los acuerdos de libre comercio entre los paises que importan la mayoria de materias primas en la industria(Estados unidos, Union Europea, entre otros), disminuir el precio de materias primas y aumentar las oportunidades de exportacion de productos terminados.</li> <li>•Incremento en el gasto publico en paises de la regio(ejemplo, planes de vacunacion masiva en paises como argetina, mexico)</li> <li>•Existen grupos de medicamentos en los que el sector no alcanza a suplir la demanda como lo son las medicinas para el cancer. suplir estos segmentos aumentaria las ventas del sector.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>•Las regulaciones por parte de la Comisi3n Nacional de Precios de Medicamentos y Dispositivos medicos implementada desde 2013, puede seliminar varios productos del mercado y alterar el margen de ganancias del sector.</li> <li>•Vencimiento de varias patentes de medicamentos y productos lo cual refuerza el aumento de medicamentos genericos.</li> </ul>

Figura 7 Matriz DOFA sector farmac3utico colombiano

Fuente: Elaboraci3n Propia

El sector farmacéutico es un sector que concentra su producción y ventas en un mínimo de empresas, por lo cual está muy correlacionado con lo que pueda pasar a una o dos empresas en particular, lo que lo hace un sector vulnerable, tiene una necesidad latente de diversificar su competencia, y se pueda desmonopolizar en cierta medida para que el funcionamiento del sector sea óptimo.

Después de analizar cómo se encuentra el subsector laboratorios farmacéuticos, se tomó una muestra de la plataforma de Benchmark en el Laboratorio Financiero de la UNAB, de 30 empresas: 15 grandes y 15 medianas. Después de realizar el análisis financiero (Balance general, estado de resultado y flujo de caja) y depurar la muestra, se obtuvo como resultado 12 empresas medianas y 7 empresas grandes que proporcionan la suficiente información para conocer algunos de sus indicadores y de esta forma tener un concepto más claro de cómo se están apalancando y los niveles de necesidad de KTO para su operación.

En la figura 8 que se muestra a continuación se evidencia los datos obtenidos después de realizar el análisis a las empresas grandes del subsector laboratorios farmacéuticos.

<b>EMPRESAS GRANDES LABORATORIOS FARMACÉUTICOS</b>		
<b>Millones</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>
<b>Total Activos</b>	1.251.031,00	1.113.448,00
<b>KTO (sin efectivo)</b>	465.331,00	392.038,00
<b>KTO (sin efectivo)/Total Activos</b>	37,20%	
<b>Proveedores/kto</b>	39,79%	30,57%
<b>Obligaciones operacionales/kto</b>	15,99%	16,12%
<b>OPERACIONAL</b>	55,78%	46,69%
<b>Obligaciones financieras/kto</b>	17,65%	20,63%
<b>Lo que Colocan los Accionistas</b>	26,57%	32,69%
<b>Ciclo Operacional</b>	315	251
<b>Costo financiero contable</b>	10,75%	
<b>ROE</b>	7,66%	12,76%
<b>ROA</b>	9,49%	12,28%

Figura 8 Análisis financiero de las grandes empresas del sector farmacéutico

Fuente: Elaboración propia

En las empresas grandes de laboratorios farmacéuticos, se observa que en promedio en el año 2013, el KTO se apalanca un 39.79% con proveedores y el 15.99% con obligaciones operacionales, dando como resultado un apalancamiento operacional de la empresa en un 55.79%, porcentaje mayor al que presentó en el año 2012 con 46.69% tal y como se observa en la figura 8.

En el consolidado de KTO, de 465.331 millones en el 2013, las obligaciones financieras apalarcaron el 17.65%, mientras que en el año 2012 de 392.038 millones, las obligaciones financieras apalarcaron el 20.63%. De esta forma los accionistas aportaron un 26.57% en el año 2013 y 32.69% en el año 2012.

Al analizar los indicadores de eficiencia se pudo promediar el ciclo operacional con resultado de 315 días y se evidenció que hay necesidad de financiación para

capital trabajo, por lo cual hay oportunidad de emitir a un plazo promedio que oscila entre 360 días.

En proporción estas compañías en el 2013 tuvieron activos por 1.251.031 millones, de los cuales requieren en KTO (sin efectivo) 465.331 millones. Por lo tanto esta cifra representa el 37.20% de los activos totales en KTO, es decir requieren capital de trabajo. En cuanto al costo financiero contable en promedio les cuesta a las empresas una tasa del 10,75%, un porcentaje bastante significativo. Finalmente en el 2013 los indicadores de rentabilidad demuestran que en promedio el 9.49% de la operación les queda a los accionistas y que el 7.66% de los activos se están utilizando para la operación.

Por otra parte se encuentran las empresas medianas de laboratorios farmacéuticos; al igual que en las empresas grandes, en la figura 9 se evidencia los datos obtenidos después de realizar el análisis de este subsector.

<b>EMPRESAS MEDIANAS LABORATORIOS FARMACÉUTICOS</b>		
<b>Millones</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>
<b>Total Activos</b>	89.924,00	79.755,00
<b>KTO (sin efectivo)</b>	45.640,00	41.892,00
<b>KTO (sin efectivo)/Total Activos</b>	50,75%	
<b>Proveedores/kto</b>	15,53%	16,59%
<b>Obligaciones operacionales/kto</b>	28,71%	31,72%
<b>OPERACIONAL</b>	44,24%	48,31%
<b>Obligaciones financieras/kto</b>	14,36%	12,41%
<b>Lo que Colocan los Accionistas</b>	41,40%	39,28%
<b>Ciclo Operacional</b>	228	234
<b>Costo financiero contable</b>	11,50%	-
<b>ROA</b>	11,75%	14,27%
<b>ROE</b>	12,07%	10,37%

Figura 9 Análisis financiero de las medianas empresas del sector farmacéutico

Fuente: Elaboración propia

En estas empresas se observa que en promedio en el año 2013, el KTO se apalanca un 15.53% de proveedores y el 28.71% con obligaciones operacionales, dando como resultado un apalancamiento operacional de la empresa en un 44.24%, porcentaje menor al que presentó en el año 2012 con 48.31% tal y como se observa en la figura 9.

En el consolidado de KTO, de 45.640 millones en el 2013, las obligaciones financieras apalancaron el 14.36%, mientras que en el año 2012 de 41.892 millones las obligaciones financieras apalancaron el 12.41%. De esta forma los accionistas aportaron un 41.40% en el 2013 y 39.28% en el 2012.

Al analizar los indicadores de eficiencia se pudo promediar el ciclo operacional con resultado de 228 días y se evidenció que hay necesidad de financiación para capital trabajo, por lo cual hay oportunidad de emitir a un plazo promedio que oscila entre 270 días.

En proporción estas compañías en el 2013 tuvieron activos por 89.924 millones, de los cuales requieren en KTO (sin efectivo) 45.640 millones. Por lo tanto esta cifra representa el 50,75% de los activos totales, aunque es menor al de las empresas medianas sigue siendo significativo, en KTO. En cuanto al costo financiero contable en promedio les cuesta a las empresas una tasa del 11.50%, un porcentaje mayor de lo que les cuesta a las empresas grandes en 75p.b. Finalmente en el 2013 los indicadores de rentabilidad demuestran que en promedio el 12.07% de la operación

les queda a los accionistas y que el 11.75% de los activos se están utilizando para la operación. En este subsector de empresas medianas se observa que el ROE y el ROA en comparación con las empresas grandes es mayor.

### Sector línea hogar y aseo

Este sector está compuesto por tres subsectores: Cosméticos, Aseo y Absorbentes, para el 2013 el sector cosmético representó un 52% de la producción, aseo un 27% y absorbentes un 21% según el gráfico 19.

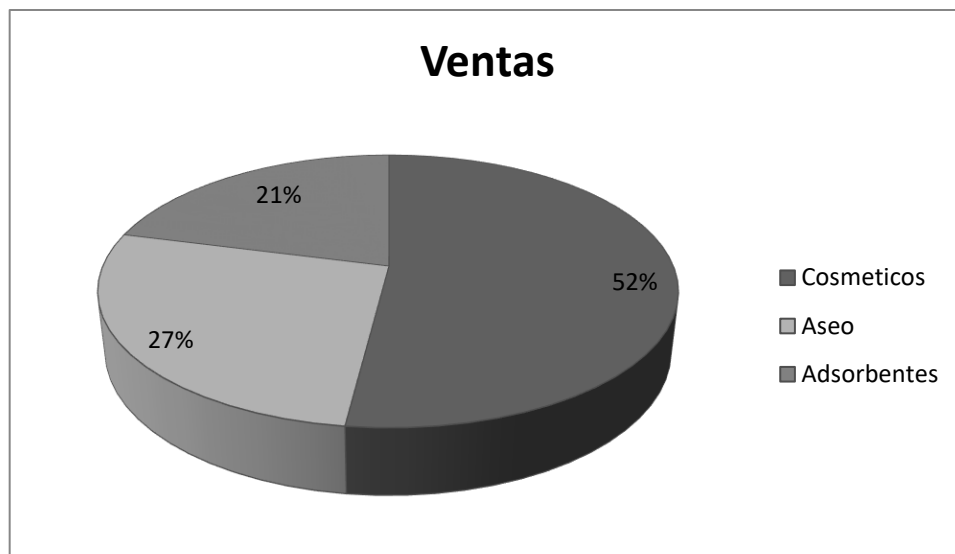


Gráfico 19 Participación en ventas dentro del subsector línea hogar y aseo

Fuente: DANE; Cálculos: ANDI; Elaboración: Propia

Desde el año 2000 el sector ha experimentado un crecimiento en términos de producción, ventas y comercio exterior, se ha caracterizado por ser un sector heterogéneo en tamaño, características tecno productivas, líneas de producción, como el gran número de empresas que lo componen.



En materia de comercio exterior el sector ha presentado un crecimiento como se observa en el gráfico 20, pasando de USD \$ 65.6 millones en 1996 a USD\$ 938.88 millones en 2013, de los cuales un 63% corresponde a cosméticos, 25% a Absorbentes y el 12% restante a la línea de aseo. Los principales países a los cuales la industria exporta son Ecuador, Perú, Venezuela, entre otros. (Cámara de Cosméticos y Aseo-ANDI).



Gráfico 20 Balanza comercial del sector línea hogar y aseo

Fuente: DANE; Elaboración: ANDI

La tendencia en aumento de las exportaciones de cosméticos y productos de aseo y adsorbentes en los próximos años se pronostica continuar con esta tendencia debido a los acuerdos comerciales vigentes con Chile, México, CAN,

Mercosur, Estados Unidos, entre otros.

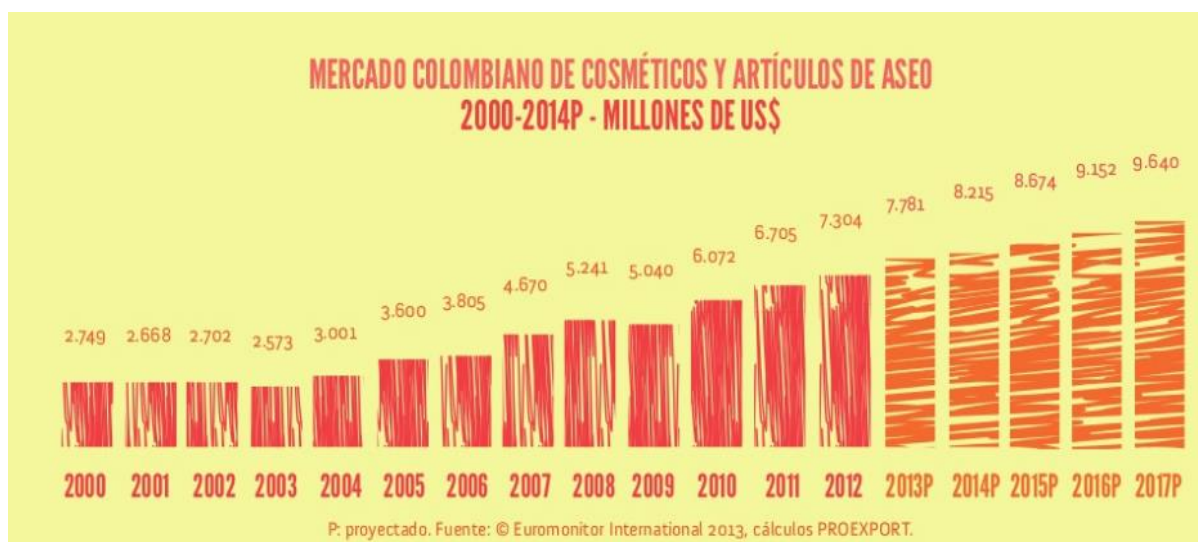


Gráfico 21 Evolución del mercado colombiano de cosméticos y artículos de aseo

Fuente: Euromonitor internacional 2013, Cálculos: PROEXPORT

En el gráfico 21, Colombia cuenta con excelentes condiciones para seguir desarrollando el sector y poder proyectarlo como un sector competitivo a nivel mundial, por lo cual los empresarios del sector deberán realizar inversiones e instalar centros de investigación y desarrollo, además de nuevos puntos de producción y distribución.

Según PROEXPORT el consumo por parte de los hombres y adolescentes viene creciendo, y se espera que para el próximo año el mercado masculino tenga una participación del 25% de la torta, y para 2016 el consumo de los adolescentes llegue al 10%. Además que el desarrollo del sector está favorecido por la ubicación geográfica del país y por lo mismo tiene acceso preferencial a más de 1.500 millones de consumidores en el mundo. No se puede descartar que la balanza comercial para el sector sea superavitaria.

Luego de realizar el análisis de los diferentes aspectos que comprometen la industria cosmética, aseo y absorbentes, es importante destacar las debilidades, oportunidades, fortalezas y amenazas del sector, los cuales se resumirán en la figura 10.

<b>Fortalezas</b>	<b>Debilidades</b>	<b>Oportunidades</b>	<b>Amenazas</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Es un sector organizado, el cual tiene encadenamientos hacia atrás con el sector de químicos básicos y agroindustria, y hacia adelante, con el sector de empaques y envases.</li> <li>* Las empresas del sector invierten en investigación e innovación, lo cual favorece el desarrollo técnico de los procesos de producción.</li> <li>• Alianzas con el sector público para la promoción del sector y establecimientos de centros de investigación.</li> <li>• Proyecciones de crecimiento favorable en el largo plazo.</li> <li>• Amplia diversificación y gran calidad en los productos.</li> <li>• Existencias de asociaciones gremiales que representan y hacen seguimiento al sector.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Las redes para transportar los insumos y productos finales no son las mejores.</li> <li>• La elaboración de productos de aseo posee un alto impacto ambiental que hace incurrir en costos adicionales a la industria.</li> <li>• Algunos países que son potenciales clientes restringen el acceso de productos del sector extranjero, imponiendo registros sanitarios como es el caso de Europa.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Acuerdos Comerciales con otros países de Centro y Suramérica podrían ampliar el principal mercado de destino de las exportaciones del sector.</li> <li>• El posicionamiento de marca por parte de las políticas de responsabilidad ambiental es importante para las ventas a nivel nacional e internacional, por medio de la implementación de estas medidas podría mejorar las ventas del sector.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Fuertes cambios climáticos como el fenómeno del niño y la niña afectan el costo de las materias primas y su disponibilidad.</li> <li>• La apreciación del peso colombiano disminuye los márgenes de rentabilidad sobre las ventas en el extranjero.</li> </ul>

Figura 10 Matriz DOFA sector línea hogar y aseo

Fuente: Elaboración propia.

Después de analizar cómo se encuentra el subsector línea hogar y aseo, se tomó una muestra de la plataforma de Benchmark en el Laboratorio Financiero de la UNAB, de 30 empresas: 15 grandes y 15 medianas. Después de realizar el análisis financiero (Balance general, estado de resultado y flujo de caja) y depurar la muestra, se obtuvo como resultado 7 empresas medianas y 2 empresas grandes que proporcionan la suficiente información para conocer algunos de sus indicadores y de esta forma tener un concepto más claro de cómo se están apalancando y los niveles de necesidad de KTO para su operación.

En la figura 11 que se muestra a continuación se evidencia los datos obtenidos después de realizar el análisis a las empresas grandes del subsector línea hogar y aseo.

<b>EMPRESAS GRANDES PRODUCTOS LÍNEA HOGAR Y ASEO</b>		
<b>Millones</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>
<b>Total Activos</b>	736.247,00	759.113,00
<b>KTO (sin efectivo)</b>	400.299,00	438.875,00
<b>KTO (sin efectivo)/Total Activos</b>	54,37%	
<b>Proveedores/kto</b>	24,16%	27,54%
<b>Obligaciones operacionales/kto</b>	18,83%	19,38%
<b>OPERACIONAL</b>	43,00%	46,93%
<b>Obligaciones financieras/kto</b>	45,54%	37,29%
<b>Lo que Colocan los Accionistas</b>	11,46%	15,78%
<b>Ciclo Operacional</b>	177	197
<b>Costo financiero contable</b>	6,01%	
<b>ROA</b>	7,78%	11,59%
<b>ROE</b>	7,49%	13,32%

Figura 11 Análisis financiero de las grandes empresas del sector línea hogar y aseo

Fuente: Elaboración propia

En las empresas grandes de productos línea hogar y aseo, se observa que en promedio en el año 2013, el KTO se apalanca un 24,16% con proveedores y el 18,83% de obligaciones operacionales, dando como resultado un apalancamiento operacional de la empresa en un 43.00%, porcentaje menor al que presentó en el año 2012 con 46,93% tal y como se observa en la figura 11.

En el consolidado de KTO, de 400.299 millones en el 2013, las obligaciones financieras apalancaron el 45,54%, mientras que en el año 2012 de 438.875 millones, las obligaciones financieras apalancaron el 37,29%. De esta forma los accionistas aportaron un 11,46% en el año 2013 y 15,78% en el año 2012.

Al analizar los indicadores de eficiencia se pudo promediar el ciclo operacional con resultado de 177 días y se evidenció hay necesidad de financiación para capital trabajo, por lo cual hay oportunidad de emitir a un promedio que oscila entre 180 días.

En proporción estas compañías en el 2013 tuvieron activos por 736.427 millones, de los cuales requieren en KTO (sin efectivo) 400.299 millones. Por lo tanto esta cifra representa el 54,37% de los activos totales en KTO, es decir requieren capital de trabajo. En cuanto al costo financiero contable en promedio les cuesta a las empresas una tasa del 6,01%. Finalmente en el 2013 los indicadores de rentabilidad demuestran que en promedio el 7,49% de la operación les queda a los accionistas y que el 7,78% de los activos se están utilizando para la operación.

Por otra parte se encuentran las empresas medianas de productos línea hogar y aseo, al igual que en las empresas grandes, en la figura 12 se evidencia los datos obtenidos después de realizar el análisis de este subsector.

<b>EMPRESAS MEDIANAS LINEA HOGAR Y ASEO</b>		
<b>Millones</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>
<b>Total Activos</b>	52.789,00	52.142,00
<b>KTO (sin efectivo)</b>	9.940,00	7.725,00
<b>KTO (sin efectivo)/Total Activos</b>	56,72%	
<b>Proveedores/kto</b>	27,88%	28,67%
<b>Obligaciones operacionales/kto</b>	20,51%	36,69%
<b>OPERACIONAL</b>	48,39%	65,35%
<b>Obligaciones financieras/kto</b>	20,62%	29,03%
<b>Lo que Colocan los Accionistas</b>	30,99%	5,62%
<b>Ciclo Operacional</b>	182	198
<b>Costo financiero contable</b>	27,31%	
<b>ROA</b>	14,81%	14,63%
<b>ROE</b>	9,77%	11,54%

Figura 12 Análisis financiero medianas empresas del sector línea hogar y aseo

Fuente: Elaboración propia

En estas empresas se observa que en promedio en el año 2013, el KTO se apalanca un 27,88% de proveedores y el 20,51% con obligaciones operacionales, dando como resultado un apalancamiento operacional de la empresa en un 48,39%, porcentaje menor al que presentó en el año 2012 con 65,35% tal y como se observa en la figura 12.

En el consolidado de KTO, de 9.940 millones en el 2013, las obligaciones financieras apalancaron el 20,62%, mientras que en el año 2012 de 7.725 millones las obligaciones financieras apalancaron el 29,03%. De esta forma los accionistas aportaron un 30,99% en el 2013 y 5,62% en el 2012.

Al analizar los indicadores de eficiencia se pudo promediar el ciclo operacional con resultado de 182 días y se evidenció que hay necesidad de financiación para capital trabajo, por lo cual hay oportunidad de emitir a un promedio que oscila entre 270 días.

En proporción estas compañías en el 2013 tuvieron activos por 52.789 millones, de los cuales requieren en KTO (sin efectivo) 9.940 millones. Por lo tanto esta cifra representa el 56,72% de los activos totales en KTO. En cuanto al costo financiero contable en promedio les cuesta a las empresas una tasa del 27,31%, un porcentaje mayor de lo que les cuesta a las empresas grandes. Finalmente en el 2013 los indicadores de rentabilidad demuestran que en promedio el 9,77% de la operación les queda a los accionistas y que el 14,81% de los activos se están utilizando para la operación. En este subsector de empresas medianas se observa que el ROE y ROA en comparación con las empresas grandes es mayor.

### **Sectores químicos y derivados**

Este sector comprende sustancias químicas básicas, abonos, compuestos inorgánicos nitrogenados, plásticos en formas primarias y no primarias, caucho sintético, plaguicidas y agroquímicos, pinturas, barnices, jabones, productos de tocador, limpiadores, fibras sintéticas, entre otros.

El sector a nivel nacional ocupó para el 2012 la posición 40 en el ordenamiento de los 83 sectores del país. Posición que se ve reflejada en el 1.5% de participación del sector en el PIB nacional de este mismo año y a su vez con una representación



del 12.4% del PIB industrial, por otra parte el año 2013 no tuvo un buen inicio, ya que tuvo una variación negativa del 4.5% Respecto al mismo periodo del año anterior como se muestra en el gráfico 22.

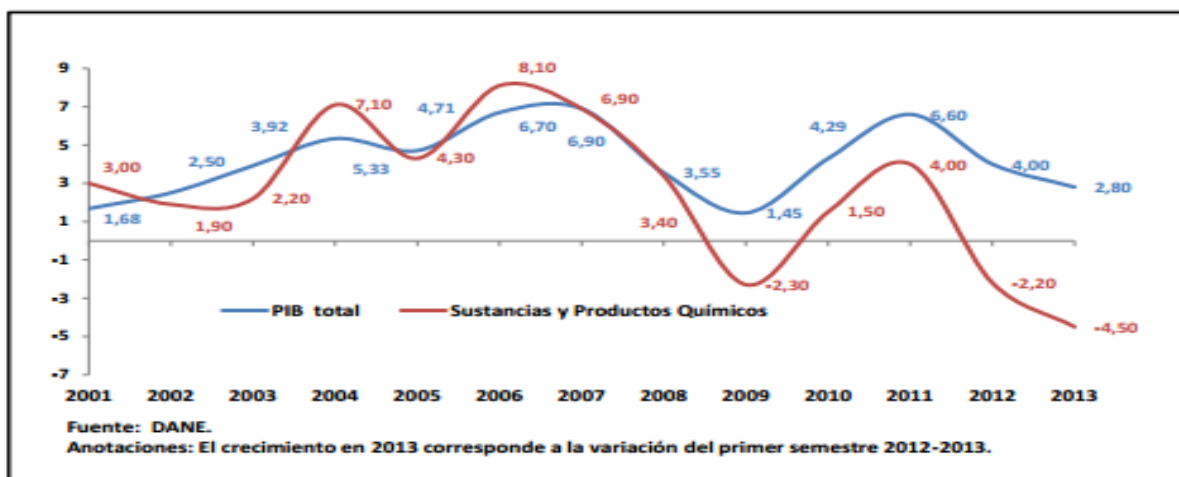


Gráfico 22 Tasa de Crecimiento del PIB de Sustancias y productos Químicos Vs PIB Total

Fuente: DANE

El bajo desempeño que se evidencia es debido a las políticas gubernamentales avaladas por el Ministerio de Agricultura las cuales favorecieron las importaciones de fertilizantes, fungicidas, herbicidas e insecticidas, lo que trajo una depresión en el sector de agroquímicos.

En el grafico 23 muestra como las ventas en el sector han presentado en los últimos años un decrecimiento, se espera, que el sector mejore a medida que aumente el valor del dólar con respecto al peso para que de esta manera se pueda reactivar el crecimiento industrial e incrementar la demanda de insumos químicos del país.



Gráfico 23 Crecimiento en ventas del sector químicos y derivados

Fuente: Benchmark

Durante los últimos años Colombia ha invertido alrededor de 300 millones de dólares en importación de productos químicos utilizados como materia prima de sus fábricas y la industria agrícola de acuerdo con un estudio realizado por el Centro Virtual de Negocios (CNV), las principales empresas importadoras del sector son Monómeros Colombo Venezolano S.A y Carboquímica S.A, los principales productos importados por estas empresas son materias primas para la elaboración de fertilizantes y además de productos industriales como yeso, utilizado para el cemento y sulfato de sodio.

Los países en los cuales generalmente vienen los productos que se importan son Estados Unidos siendo el Fosfato Diamónico el principal producto que se importa desde Norteamérica, otros países como Trinidad y Tobago, luego de Lituania, aunque cabe resaltar que China es un importador potencial, pero a partir de 2009 las importaciones por parte de este país han disminuido, las importaciones más

representativas que hace el sector son el productos como el Óxido de Magnesio el cual se utiliza para la elaboración de productos que absorban la humedad, y el Azufre la cual es utilizada para la producción de ácido de baterías, fabricación de pólvora y la vulcanización del caucho. (CNV, 2010)

En el transcurso del año 2012 el subsector de sustancias químicas y sus derivados exportó cerca de USD \$3.428,7 millones. Esta cifra representa el 5.6% de las exportaciones totales. De igual forma se observa que las importaciones alcanzaron un monto de USD \$9.835,4 millones con lo que representaron el 17.6% de las exportaciones agregadas. Al observar que las exportaciones fueron menores a las importaciones se presenta un déficit comercial en el sector el cual alcanzo un monto del USD \$6029.3 millones, como se muestra en el grafico 25.

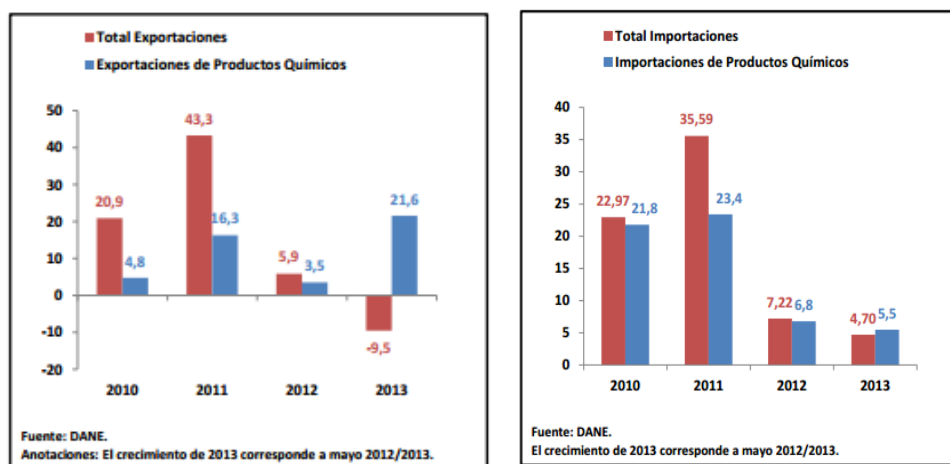


Gráfico 24 Tasas de crecimiento en exportaciones e importaciones del sector de productos químicos y derivados

Fuente: DANE

En cuanto a las razones de endeudamiento, estas se utilizan para analizar la estructura financiera de la empresa y su capacidad de cumplir con compromisos con terceros. También son útiles para medir la habilidad para cubrir intereses de deuda.

En el gráfico 25, el sector de productos químicos y derivados disminuyó la tasa de endeudamiento, pasando de 43.1% en el 2011 a 41.7% en el 2012. Aunque se presentó esta caída en endeudamiento se observa que el subsector tiene un porcentaje significativo de endeudamiento lo cual quiere decir que necesitan alternativas de financiación.

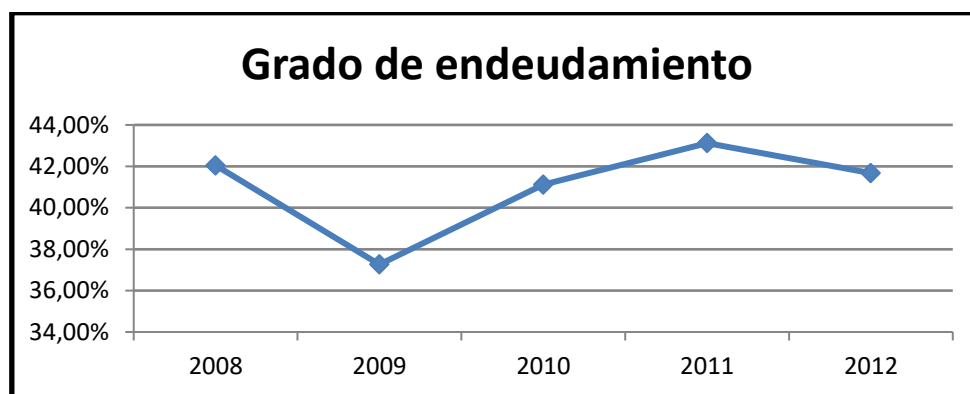


Gráfico 25 Grado de endeudamiento del sector químicos y derivados periodo 2008-2012

Fuente: Benchmark

Luego de realizar el análisis de los diferentes aspectos que comprometen la industria químicos y derivados, es importante destacar las debilidades, oportunidades, fortalezas y amenazas del sector, los cuales se resumirán en la figura 13.

Fortalezas	Debilidades	Oportunidades	Amenazas
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Los productos del sector se extienden a varios grupos de la economía como (agroquímicos, abonos, fertilizantes, herbicidas, insecticidas, entre otros)</li> <li>• Es un sector con ecadenamientos fuertes hacia adelante con sectores como la construcción, caucho, refinamiento de petróleo, agroindustria, textiles, entre otros.</li> <li>• Existen un alto número de patentes aprobadas de ingeniería química.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Existe muy poca asociación dentro de todos los subsectores de la industria química.</li> <li>• Los impactos ambientales son muy grandes, por lo cual las empresas incurren en mayores costos de producción.</li> <li>• No existe coordinación en materia investigativa entre los entes públicos y universidades.</li> <li>• Es una industria la cual requiere altos costos de entrada y de mantenimiento del equipo industrial, los cuales presentan respaldo por las políticas públicas de financiamiento y apoyo financiero.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Desarrollo de políticas de responsabilidad ambiental, los cuales favorecen la calificación sanitaria de los productos del sector, para poder ser reconocidos a nivel internacional.</li> <li>• Incremento de la cobertura de los planes de salud a nivel nacional, lo cual dinamiza la producción de productos farmacéuticos.</li> <li>• Nuevas tendencias internacionales en cuanto al uso de extractos orgánicos y nacionales.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Políticas de cero arancel para las importaciones directas de agroquímicos, afecta directamente la producción de estos productos en el país.</li> <li>• Las firmas de tratados de libre comercio como por ejemplo con Corea del Sur eliminan todos los impuestos aduaneros para la importación de químicos al país.</li> </ul>

Figura 13 Matriz DOFA sector químico y derivados

Fuente: Elaboración Propia

Después de analizar cómo se encuentra el subsector químicos y derivados, se tomó una muestra de la plataforma de Benchmark en el Laboratorio Financiero de la UNAB, de 30 empresas: 15 grandes y 15 medianas. Después de realizar el análisis financiero (Balance general, estado de resultado y flujo de caja) y depurar la muestra, se obtuvo como resultado 12 empresas medianas y 8 empresas grandes que proporcionan la suficiente información para conocer algunos de sus indicadores y de esta forma tener un concepto más claro de cómo se están apalancando y los niveles de necesidad de KTO para su operación.

En la figura 14 que se muestra a continuación se evidencia los datos obtenidos después de realizar el análisis a las empresas medianas del subsector químicos y derivados.

<b>EMPRESAS MEDIANAS QUÍMICOS Y DERIVADOS</b>		
<b>Millones</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>
<b>Total Activos</b>	125.638	121.299
<b>KTO (sin efectivo)</b>	65.320	63.609
<b>KTO(Sin efectivo)/Total Activos</b>	51,99%	52,44%
<b>Proveedores/kto</b>	26,46%	18,69%
<b>Obligaciones operacionales/kto</b>	17,28%	12,52%
<b>OPERACIONAL</b>	43,74%	31,21%
<b>Obligaciones financieras/kto</b>	15,07%	23,49%
<b>Lo que Colocan los Accionistas</b>	41,19%	45,30%
<b>Ciclo Operacional</b>	246	222
<b>Costo financiero contable</b>	12,92%	-
<b>ROE</b>	7,44%	9,94%
<b>ROA</b>	9,44%	8,43%

Figura 14 Análisis financiero de las medianas empresas sector químico y derivado

Fuente: Elaboración Propia

En las empresas medianas de químicos y derivados, se observa que en promedio en el año 2013, el KTO se apalanca un 26,46% con proveedores y el 17,28% con obligaciones operacionales, dando como resultado un apalancamiento operacional de la empresa en un 43,74%, porcentaje mayor al que presentó en el año 2012 con 31,21% tal y como se observa en la figura 14.

En el consolidado de KTO, de 65.320 millones en el 2013, las obligaciones financieras apalancaron el 15,07%, mientras que en el año 2012 de 63.609 millones las obligaciones financieras apalancaron el 23,49%. De esta forma los accionistas aportaron un 41,19% en el año 2013 y 45,30% en el año 2012.

Al analizar los indicadores de eficiencia se pudo promediar el ciclo operacional con resultado de 246 días y se evidenció que hay necesidad de financiación para capital trabajo, por lo cual hay oportunidad de emitir a un promedio que oscila entre 270 días.

En proporción estas compañías en el 2013 tuvieron activos por 125.638 millones, de los cuales requieren en KTO (sin efectivo) 65.320 millones. Por lo tanto esta cifra representa el 51,99% de los activos en KTO, es decir requieren capital de trabajo. En cuanto al costo financiero contable en promedio les cuesta a las empresas una tasa del 12,92%. Finalmente en el 2013 los indicadores de rentabilidad demuestran que en promedio el 7,44% de la operación les queda a los accionistas y que el 9,44% de los activos se están utilizando para la operación.

Por otra parte se encuentran las empresas grandes de químicos y derivados, como en las empresas medianas también se analizó al subsector, en la figura 15 que se presenta a continuación se evidencia los resultados.

<b>EMPRESAS GRANDES QUÍMICOS Y DERIVADOS</b>		
<b>Millones</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>
<b>Total Activos</b>	1.311.482	1.211.634
<b>KTO (sin efectivo)</b>	584.478	508.351
<b>KTO(Sin efectivo)/Total Activos</b>	44,57%	41,96%
<b>Proveedores/kto</b>	20,89%	19,64%
<b>Obligaciones operacionales/kto</b>	18,20%	22,93%
<b>OPERACIONAL</b>	39,09%	42,56%
<b>Obligaciones financieras/kto</b>	20,04%	26,36%
<b>Lo que Colocan los Accionistas</b>	40,87%	31,07%
<b>Ciclo Operacional</b>	180	182
<b>Costo financiero contable</b>	4,90%	-
<b>ROE</b>	11,42%	13,08%
<b>ROA</b>	11,13%	11,94%

Figura 15 Análisis financiero grandes empresas del sector químicos y derivados

Fuente: Elaboración Propia

En estas empresas se observa que en promedio en el año 2013, el KTO se apalanca un 20,89% de proveedores y el 18,20% con obligaciones operacionales, dando como resultado un apalancamiento operacional de la empresa en un 39,09%, porcentaje menor al que presentó en el año 2012 con 42,56% tal y como se observa en la figura 15.

En el consolidado de KTO, de 584.478 millones en el 2013, las obligaciones financieras apalancaron el 20,04%, mientras que en el año 2012 de 508.351



millones las obligaciones financieras apalancaron el 26,36%. De esta forma los accionistas aportaron un 40,87% en el 2013 y 31,07% en el 2012.

Al analizar los indicadores de eficiencia se pudo promediar el ciclo operacional con resultado de 180 días y se evidenció que hay necesidad de financiación para capital trabajo, por lo cual hay oportunidad de emitir a un promedio que oscila entre 180 días.

En proporción estas compañías en el 2013 tuvieron activos por 1.311.482 millones, de los cuales requieren en KTO (sin efectivo) 584.478 millones. Por lo tanto esta cifra representa el 44,57% de los activos totales, aunque es menor al de las empresas medianas sigue siendo significativo en KTO, es decir necesitan capital de trabajo. En cuanto al costo financiero contable en promedio les cuesta a las empresas una tasa del 4,90%, un porcentaje mucho menor de lo que les cuesta a las empresas medianas. Finalmente en el 2013 los indicadores de rentabilidad demuestran que en promedio el 11,42% de la operación les queda a los accionistas y que el 11,13% de los activos se están utilizando para la operación. En las dos rentabilidades (ROA y ROE) se observa que en las empresas grandes del subsector químicos y derivados son mayores en comparación de las empresas medianas.

### **Sector Tinturas y Pinturas**

El sector de tinturas y pinturas, barnices y lacas tiene una alta correlación con algunos sectores industriales y al de la construcción, por esto mismo es que se puede observar que en la última década, la cadena productiva del sector ha

presentado una participación en la producción industrial del 1.3% y de empleo de 0.43% según los datos suministrados por Benchmark. Durante este periodo se pudo observar un comportamiento atípico del sector, esto es debido a los altibajos en el ciclo de la construcción, ya que esto repercute directamente sobre la demanda de este sector.

A demás de que la oferta de pinturas en Colombia este asociada con el ciclo de la construcción, también cabe resaltar que el sector abastece la demanda de sectores como metalmecánica, automotor, plásticos, fabricación de muebles, entre otros.

Para el 2011 el sector de pinturas y tinturas se calificó dentro del tercer cuartil, ocupando la posición 47 en el ordenamiento de los 84 sectores. De acuerdo con los indicadores de rentabilidad que presenta el sector en la base de datos de Benchmark este podría conseguir una mejor ubicación.

Según datos de Benchmark, en el gráfico 26, al cierre de 2011 la producción de productos refinados del petróleo representó el 1.68% del PIB nacional y el 13.4% del PIB industrial, este es un sector que se ve afectado altamente por las fluctuaciones de los precios del petróleo, otros metales y ciertos insumos naturales y procesados.

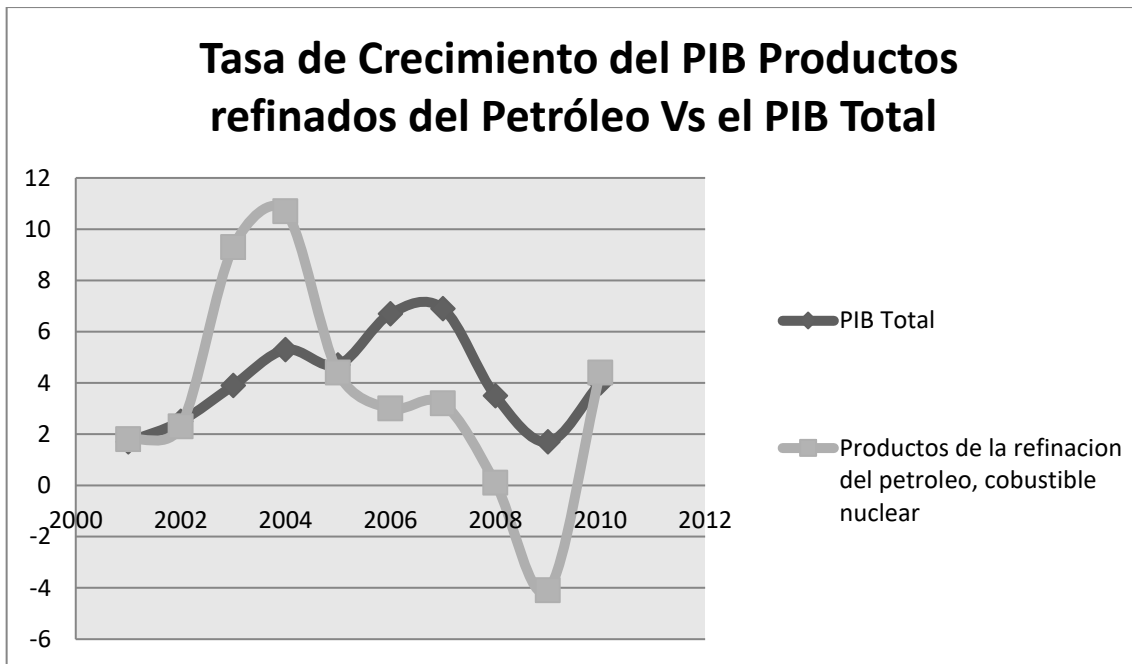


Gráfico 26 Tasa de Crecimiento del PIB Productos refinados del Petróleo Vs el PIB Total

Fuente: DANE – Cálculos: BPR Benchmark

Como se puede ver en el gráfico 27, aunque el sector de productos refinados del petróleo no ha presentado un buen crecimiento, la industria de tinturas y pinturas ha tenido un buen dinamismo debido al desempeño del sector construcción, lo cual registro un aumento del 5%.

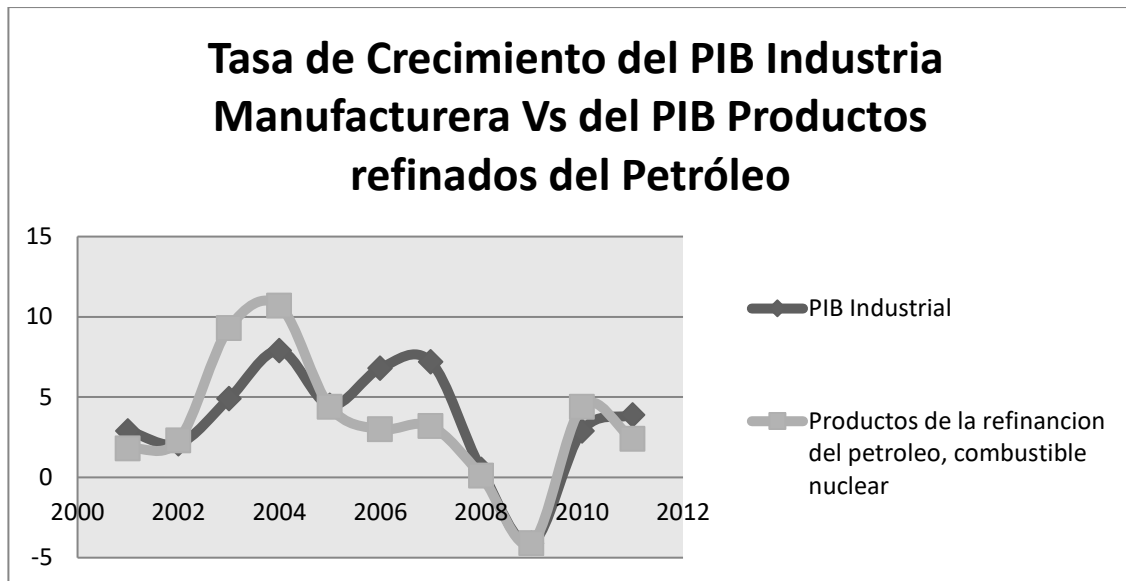


Gráfico 27 Tasa de Crecimiento del PIB Industria Manufacturera Vs del PIB

Productos refinados del Petróleo

Fuente: DANE – Cálculos: BPR Benchmark

Para 2011 el subsector de los productos derivados del petróleo participo con el 8.6% del total de exportaciones colombianas, y cabe resaltar que el crecimiento que este porcentaje de participación se ha logrado desde 2008.

Al cierre de 2011 las ventas finalizaron en 2.26%, una disminución en ventas del 38% con respecto al 5.94% de crecimiento de las mismas en 2010 como se observa en el gráfico 28.

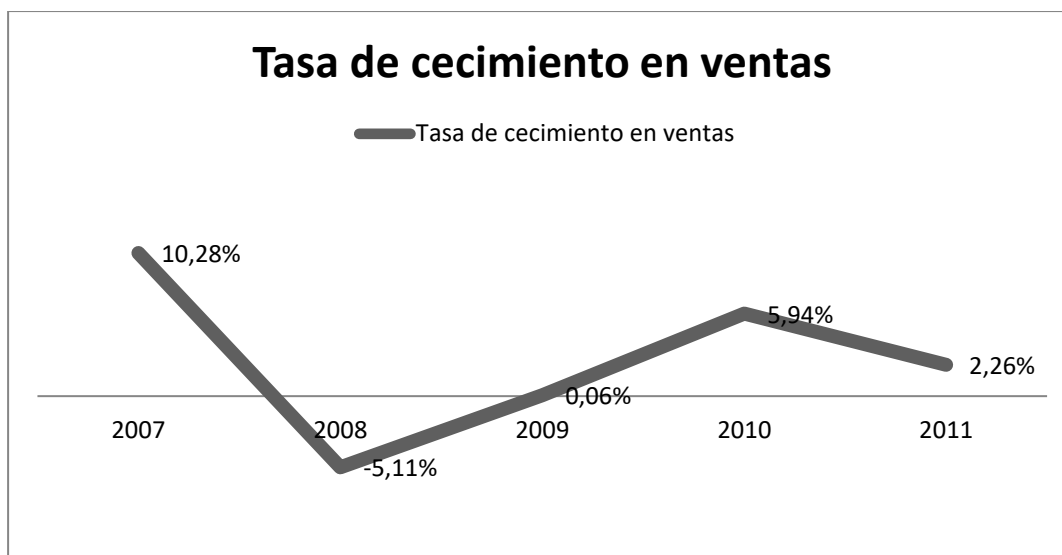


Gráfico 28 Tasa de crecimiento en ventas 2007 - 2011

Fuente: BPR Benchmark

En cuanto a las exportaciones se evidencia que al cierre del 2011 Colombia exportó US \$4.933 millones, lo cual significó un crecimiento del 59,6% en el monto exportado. Se registra que el destino final de estas exportaciones tuvo mayor importancia en los países con TLC, hacia donde se dirige el 36,5% del total exportado. Las exportaciones en el primer trimestre del 2012 presentaron un comportamiento positivo (27,9%) con respecto al mismo periodo de 2011.

En el gráfico 29, se observa que las importaciones en el primer trimestre del 2012 se registraron en este subsector por US \$968 millones, lo cual significó un crecimiento de las importaciones de 48,7% con respecto al mismo período del año pasado. Al igual que en las exportaciones, los principales proveedores externos para el mercado Colombiano, fueron los países parte del TLC.

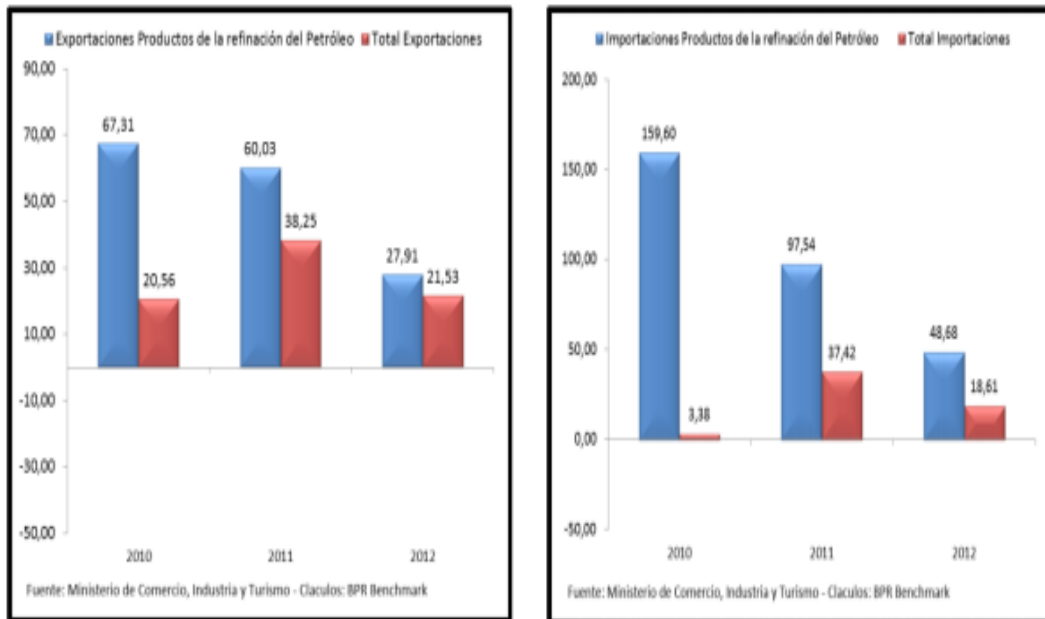


Gráfico 29 Tasa de crecimiento de las exportaciones e importaciones de productos del sector tinturas y pinturas

Fuente: DANE

Así como en el subsector anterior en cuanto a las razones de endeudamiento se utilizan para analizar la estructura financiera de la empresa y su capacidad de cumplir con compromisos con terceros. A su vez son útiles para medir la habilidad para cubrir intereses de deuda. Como se evidencia en el gráfico 30, en el 2011 el sector viene presentando una tendencia decreciente en la razón de endeudamiento pasando así de 39,32% en 2012 a 38,07% en 2011.

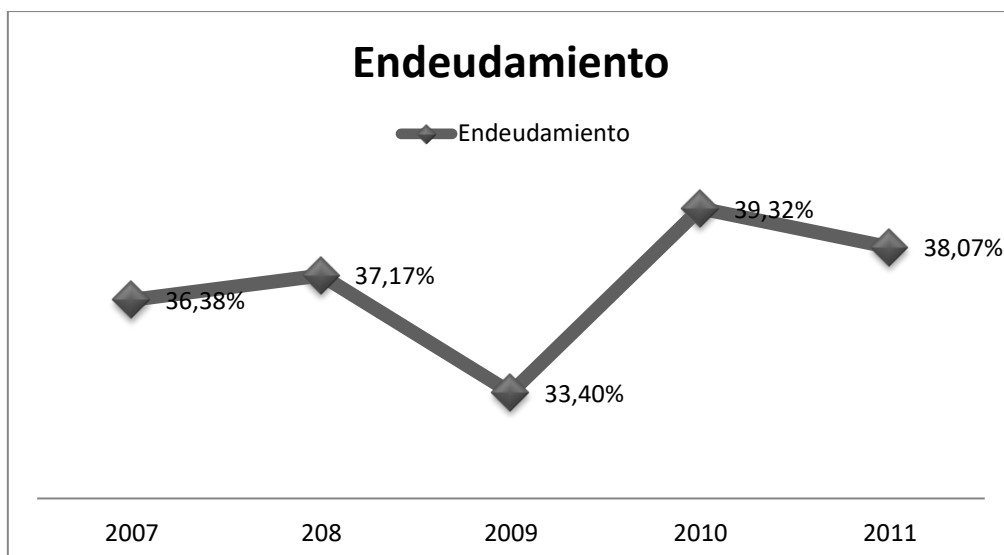


Gráfico 30 Grado de endeudamiento del sector pinturas y tinturas

Fuente: Benchmark

Hasta octubre de 2013 el sector de tinturas y pinturas tuvo importaciones de productos por un valor de USD51.5 millones, lo cual representa un crecimiento de 39% si se hace la comparación con el mismo periodo de 2010 donde se presentó importaciones por un valor de USD36.9 millones.

Haciendo una leve comparación entre importaciones y exportaciones, se puede inferir que la balanza comercial del sector presenta déficit, ya que las exportaciones para los primeros meses de 2010 fue de USD 15.1 millones, y en el mismo periodo de 2013 las exportaciones negociadas alcanzo un valor de USD 15.0 Millones, lo cual representa una disminución de 0.2% de las exportaciones.

Los principales productos que se importan en el país son pinturas y barnices a base de polímeros dispersos o disueltos en un medio no acuoso y pinturas y barnices a base de polímeros, dispersos o disueltos en un medio no acuoso,

comprendiendo un 93% de las importaciones, y el 7% restante se concentra en colores para la pintura y demás pinturas y barnices; pigmentos al agua preparados, tal y como se evidencia en el gráfico 31.

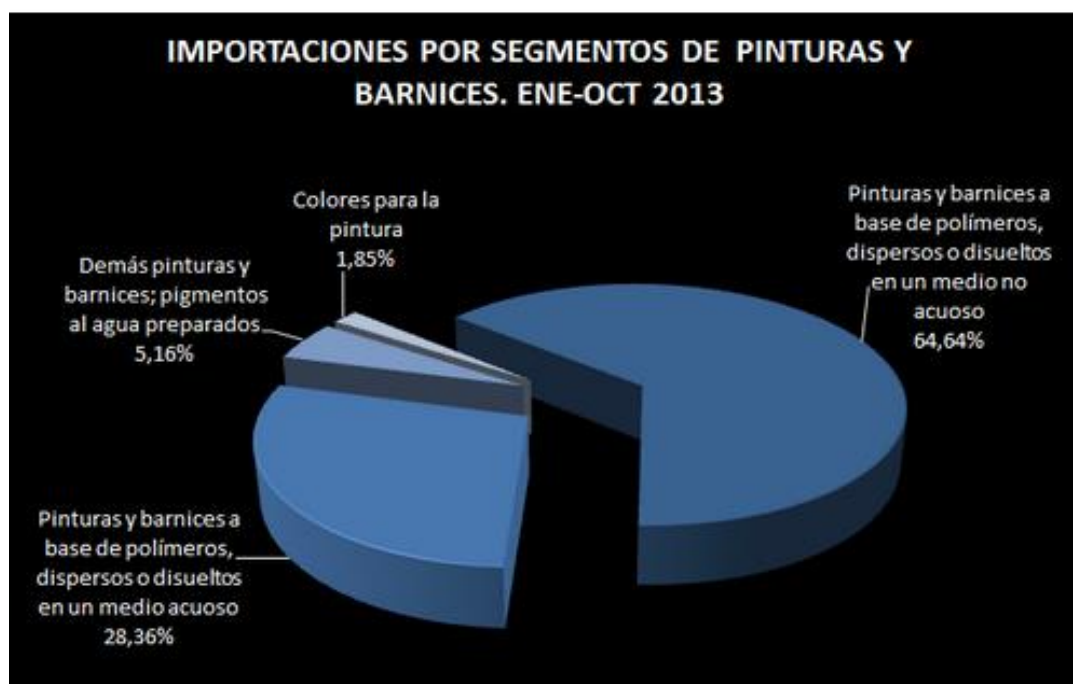


Gráfico 31 Importaciones por segmentos de pinturas y barnices entre enero y octubre de 2013

Fuente: Centro Virtual de negocios

Después de analizar cómo se encuentra el subsector línea hogar y aseo, se tomó una muestra de la plataforma de Benchmark en el Laboratorio Financiero de la UNAB, de 30 empresas: 15 grandes y 15 medianas. Después de realizar el análisis financiero (Balance general, estado de resultado y flujo de caja) y depurar la muestra, se obtuvo como resultado 12 empresas medianas y 8 empresas grandes que proporcionan la suficiente información para conocer algunos de sus indicadores



y de esta forma tener un concepto más claro de cómo se están apalancando y los niveles de necesidad de KTO para su operación.

En la figura 16 que se muestra a continuación se evidencia los datos obtenidos después de realizar el análisis a las empresas medianas del subsector pinturas y tinturas.

<b>EMPRESAS MEDIANAS PINTURAS Y TINTURAS</b>		
<b>Millones</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>
<b>Total Activos</b>	83.793	81.284
<b>KTO (sin efectivo)</b>	56.373	54.821
<b>KTO(Sin efectivo)/Total Activos</b>	67,28%	67,44%
<b>Proveedores/kto</b>	34,05%	41,49%
<b>Obligaciones operacionales/kto</b>	16,58%	18,81%
<b>OPERACIONAL</b>	50,63%	60,30%
<b>Obligaciones financieras/kto</b>	19,16%	17,72%
<b>Lo que Colocan los Accionistas</b>	30,21%	21,98%
<b>Ciclo Operacional</b>	183	175
<b>Costo financiero contable</b>	11,10%	-
<b>ROE</b>	8,02%	1,102%
<b>ROA</b>	11,019%	9,99%

Figura 16 Análisis financiero medianas empresas sector pinturas y tinturas

Fuente: Elaboración Propia

En las empresas medianas de pinturas y tinturas, se observa que en promedio en el año 2013, el KTO se apalanca un 34,05% con proveedores y el 16,58% de obligaciones operacionales, dando como resultado un apalancamiento operacional de la empresa en un 50,63%, porcentaje menor al que presentó en el año 2012 con 60,30% tal y como se muestra en la figura 16.

En el consolidado de KTO, de 56.373 millones en el 2013, las obligaciones financieras apalancaron el 19,16%, mientras que en el año 2012 de 54.821

millones, las obligaciones financieras apalancaron el 17,72%. De esta forma los accionistas aportaron un 30,21% en el año 2013 y 21,98% en el año 2012.

Al analizar los indicadores de eficiencia se pudo promediar el ciclo operacional con resultado de 183 días y se evidenció que hay necesidad de financiación para capital trabajo, por lo cual hay oportunidad de emitir a un promedio que oscila entre 270 días.

En proporción estas compañías en el 2013 tuvieron activos por 83.793 millones, de los cuales requieren en KTO (sin efectivo) 56.373 millones. Por lo tanto esta cifra representa el 67,28% de los activos totales, es decir requieren capital de trabajo. En cuanto al costo financiero contable en promedio les cuesta a las empresas una tasa del 11,10%, un porcentaje bastante significativo. Finalmente en el 2013 los indicadores de rentabilidad demuestran que en promedio el 8,02% de la operación les queda a los accionistas y que el 11,019% de los activos se están utilizando para la operación.

Por otra parte se encuentran las empresas grandes de pinturas y tinturas, al igual que en las empresas medianas, en la figura 17 que aparece a continuación se evidencia los datos obtenidos después de realizar el análisis al subsector pinturas y tinturas.

<b>EMPRESAS GRANDES PINTURAS Y TINTURAS</b>		
<b>Millones</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>
<b>Total Activos</b>	834.549	784.108
<b>KTO (sin efectivo)</b>	440.007	420.892
<b>KTO(Sin efectivo)/Total Activos</b>	52,72%	53,68%
<b>Proveedores/kto</b>	25,07%	27,16%
<b>Obligaciones operacionales/kto</b>	21,52%	24,99%
<b>OPERACIONAL</b>	46,59%	52,15%
<b>Obligaciones financieras/kto</b>	18,53%	21,83%
<b>Lo que Colocan los Accionistas</b>	34,88%	26,02%
<b>Ciclo Operacional</b>	179	172
<b>Costo financiero contable</b>	5,0039%	-
<b>ROE</b>	8,69%	4,25%
<b>ROA</b>	8,95%	7,73%

Figura 17 Análisis financiero grandes empresas sector pinturas y tinturas

Fuente: Elaboración propia

En estas empresas se observa que en promedio en el año 2013, el KTO se apalanca un 25,07% de proveedores y el 21,52% con obligaciones operacionales, dando como resultado un apalancamiento operacional de la empresa en un 46,59%, porcentaje menor al que presentó en el año 2012 con 52,15% tal y como se observa en la figura 17.

En el consolidado de KTO, de 440.007 millones en el 2013, las obligaciones financieras apalancaron el 18,53%, mientras que en el año 2012 de 420.892 millones las obligaciones financieras apalancaron el 21,83%. De esta forma los accionistas aportaron un 34,88% en el 2013 y 26,02% en el 2012.

Al analizar los indicadores de eficiencia se pudo promediar el ciclo operacional con resultado de 179 días y se evidenció hay necesidad de financiación para capital

trabajo, por lo cual hay oportunidad de emitir a un promedio que oscila entre 180 días.

En proporción estas compañías en el 2013 tuvieron activos por 834.549 millones, de los cuales requieren en KTO (sin efectivo) 440.007 millones. Por lo tanto representa el 52,72% de los activos totales, aunque es menor al de las empresas medianas sigue siendo significativo en KTO. Es decir necesitan capital de trabajo. En cuanto al costo financiero contable en promedio les cuesta a las empresas una tasa del 5,0039%, un porcentaje mucho menor de lo que les cuesta a las empresas medianas. Finalmente en el 2013 los indicadores de rentabilidad demuestran que en promedio el 8,69% de la operación les queda a los accionistas y que el 8,95% de los activos se están utilizando para la operación. En este subsector se observa que el ROE en comparación con las empresas medianas aunque no en mayor proporción las empresas grandes presentan un aumento, mientras que el ROA presenta una disminución de 2,069%.

### **Estructura De La Sociedad Avalista Y Administradora.**

Dentro de la búsqueda de información, se ha podido estudiar el funcionamiento de entidades como Bancóldex, el fondo nacional de garantías, Fiducoldex, y una Sociedad Comisionista de Bolsa, para poder estructurar la propuesta de una Sociedad Avalista y administradora.

Se ha escogido como empresa matriz a Bancóldex, ya que esta entidad es la que dentro de su estructura organizacional contempla aspectos de otorgamiento de aval

y garantías, administración de riesgos, recolección de cartera, además de que cuenta con su fiducia propia Fiducoldex, y una participación dentro del Fondo Nacional de garantías, el cual es un ente reconocido como autoridad dadora de garantías.

### **Bancóldex**

Bancóldex es el Banco de desarrollo empresarial colombiano. El cual tiene como función el diseño de nuevos instrumentos, financieros y no financieros, para impulsar la competitividad, la productividad, el crecimiento y el desarrollo de las MiPyMes y grandes empresas colombianas, ya sean exportadoras o del mercado nacional.

Bancóldex actúa como administrador de programas especiales, promoviendo la inclusión financiera, emprendimiento dinámico y de alto impacto a través de iNNpulsa Colombia.

Esta entidad opera como una Banca de segundo piso, esto quiere decir que cuando un empresario solicita un crédito a una entidad financiera, esta entidad puede solicitarle a Bancóldex los recursos que dicho empresario requiere.

Bancóldex está aliado con Bancos, corporaciones y cooperativas de ahorro y crédito, cajas de compensación, fondos de empleados, entre otras entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia como se muestra en el gráfico 32.

(Bancóldex, S.f)

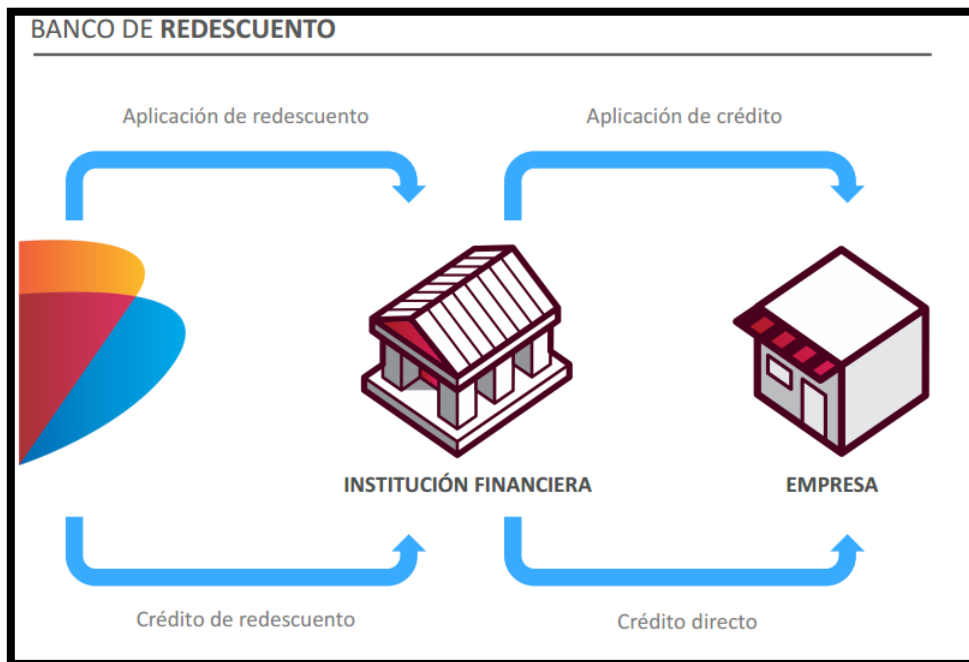


Gráfico 32 Funcionamiento general de Bancóldex como bando de redescuento

Fuente: Bancóldex

De acuerdo con lo contemplado en la ley 7ª de 1991 el Banco entre otras, tiene como funciones generales las siguientes:

- La celebración de todos los actos y contratos autorizados a los establecimientos Bancarios, entre los cuales se encuentran la capacitación de recursos del público y la realización de operaciones de crédito, inclusive para financiar a los compradores de exportaciones colombianas.
- El descuento de créditos otorgados por otras instituciones financieras, o la compra de cartera de las mismas, antes de hacer créditos directos.
- El otorgamiento de avales y garantías
- El apoyo al sistema del seguro de crédito a la exportación
- Realizar directamente operaciones fiduciarias

- Emitir bonos o títulos representativos de obligaciones, dentro del país o en el exterior, de acuerdo con las disposiciones legales pertinentes.
- Celebrar contratos para la administración de proyectos o de recursos, y para la presentación de servicios de Banca de inversión que guarden relación de conexidad con las finalidades establecidas en su objeto social.
- Celebrar convenios interadministrativos y contratos con particulares para la conceptualización, desarrollo, coordinación y ejecución de proyectos de Banca de inversión.
- Estructurar proyectos y gestionar procesos de participación privada para la puesta en marcha de proyectos de desarrollo.

Como anteriormente se mencionó, los principales clientes de Bancóldex son: exportadores directos e indirectos, compradores de productos colombianos en el exterior, empresas NO vinculadas al negocio de la exportación, Importadores de bienes de capital e insumos, gobiernos del exterior, patrimonios autónomos, nación, fondos de pensiones y comisionistas de bolsa.

En el grafico 33 que se muestra a continuación se puede apreciar cómo está distribuida la cartera de Bancóldex en cuanto a tamaño de empresa, la finalidad del préstamo, y el plazo del mismo.

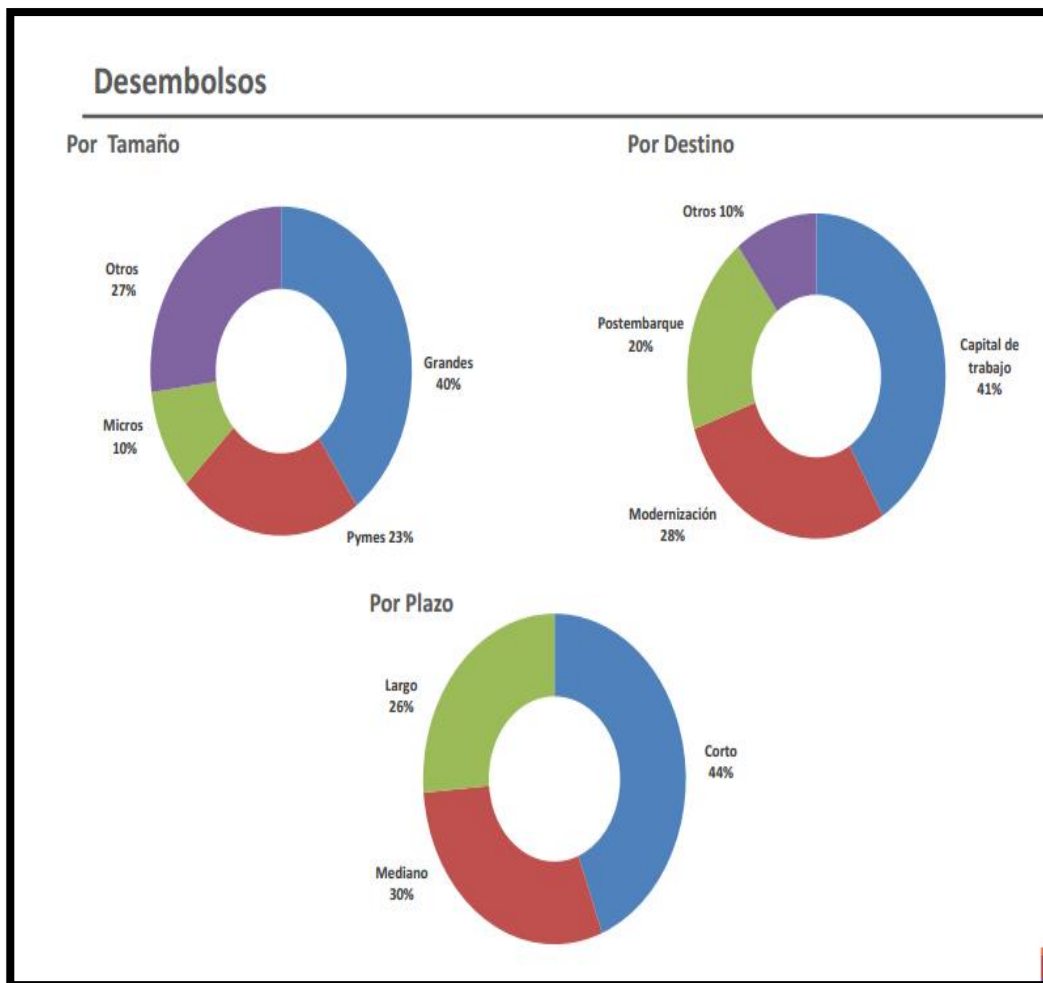


Gráfico 33 Desembolsos de la cartera de Bancóldex

Fuente: Bancóldex

A marzo de 2014 son accionistas de Bancóldex: el Ministerio de Comercio, Industria y Turismo con un 91.9%, el Ministerio de Hacienda y Crédito Público con un 7.9% de participación, y otros con un 0.2%, para de esta manera completar el 100% de participación en el Banco, como se muestra en el gráfico 34.



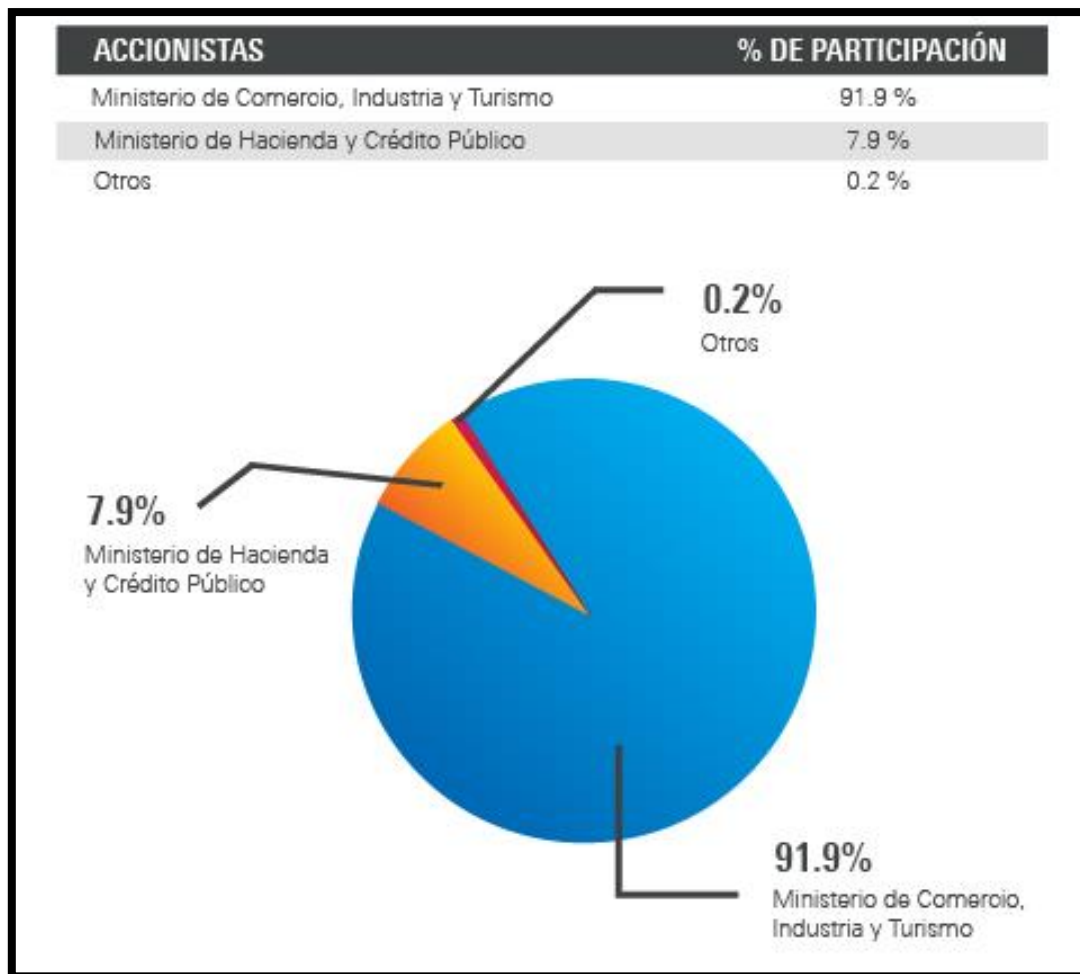


Gráfico 34 Distribución de la participación de accionistas de Bancóldex

Fuente: Bancóldex

Bancóldex dentro de su estructura cuenta con dos filiales, las cuales son Leasing Bancóldex Compañía de financiamiento comercial, y Fiducoldex Fiduciaria colombiana de comercio exterior S.A., esta última es importante para la propuesta de la sociedad avalista y administradora, debido que permite utilizar a Bancóldex como estructura semejante a la Sociedad de Garantía Recíproca propuesta en el caso argentino.

A continuación se podrá observar en el gráfico 35 la relación que Bancóldex tiene con sus aliadas, los cuales como se decía anteriormente son muy importantes dentro de la propuesta de la Sociedad Avalista y Administradora, ya que el FNG sería la parte especializada en el otorgamiento de garantías, Fiducoldex estaría encargado de administrar los recursos de los socios, y Bancóldex sería la empresa matriz.



Gráfico 35 Relación de Bancóldex con sus aliados

Fuente: Bancóldex

Es importante destacar que dentro de las actividades del Bancóldex esta dar el aval a proyectos para importación, exportaciones, de cualquier sector de la economía exceptuando el sector agrícola.

El objetivo de las garantías es asegurar el cumplimiento de una obligación principal. En el caso de Bancóldex lo que se busca con la garantía es amparar la obligación del deudor de cumplir con el pago del préstamo que se le ha otorgado, disminuyendo de esta manera el riesgo de un eventual incumplimiento.

Se debe tener muy presente que el amparo es decir la garantía debe restringirse a su función de amparar el cumplimiento de la obligación independientemente de ella y solo en caso de incumplimiento y, como última alternativa, servir como fuente de pago. Existen diferentes tipos de garantías como se muestra en las figuras 18, 19 y gráfico 36 presentadas a continuación.

## Tipos de garantías

### Garantías personales

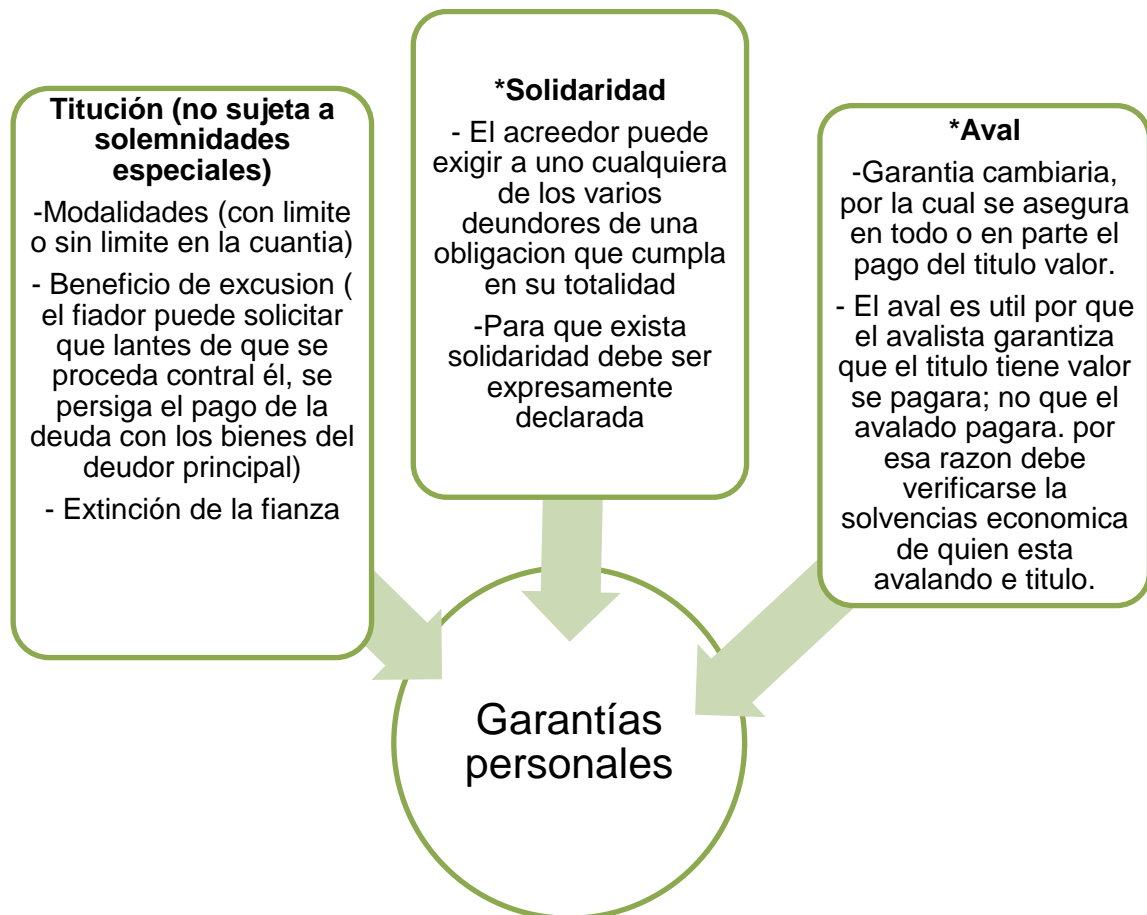


Figura 18 Garantías personales

Fuente: Bancóldex

Requisitos para el aval:

- Consentimientos del avalista, el cual se expresa con la firma colocada en el título valor o en documento separado
- Este aval o garantía debe ser incondicional
- El aval puede otorgarse por cantidad menor a la incorporada en el título
- Se debe identificar el avalado

- En el aval no se garantiza la obligación de una persona determinada, sino que se asume determinada posición cambiaria para responder desde ella por pago del título valor.

### **Garantías reales**

En estas garantías la posibilidad de cobro se vincula con la precisa y correcta individualización del bien.

Estas garantías otorgan un privilegio de cobro al acreedor, aun en caso de concordato o liquidación obligatoria del propietario del bien dado en garantía.



Figura 19 Garantías reales

Fuente: Bancóldex

## Otras garantías



Gráfico 36 Otro tipo de garantías

Fuente: Bancóldex

## Garantías admisibles

En el otorgamiento de garantías y evaluación de las operaciones activas de crédito de los establecimientos de crédito se deben tener en cuenta los cupos individuales de crédito y límite de concentración de riesgos, los cuales contemplan los cupos de crédito, las garantías admisibles que deben cumplir con un valor suficiente para cubrir el monto de la obligación, establecido con base en criterios técnicos y objetivos, y debe otorgar al acreedor una preferencia o prelación de pago de la obligación.

Son ejemplos de garantías admisibles:

- Contratos de hipoteca: según el código civil colombiano es un derecho de prenda constituido sobre bienes inmuebles, que por el hecho de estar hipotecados, no dejan de permanecer en poder del deudor.
- Contratos de prenda, con o sin tenencia, y los bonos de prenda :
- Depósitos de dinero en garantía
- Pignoración de rentas de la nación, sus entidades territoriales de todos los órdenes y sus entidades centralizadas.
- Entre otros.

La garantía admisible consiste en un derecho real o personal que permita a la entidad financiera acreedora, de ser incumplida la obligación garantizada, obtener de manera eficaz y oportuna el pago de la misma, sin que sea imprescindible acudir ante la jurisdicción ordinaria para su ejecución. (Bancóldex, 2005)

Para dar una garantía es necesario calificar y clasificar la cartera y las garantías idóneas, cuyo objetivo es el de apropiar las partidas necesarias para atender las contingencias futuras del negocio crediticio.

Según Bancóldex en el capítulo III en su régimen legal de garantías o causaciones para evaluar el riesgo de crédito se debe tener en cuenta la capacidad de pago del deudor, garantías que respalden la operación, es decir las garantías y clases de garantías nombradas anteriormente y finalmente garantías idóneas que son las que corresponden a una sub clasificación de las garantías admisibles la cual es utilizada únicamente para la evaluación del riesgo de cartera de crédito ya otorga e incluye el análisis de la posibilidad de realización de la garantía. (Bancóldex, 2005)

A continuación se tiene el organigrama de Bancóldex el cual ya tiene desarrollado desde su organización interna tiene la vicepresidencia de riesgo, como lo es el departamento de riesgo de crédito, riesgo operativo, seguridad de la información y continuidad, este departamento tiene relación directa con la vicepresidencia financiera y la vicepresidencia de operaciones, las cuales tienen él cuenta el tratamiento de tesorería y cartera.



Organigrama general

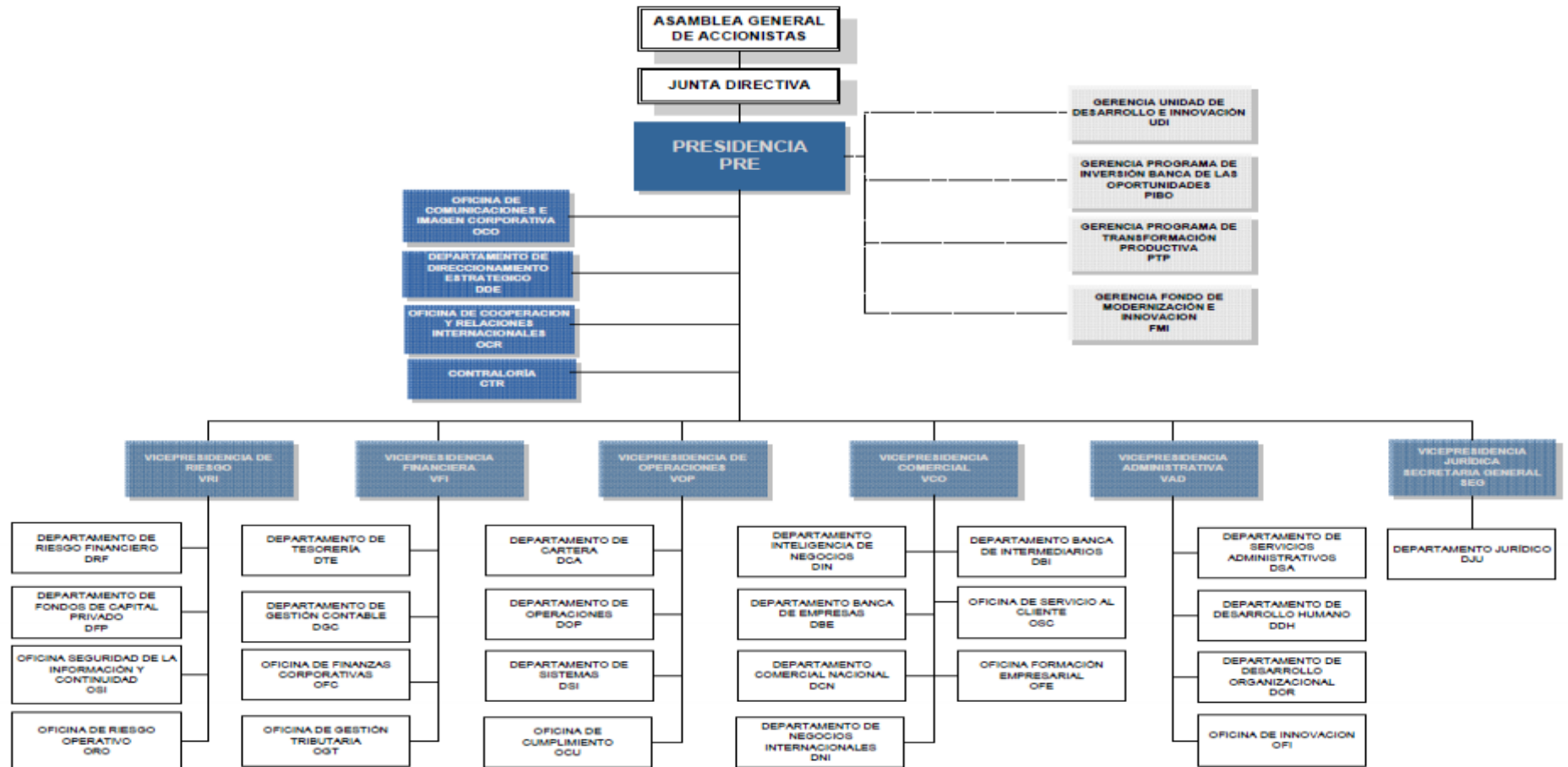


Figura 20 Organigrama Bancóldex

Fuente: Bancóldex.

En la figura 20 se puede apreciar el organigrama de Bancóldex el cual cuenta con la vicepresidencia de riesgo tiene como función administrar los riesgos asociados a la operación del Banco, y asesorar a la administración en la toma de decisiones desde la perspectiva de riesgo.

El departamento de riesgo financiero se encarga de administrar integralmente los riesgos y mantenerlos dentro de los niveles de tolerancia establecidos por la junta directiva, para contribuir a la sostenibilidad financiera del Banco.

El departamento de fondos de capital privado se encarga de invertir en fondos de capital, incluyendo fondos de capital privado y fondos de capital emprendedor como alternativa de financiación empresarial.

La oficina de seguridad de la información y continuidad tiene como finalidad gestionar adecuadamente los riesgos de información, bajo la adaptación de un sistema de gestión de seguridad de la información, con el fin de identificar los riesgos de información a los cuales está expuesto el Banco en el desarrollo de sus operaciones, a su vez este sistema permite adoptar decisiones oportunas para la adecuada mitigación de riesgos.

Finalmente la oficina de riesgo operativo tiene como función gestionar adecuadamente los riesgos operativos, bajo la adaptación de un sistema de administración de riesgos operativo, con el fin de identificar los riesgos operativos a los cuales está expuesto el Banco en el desarrollo de sus operaciones, a su vez

este sistema permite adoptar decisiones oportunas para la adecuada mitigación de riesgos.

La vicepresidencia financiera y el departamento de tesorería son los encargados en mantener, asegurar y fortalecer la estructura financiera de sostenibilidad del Banco e incluye la administración de ingresos y egresos de recursos financieros, y también administrar los recursos pasivos y de liquidez necesarios para el cumplimiento de los presupuestos, para el normal funcionamiento de la institución.

Dentro de la vicepresidencia de operaciones, el departamento de cartera es fundamental para el buen funcionamiento de la sociedad avalista y administradora ya que estos se encargan de atender oportunamente las solicitudes de crédito presentadas por los diferentes clientes, siempre haciendo una previa verificación del cumplimiento de los procedimientos, políticas internas y las normas correspondientes del portafolio de crédito; además de asegurar la operación de los procesos de cartera del Banco a partir de la atención oportuna y con calidad de los requerimientos solicitados al departamento, la custodia de garantías de las obligaciones a favor y la generación de la información confiable y oportuna que satisfaga las necesidades del negocio, entre otras funciones como controlar y verificar los procesos de pago de las obligaciones a favor.

(Bancóldex, 2014)

En el grafico 37 se podrá ver los programas y servicios que Bancóldex ha desarrollado a lo largo de su trayectoria empresarial.



		ETAPA DE DESARROLLO DE LA EMPRESA			
		CRECIMIENTO EMPRESARIAL EXTRAORDINARIO	MICROEMPRESA	PYMES	GRANDES EMPRESAS
TIPO DE FINANCIAMIENTO (FUENTE)		 + Crédito + Formación empresarial + Microseguros	 + Crédito + Capitalización vía fondos de capital + Formación empresarial + Instrumentos de comercio exterior	 + Crédito + Capitalización vía fondos de capital + Instrumentos de comercio exterior	
	 + Programas de acompañamiento y asistencia técnica. + Cofinanciación no reembolsable para activación para la industria de financiación y para fortalecimiento de organizaciones regionales para activar el crecimiento empresarial extraordinario	 + Cofinanciación no reembolsable para: encadenamientos productivos, innovación empresarial y conectividad.	 + Cofinanciación no reembolsable para: encadenamientos productivos, innovación empresarial y conectividad.		
		 + Acceso a servicios financieros			
					

Gráfico 37 Programas y servicios Bancóldex

Fuente: Bancóldex.

### Fondo Nacional De Garantías

El Fondo Nacional de Garantías (FNG) es la entidad la cual utiliza el Gobierno Nacional facilita el acceso al crédito a las micro, pequeñas y medianas empresas, mediante el otorgamiento de garantías.

Entre las funciones del FNG al igual que Bancóldex ofrece líneas de crédito garantizadas e introducen mejoras organizaciones; es importante definir el concepto de garantía según lo contemplado por el FNG como el acto jurídico accesorio que se deriva de una obligación principal de un deudor frente a un INTERMEDIARIO, mediante el cual se Fondo Nacional de Garantías se obliga a pagar el total o parcialmente la obligación garantizada ante el incumplimiento del deudor o ante la ocurrencia de un hecho que haga exigible la obligación, de conformidad con lo establecido para un determinado producto de garantía. (FNG, 2011)

La participación dentro de la empresa del ministerio de hacienda es fundamental, ya que poseen más del 50% de las acciones de la empresa, también con participación de parte de Bancóldex como se observa en el gráfico 38.

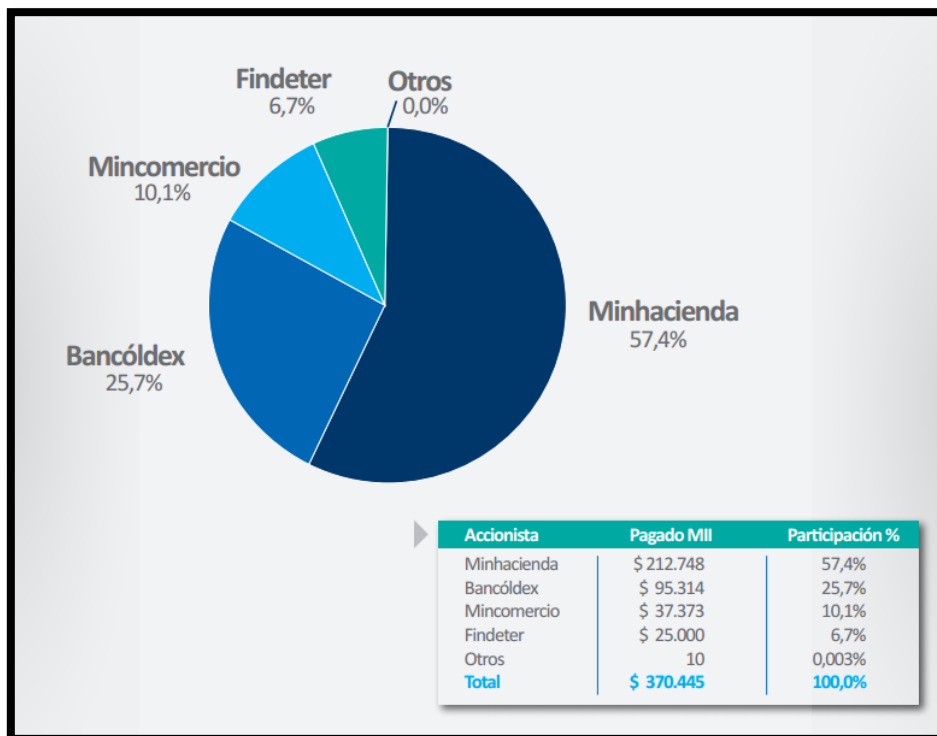


Gráfico 38 Participación accionaria en el Fondo nacional de garantías

Fuente: Fondo Nacional de Garantías

### **Modalidades de aprobación de la garantía.**

El FNG aprueba las garantías bajo dos tipos de modalidades:

**Automática:** se garantizan las obligaciones sin la participación del FNG en la evaluación de riesgo del deudor, entre las cuales encontramos:

- Empresarial multipropósito
- Bancóldex al 70%
- Recursos fresco reorganización empresarial
- Microcrédito empresarial
- Operaciones de corto plazo
- Leasing alta comerciabilidad
- Leasing baja comerciabilidad
- Cupos rotativos de crédito
- Cupos rotativos globales

**Individual:** se requiere la evaluación de riesgo del deudor y la aprobación por parte del FNG, precisamente al desembolso de cada una de las obligaciones a garantizar.

- Colciencias
- Creación de empresas
- Acuerdo privado de pago con acreedores financiero- recursos frescos y estructurados.

## **Fiducoldex**

La fiduciaria colombiana de comercio exterior FIDUCOLDEX es una sociedad de servicios financieros de economía mixta directa, filial de BANCÓLDEX, constituida mediante la estructura pública número 1.497 de octubre 31 de 1992. El objeto social de FIDUCOLDEX es la celebración de contratos de fiducia mercantil en todos sus aspectos y modalidades y la relación de todas las operaciones, negocios, actos, encargos y servicios propios de la actividad fiduciaria, de acuerdo con las disposiciones del estatuto orgánico del sistema financiero, del código de comercio y demás normas complementarias o concordantes. (Fiducoldex, s.f)

Como anteriormente se mencionó, el principal accionista de Fiducoldex es Bancóldex, pero también son accionistas los gremios exportadores representados por ACICAM, ASOCONFECION, ASOCAÑA, ANALDEX, ANDIGRAF, ACUANAL, CONALGODON, AUGURA, ACOPLASTICOS, y las cámaras de comercio de Bogotá, Cali, Barranquilla, Medellín y Bucaramanga, como se aprecia en el gráfico 39.

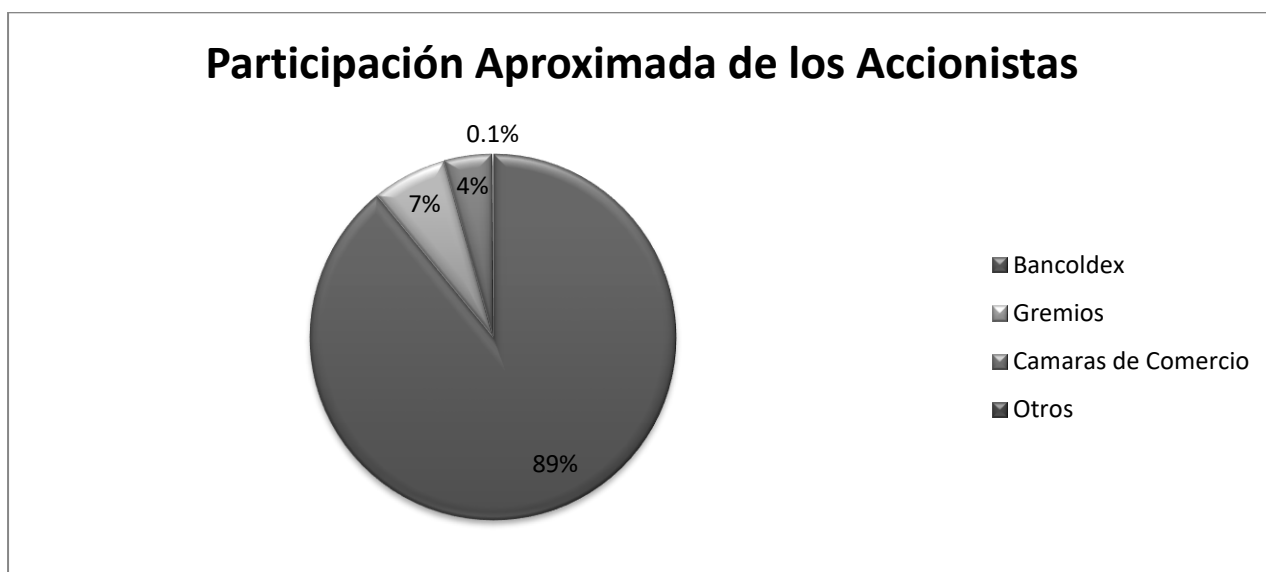


Gráfico 39 Participación aproximada de los accionistas de Fiducoldex

Fuente: FIDUCOLDEX

La función de FIDUCOLDEX es, prestar servicios fiduciarios seguros y confiables con énfasis en comercio exterior utilizando productivamente los recursos de los accionistas para satisfacer necesidades del mercado. Actualmente FIDUCOLDEX está administrando la cartera de Bancóldex del título TDEX 10-1 el cual tiene una calificación de AAA con un cupo global del programa de \$ 1 billón (COP).

(FIDUCOLDEX, 2010)

En la figura 21 se parecía el organigrama general de Fiducoldex, donde se evidencia la estructura organizacional, que está dirigida por la asamblea de accionista, junta directivas, y de ella se despliega la presidencia la cual está a cargo de las gerencias de: Riesgo, planeación, IT, Contraloría, gestión humana; además de la vicepresidencia: comercial, de operaciones, de negocios, financiera y jurídica.



## Organigrama general

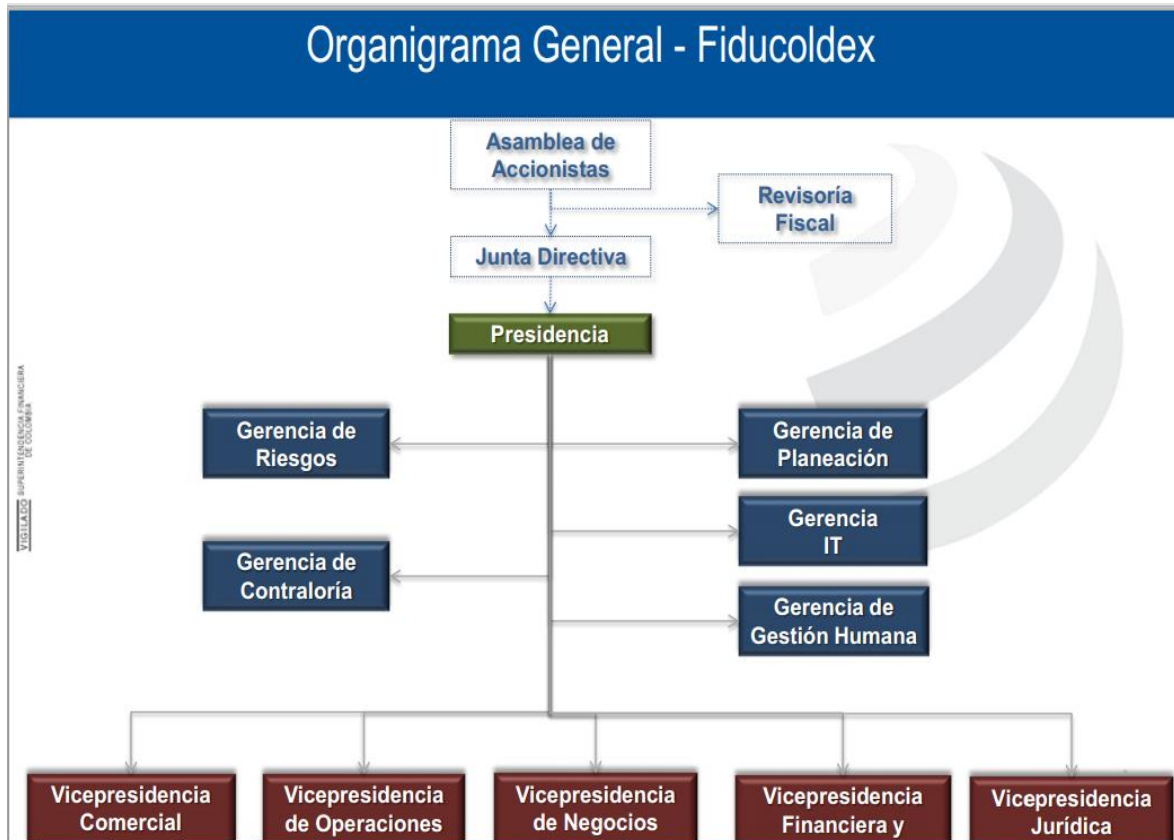


Figura 21 Organigrama general de Fiducoldex

Fuente: Fiducoldex

El presidente es el representante legal de la fiducia el cual tiene como función, hacer la ejecución de las resoluciones de la asamblea general o de la junta directiva, nombrar o renombrar libremente el personal cuyo nombramiento no depende de la junta directiva, representar a la sociedad judicial y extrajudicialmente, entre otras funciones expuestas en el código de buen gobierno corporativo de Fiducoldex.

La vicepresidencia financiera y de consorcios, debe proponer a la presidencia las políticas financieras de la sociedad y de los fideicomisos administrados por la misma, además de tener a cargo las áreas de planeación, presupuesto, contabilidad, inversiones y carteras colectivas, además del manejo de la información de los emisores contrapartes e inversionistas, para la administración del riesgo de lavado de activos y financiación del terrorismo (SARLAFT). (FIDUCOLDEX, 2012)

La vicepresidencia comercial debe responder por la formulación e implementación de políticas comerciales que debe desarrollar la sociedad fiduciaria. Está a su cargo la responsabilidad de conocimiento de los clientes y el suministro de información de los mismos para el sistema de administración del SARLAFT y del sistema de atención al consumidor.

Finalmente dentro de las funciones de sociedad avalista es importante tener en cuenta dentro de la estructura organizacional de Fiducoldex la gerencia de riesgos la cual esta encargada de gestionar y dirigir los Sistemas de administración de riesgos de la fiduciaria, mediante la formulación de políticas, procedimientos y metodologías que minimicen la exposición al riesgo de la entidad, de esta manera garantizando la adecuada medición, monitoreo y control de los diferentes riesgos a los cuales se encuentra expuesta la fiduciaria.  
(FIDUCOLDEX, 2012)

## **Sociedad Comisionista De Bolsa**

Según la Bolsa de Valores de Colombia, las Sociedades comisionistas de bolsa son sociedades anónimas que tienen como objeto exclusivo el contrato de comisión para la compraventa de valores en el Bolsa de la cual son miembros.

Las sociedades comisionistas se clasifican en Bancarizadas, si su dueño es un Banco y tradicionales, si sus dueños son personas naturales o un grupo familiar. Este de tipo de sociedades y sus comisionistas están bajo los controles y vigilancia de la Superintendencia Financiera y el Autorregulador del Mercado de Valores; además toda sociedad comisionista debe ser miembro de la Bolsa de Valores de Colombia.

(Bolsa de Valores de Colombia, 2014)

Para que la Sociedad Comisionista de bolsa pueda inscribir el título de deuda de corto plazo que se quiere estructurar para las Pymes, esta debe acreditar, además de cumplir los requisitos que exige la ley contempladas en el título tercero: Valores inscritos en bolsa y emisores de valores, en su capítulo segundo: emisores de valores y el capítulo tercero: requisitos para la inscripción de valores expresados en el Reglamento General de la BVC. (Bolsa de Valores de Colombia, 2014)

Los emisores deben cumplir requisitos de:

- Información
- Tarifas de inscripción
- Reconocimiento de emisores

Para la inscripción de valores deberán:

- Por lo menos el 10% del total de las acciones en circulación del emisor está en manos de personas distintas a aquéllas que conformen un mismo beneficiario real.
- Que el emisor tiene como mínimo cien accionistas
- Que el emisor cuente con un patrimonio mínimo de siete mil millones de pesos.

Según lo contemplado en el título VI del Reglamento General de la BVC la sociedad comisionista deberá cumplir con garantías generales que deberán constituir y entregar, como garantía general las inversiones obligatorias que se refieren en el numeral 3 del artículo 1.5.1.6 del reglamento general y además al consejo directivo de la bolsa.

En caso de que la sociedad comisionista incumpla en el cumplimiento de sus obligaciones en el término de 3 meses, se procederá a la enajenación de los activos, además que se liquidaran las garantías, lo cual aplicara al pago de la obligación incumplida.

(Bolsa de Valores de Colombia, 2014)

A continuación se muestra en la figura 22 los requisitos para el reconocimiento de los emisores de títulos de renta fija.

### Requisitos para el reconocimiento de los emisores de títulos de renta fija

<b>Requisito</b>	<b>Fecha publicación Español</b>	<b>Fecha publicación traducción al inglés</b>	<b>Periodicidad actualización</b>
Estructura empresarial informando las situaciones de subordinación y la relación con sociedad matriz o controlante, filiales y/o subordinadas principales en caso de que hubiere	Para otorgamiento del reconocimiento	Para otorgamiento del reconocimiento	Permanente
Texto vigente del código de buen gobierno, código de ética, estatutos sociales, reglamento de funcionamiento de la asamblea general accionista y de la junta directiva	Para otorgamiento del reconocimiento	Para otorgamiento del reconocimiento	Permanente
Copia de la última encuesta, de acuerdo con el ámbito de aplicación de circular externa de la SFC y las normas que lo modifiquen, adicionen o sustituyan	Para otorgamiento del reconocimiento	Para otorgamiento del reconocimiento	Anual

<p>Descripción de los comités u órganos de apoyo a la junta directiva indicando sus funciones, su confirmación y en el evento e que aplique, indicar el cargo que desempeñan en la compañía los miembros de dichos órganos</p>	<p>Para otorgamiento del reconocimiento</p>	<p>Para otorgamiento del reconocimiento</p>	<p>Permanente</p>
<p>Resumen de la hoja de vida de los representantes legales principales y miembros de la junta directiva precisando aquellos que tienen alta calidad de miembros independiente</p>	<p>Para otorgamiento del reconocimiento</p>	<p>Para otorgamiento del reconocimiento</p>	<p>Permanente</p>
<p>Documento o sección en su página web que incluya las prácticas de responsabilidad social empresarial adoptadas por el emisor</p>	<p>Para otorgamiento del reconocimiento</p>	<p>Para otorgamiento del reconocimiento</p>	<p>Permanente</p>

Figura 22 Requisitos para los emisores de títulos de renta fija

Fuente: Bolsa de valores de Colombia, 2014

Estos son un pequeño grupo de los requerimientos por la BVC contemplados en la circular única de la BVC.

Finalmente después de detallar las funciones que actualmente realizan cada una de las partes que están involucradas dentro del proceso de la estructuración de un título de renta fija de corto plazo, en el cual la sociedad comisionista de bolsa con autorización de la Superintendencia financiera y sujetas a las condiciones que fije la sala general pueden:

- Intermediar en la colocación de títulos o adquirir valores por cuenta propia
- Realizar operaciones por cuenta propia con el fin de dar mayor estabilidad a los precios y liquidez del mercado
- Constituir y administrar Fondos de Valores
- Administrar sus comitentes con el propósito de realizar cobro del capital y sus rendimientos y reinvertirlo de acuerdo con las instrucciones del cliente
- Administrar portafolios de valores de terceros
- Otorgar préstamos con sus propios recursos para financiar la adquisición de valores
- Celebrar compraventas con pacto de recompra sobre valores

Una vez los trámites legales de una emisión terminan, es necesario colocar o vender los títulos en el mercado. Ya sea de forma directa, por underwriting depende de cada una de las modalidades, las cuales son:

- Underwriting en firme
- Underwriting garantizado

- Underwriting al mejor esfuerzo

(BRC INVESTOR SERVICES S.A, 2007)

Todo esto teniendo en cuenta lo que crea conveniente la empresa emisora con la asesoría de la entidad administradora en este caso Fiducoldex. A continuación se explicara la propuesta de la Sociedad Avalista y Administradora de títulos valores de corto plazo para emisores Pymes

### **Propuesta - Estructura De La Sociedad Avalista Y Administradora De Títulos Renta Fija, Corto Plazo.**

Después de determinar cuáles son las necesidades de capital de trabajo de las medianas empresas del sector Químico colombiano, y de ver la necesidad latente de implementar un proyecto que beneficie a las Pymes, sin necesidad de cambiar aspectos de regulación del mercado y políticas colombianas, se observó que la entidad existente que se acomoda más a las características de una Sociedad de Garantías recíprocas, es Bancóldex ya que dentro de sus obligaciones está el otorgamiento de crédito, avales y garantías y operaciones administradoras por medio de su filial FIDUCOLDEX, al igual que la emisión de bonos o títulos representativos de obligaciones, dentro del país o en el exterior, entre otras funciones como relacionadas con el objeto de la Sociedad Avalista y administradora.

Debido a que Bancóldex cuenta con la experiencia y toda la estructura organizacional par cumplir su papel como estructurador de títulos de pago diferido para emisores Pyme del sector manufacturero colombiano.



A continuación se muestra en la figura 23 el Macro proceso de emisión de un título de Renta Fija.

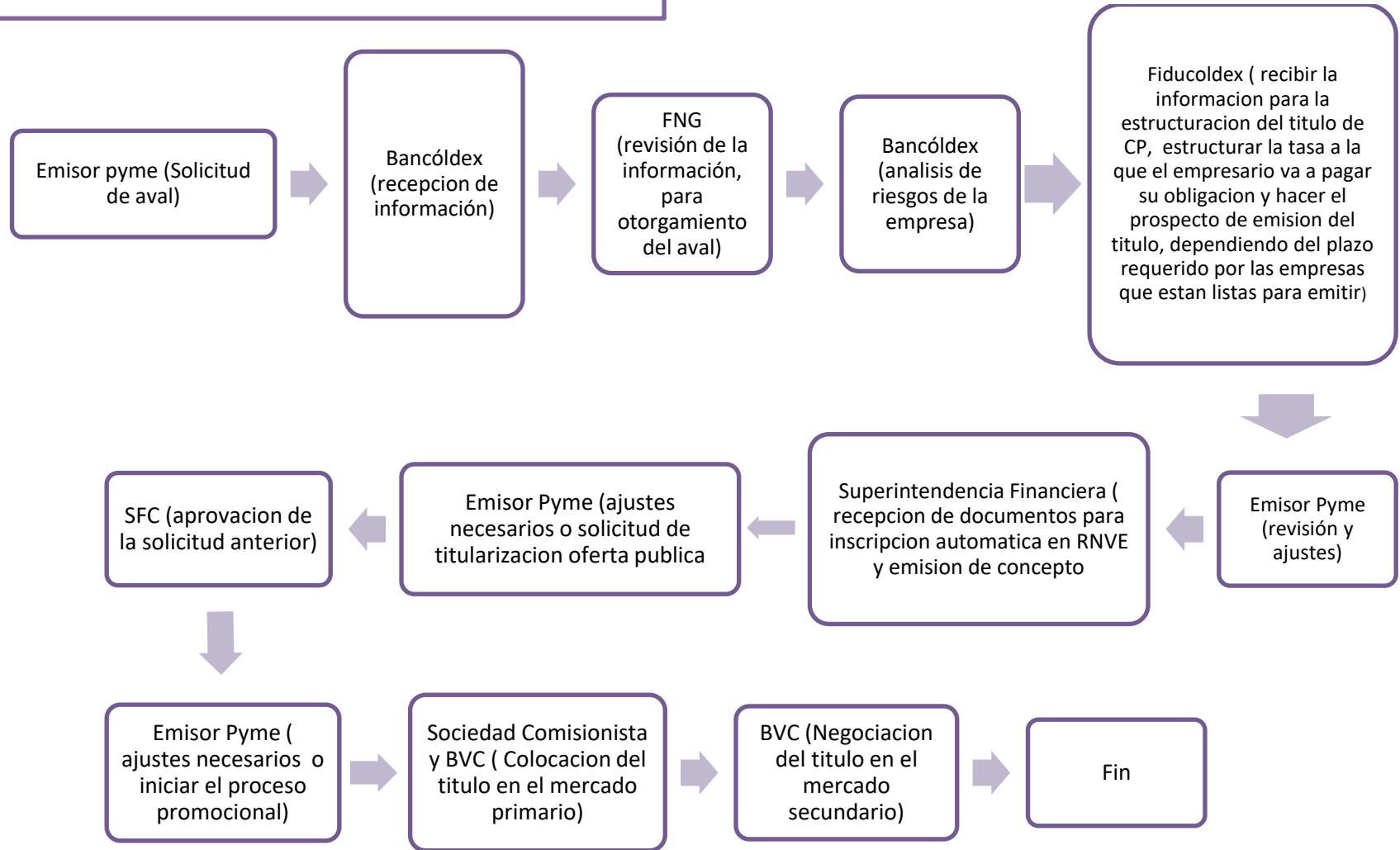


Figura 23 Macro proceso de emisión de un título de renta fija, corto plazo para las Pymes del sector químico colombiano

Fuente: Elaboración propia. Basado en el decreto 1019 de 2014.

## **Riesgos Financieros De La Sociedad Avalista En Lo Referente A La Operación Y El Otorgamiento Del Aval Para Las Pyme`S.**

Otorgar un aval por parte una sociedad avalista trae consigo la valoración de los riesgos del emisor. Iniciando por el riesgo de crédito o de incumplimiento, sin desconocer la importancia del riesgo de liquidez, operativo y mercado los cuales impactan en la empresa.

En Colombia la normativa que regula la gestión de riesgos en el sector financiero es la Circular Básica Contable y Financiera de 1995, creada en ese tiempo por la Superintendencia Bancaria ahora Superintendencia Financiera de Colombia. Toda entidad que se encuentre vigilada por la SFC debe analizar la gestión de los diversos riesgos financieros mediante los sistemas de administración de riesgos (SAR).

La función de los directivos de una compañía es decidir sobre las mejores alternativas y la administración del riesgo es una herramienta que ayuda en el proceso de toma de decisiones en los mercados financieros que se mueven con rapidez y avances tecnológicos. La función de la administración de riesgos es en esencia un mecanismo para entender los riesgos, medirlos y controlarlos en un entorno donde la incertidumbre y volatilidad son permanentes en los mercados financieros. (Haro, 2008)

## **Sector Químico en Colombia**

Actualmente vivimos en un ambiente donde las sustancias o compuestos químicos y sus derivados forman parte de la vida moderna. Su uso no sólo se hace de manera directa, sino particularmente a través de sus productos derivados como plásticos, fibras sintéticas, pinturas, pegantes, tintas, pigmentos, insecticidas, combustibles, gases industriales, aceites comestibles, productos farmacéuticos y miles de productos más, los cuales son parte del progreso y el bienestar de la sociedad.

En Colombia el sector químicos posee características particulares que conllevan a la necesidad de contar con un control integral del riesgo: significativos costos de investigación y desarrollo, riesgos de manufacturación y pruebas, al igual que riesgos de transporte de materias primas y productos, entre otros. En cuanto a los riesgos de operación la Legislación Colombiana, en particular la Ley 55 de 1993 y el Decreto-Ley 1295 de 1994, obliga a todas las empresas y entidades, a la organización y desarrollo de sistemas de prevención y protección de los trabajadores que, en cualquier forma, utilicen o manipulen productos químicos durante su trabajo.

### **Análisis de riesgos**

El análisis del riesgo crediticio elaborada por la sociedad avalista del sector químicos debe estar orientada hacia unas medidas de evaluación sobre la operatoria de las medianas empresas de cada uno de los subsectores analizados,

(productos línea aseo y hogar, productos farmacéuticos, pinturas y tinturas y productos químicos y derivados) como la capacidad de pago, los flujos de ingresos y egresos, la solvencia, y la calidad los activos.

El riesgo de liquidez al cual está expuesta la sociedad avalista del sector químico se relaciona directamente con la capacidad de monetización de las contragarantías, la realización de garantías que agoten el fondo de riesgo y la negociabilidad de las inversiones formadas por parte de la sociedad propuesta.

Los riesgos propios en la operatoria de la sociedad avalista del sector químicos son de incumplimiento, y operativo, es por esto que es necesario e indispensable contar con un departamento que maneje políticas solidas en la gestión del riesgo que permitan calcular los riesgos asociados a cada subsector analizado y a la sociedad propuesta en general.

Para el análisis de los riesgos de una sociedad avalista de títulos emitidos por PyME's se determina de forma cualitativa ya que no existen referentes de identificación y análisis que permitan establecer otro tipo de estudio. Por lo anterior se establece por medio de la figura 24 de administración de riesgo los pasos necesarios que toda empresa debe seguir para calcular el riesgo al que se encuentra expuesto.

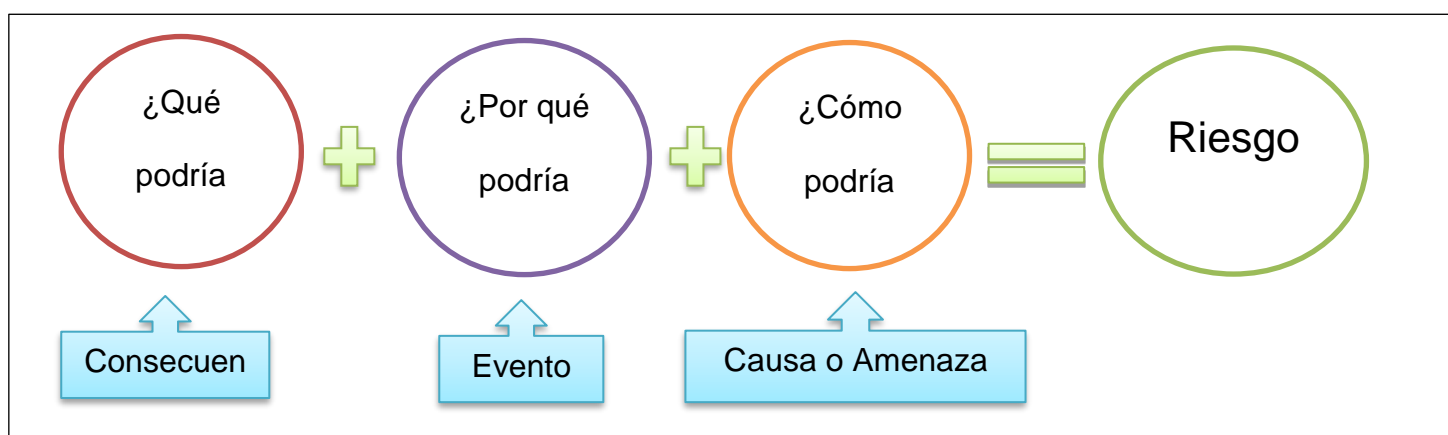


Figura 24 Ecuación de administración del riesgo

Se inicia por la consecuencia en esta se plantea ¿Qué podría ocurrir? es decir el efecto que tiene determinado riesgo sobre la sociedad avalista, luego se pasa al evento ¿por qué podría ocurrir? y se finaliza con la causa o amenaza ¿Cómo podría ocurrir? es decir la razón para que ocurra el riesgo, teniendo así como resultado el riesgo al cual la compañía puede estar incurriendo.

Posteriormente se plantea las variables necesarias para medir el nivel de riesgo de la sociedad, las cuales son el impacto y la frecuencia entendiéndose por impacto el efecto que produce los riesgos en la sociedad avalista y la frecuencia el número de veces que suceden los riesgos durante un determinado periodo de tiempo. Se trabajó en impacto desde severo siendo el más alto con valor de 5 hasta llegar a insignificante el de menor impacto con valor de 1; en la frecuencia se trabajó desde casi cierta siendo el que más veces se repite con valor de 5 hasta llegar a rara el que menos se repite con valor de 1. A continuación se muestra la tabla 1, que se trabajó (impacto\*frecuencia) para determinar el nivel de riesgo.

Tabla 1 Ecuación para la medición del nivel de riesgo

Impacto	Valor		Frecuencia	Valor	
Severo	5	×	Casi cierta	5	=
Mayor	4		Muy probable	4	
Moderado	3		Posible	3	
Menor	2		Improbable	2	
Insignificante	1		Rara	1	

**NIVEL DE  
RIESGO**

Fuente: SFC

A continuación se define los riesgos que la sociedad avalista debe gestionar.

### **Riesgo de Crédito**

En sentido general, el riesgo crediticio es la posibilidad de que una entidad incurra en pérdidas y se disminuya el valor de sus activos, como consecuencia de que sus deudores fallen en el cumplimiento oportuno o cumplan imperfectamente los términos acordados en los contratos de crédito. Toda la cartera de créditos está expuesta a este riesgo, en mayor o menor medida. (Superintendencia Bancaria de Colombia, Marzo 2002)

### **Riesgo de Liquidez**

Se entiende por riesgo de liquidez la contingencia de no poder cumplir plenamente, de manera oportuna y eficiente los flujos de caja esperados e inesperados, vigentes y futuros, sin afectar el curso de las operaciones diarias o la condición financiera de la entidad. Esta contingencia (riesgo de liquidez de fondeo) se manifiesta en la insuficiencia de activos líquidos disponibles para ello y/o en la necesidad de asumir costos inusuales de fondeo. (Superintendencia Financiera de Colombia, 2013)

### **Riesgo Operativo**

Posibilidad de incurrir en pérdidas por deficiencias, fallas o inadecuaciones del recurso humano, los procesos, la tecnología, la infraestructura o por la ocurrencia de acontecimientos externos. Incluye el riesgo legal y reputacional. (Superintendencia Financiera de Colombia, Diciembre 2006)

## Riesgo de Mercado

Se entiende por riesgo de mercado la posibilidad de que las entidades incurran en pérdidas asociadas a la disminución del valor de sus portafolios, las caídas del valor de las carteras colectivas o fondos que administran, por efecto de cambios en el precio de los instrumentos financieros en los cuales se mantienen posiciones dentro o fuera del balance. (Superintendencia Financiera de Colombia, 2007)

Po medio de las siguientes figuras (25, 26, 27,28) se muestra la clasificación de los riesgos y sus respectivos análisis.

### Clasificación de riesgos y análisis

<b>CONSECUENCIA</b> ¿Qué podría ocurrir?	<b>EVENTO</b> ¿Por qué podría ocurrir?	<b>CAUSA</b> ¿Cómo podría ocurrir?	<b>FUENTE</b>	<b>RIESGO</b>
Iliquidez a la SGR	Incumplimiento de pago	Dificultades financieras del emisor	Análisis financiero para determinar capacidad de pago.	Crédito
Genera iliquidez y pérdida económica	Garantías a ejecutar	Iliquidez de garantías	Garantías que se solicitan al emisor para avalar el título.	Crédito

Figura 25 Análisis riesgo de crédito

Fuente: Elaboración propia

El incumplimiento de pago por parte de los clientes hacia la sociedad avalista es de frecuencia posible e impacto moderado ya que se realiza un estudio detallado de crédito y las posibles causas que generaría el no pago de la obligación.

Las contragarantías que exige la entidad a los clientes son de frecuencia improbable con mayor impacto debido a que estas deben ser liquidas y que cubran la mayor parte de la obligación adquirida por parte del cliente.

<b>CONSECUENCIA</b> ¿Qué podría ocurrir?	<b>EVENTO</b> ¿Por qué podría ocurrir?	<b>CAUSA</b> ¿Cómo podría ocurrir?	<b>FUENTE</b>	<b>RIESGO</b>
Costo de financiación	Constituir un fondo de riesgo	Cubrir los montos avalados cuando existe incumplimiento del emisor	Estudio de los montos de las emisiones	Liquidez

Figura 26 Análisis riesgo de liquidez

Fuente: Elaboración propia

Al realizar la sociedad avalista un estudio de crédito y además exija contragarantías por casos especiales, el pago por incumplimiento por parte del fondo de riesgo es de frecuencia improbable, pero si llega a suceder tendría un impacto mayor sobre el capital del fondo de riesgo.



<b>CONSECUENCIA</b> ¿Qué podría ocurrir?	<b>EVENTO</b> ¿Por qué podría ocurrir?	<b>CAUSA</b> ¿Cómo podría ocurrir?	<b>FUENTE</b>	<b>RIESGO</b>
Apropiamiento indebidos de activos de la entidad.	Fraude interno	Empleados sin ética	Recurso Humano	Operativo
Apropiamiento indebidos de activos de la entidad.	Fraude externo	Personas sin ética	Persona externa	Operativo
Mal ambiente en el desarrollo de los procesos.	Relaciones laborales	Incompatibilidad con los reglamentos de la institución	Reglamentos	Operativo
No satisfacción de los clientes sobre el instrumento.	Clientes	Fallas de las obligaciones frente a los clientes	Recurso humano	Operativo
Daños de los activos	Daños a activos físicos	Falta de mantenimiento	Infraestructura	Operativo
Paro del sistema y pérdidas derivado de esto.	Fallas tecnológicas	-Falta de mantenimiento -Sobrecarga -No	Tecnología	Operativo

		actualización del software		
Pérdidas o mayores costos.	Ejecución y administración de procesos en el fondo.	Mala ejecución en los procesos del fondo	Procesos	Operativo

Figura 27 Análisis riesgo de operativo

Fuente: Elaboración propia

La sociedad avalista corre el riesgo de contratar empleados sin ética y poco sentido de pertenencia con la empresa, sin darle importancia a los activos de la empresa que afectan directamente la operación de esta. Por lo anterior este riesgo es de frecuencia muy probable con impacto moderado.

La sociedad avalista corre el riesgo de entablar relaciones con personas sin ética que buscan el beneficio propio o favorecer a otras entidades afectando la reputación y la imagen de la sociedad. Por lo anterior este riesgo es de frecuencia posible con impacto mayor.

En el momento de entablar una relación laboral con la sociedad o con un empleado de la empresa, las dos partes deben estar de acuerdo con los reglamentos que las rigen; es por ello que este riesgo se maneja con frecuencia improbable e impacto menor.

La sociedad avalista busca satisfacer a sus clientes con los productos que ofrece, pero si esto no se logra, genera que ellos se dirijan a otras empresas que manejan los mismos productos o similares ocasionando pérdidas y mala imagen de la empresa. Por lo anterior este riesgo es de frecuencia improbable con un impacto severo.

Una de las políticas de la sociedad avalista es realizar mantenimientos preventivos o correctivos sobre los activos de la empresa, es por esto que los daños a activos son de frecuencia improbable pero si llegan a suceder son de impacto moderado porque afecta la actividad normal de la empresa.

Uno de los planes preventivos que maneja la sociedad avalista es la prevención en los sistemas operativos de la empresa, pero la sociedad no puede controlar las fallas que se presenten en los sistemas, es por esto que maneja una frecuencia posible generando un mayor impacto en las actividades de la empresa.

Si la sociedad avalista no posee un buen manejo en los procesos operativos y administrativos genera pérdidas significativas en la empresa, es por esto que se hacen controles preventivos para disminuir la frecuencia a posible y evitar un impacto severo en los estados financieros de la compañía.

<b>CONSECUENCIA</b> ¿Qué podría ocurrir?	<b>EVENTO</b> ¿Por qué podría ocurrir?	<b>CAUSA</b> ¿Cómo podría ocurrir?	<b>FUENTE</b>	<b>RIESGO</b>
Sus títulos se deprecien.	Tasa de interés	Variación en el tipo de interés	Rentabilidad del título	Mercado
Disminuciones en rentabilidad en inversiones.	Tipo de cambio	Fluctuaciones en los tipos de cambio	Inversiones del fondo	Mercado
Disminución en el precio de la acción	Precio de acciones del fondo	Noticias que afecten la reputación de la empresa	Patrimonio de la SGR.	Mercado
Perdida en las inversiones	Inversión en carteras colectivas	Poco análisis técnico y fundamental de los portafolios de inversión	Análisis de los diferentes portafolios de inversión.	Mercado

Figura 28 Análisis riesgo de mercado

Fuente: Elaboración propia

Al manejar la sociedad avalista un título debe estar alerta a los cambios en la tasa de interés y así efectuar las variaciones necesarias para adaptarse, es por esto que tiene una frecuencia muy probable e impacto insignificante frente a las variaciones en las tasas de interés.

La sociedad avalista pretende hacer inversión en títulos o portafolios en el exterior y ámbito nacional, es por esto que la fluctuación en la tasa de cambio y la variación en los portafolios afecta directamente las ganancias de la empresa, pero al no ser su objeto social tiene un impacto menor sobre las utilidades, a pesar de que la fluctuación del dólar y la variación en las carteras colectivas tiene una frecuencia muy probable.

Los precios de las acciones varían según las noticias o rumores que existan de la empresa, afectando positiva o negativamente el valor de la acción; estas situaciones se manejan con frecuencia muy probables porque son situaciones que no se pueden controlar y llegan a generar un mayor impacto en el patrimonio de la empresa.

### Matriz de riesgos para la sociedad avalista

Para concluir después de realizar el análisis de riesgos se obtuvo la siguiente matriz de riesgos, expresada en la figura 29.

F R C U E N C I A	Casi Cierta (5)	A	A	E	E	E
	Muy Probable(4)	M	A	A	E	E
	Posible (3)	B	M	A	E	E
	Improbable (2)	B	B	M	A	E
	Rara (1)	B	B	M	A	A
		Insignificante(1)	Menor (2)	Moderado(3)	Mayor (4)	Severo (5)
<b>IMPACTO</b>						

Extremo	E
Alto	A
Moderado	M
Bajo	B

F R C U E N C I A	Casi Cierta (5)					
	Muy Probable (4)	RM1	RM2 RM4	RO1	RM3	
	Posible (3)			RC1	RO6 RO2	RO7
	Improbable (2)		RO3	RO5	RC2 RL1	RO4
	Rara (1)					
		Insignificante (1)	Menor (2)	Moderado (3)	Mayor (4)	Severo (5)
<b>IMPACTO</b>						

Extremo	E
Alto	A
Moderado	M
Bajo	B

Figura 29 Matriz de riesgos

Fuente: SFC

## **Plantilla de simulación de costos y rendimiento de la emisión de un título**

Después de realizar los posibles costos asociados al título se procedió a diseñar una plantilla que permite a las empresas de cualquier sector hacer la simulación de los costos y rendimientos relacionados con la emisión de un título como una opción de financiamiento diferente a las Bancarias.

En esta se puede apreciar los diferentes costos, tasas de rendimiento al inversionista, periodos de emisión, indicadores financieros (ROA, ROE y nivel de apalancamiento) y variación en las utilidades de la empresa según el escenario.

Los costos asociados se clasificaron en costos básicos iniciales y en costos básicos recurrentes.

Los costos básicos están conformados por Costos Sociedad Avalista y la Estructuración y colocación del Título de pago diferido, los cuales tienen diferentes porcentajes y se multiplican por el monto de la emisión.

Los costos recurrentes son: cuota de sostenimiento (anual), inscripción BVC (único), inscripción RNVE – SFC (único), Negociación y Gravamen Movimiento Financiero. Al igual que los anteriores costos es su respectivo porcentaje por el monto de la emisión. Sin embargo, la inscripción a la RNVE – SFC se toma de multiplicar la tasa por el patrimonio de la empresa.

Las tasas de rendimiento al inversionistas pueden ser fijas o variables, las cuales se pueden digitar y buscar el escenario deseado para el emisor. La tasa variable va a ser la DTF + puntos adicionales.

Para finalizar podemos hacer una comparación modificando todas las variables anteriormente mencionadas y se pueden ver los cambios reflejados en el porcentaje de apalancamiento, ROA, ROE y las Utilidades netas de la empresa según los parámetros digitados.

El modelo de la plantilla se encuentra anexo en el CD.



## Conclusiones

- El sistema colombiano cuenta con una entidad (Bancóldex) que cumple las características necesarias a nivel operativo, organizacional y legal, para ser el posible ente avalista y administrador de títulos de corto plazo, la cual ayudará al desarrollo y crecimiento de las empresas del sector manufacturero colombiano.
- El proceso de encuestas permitió conocer las principales restricciones de las Pymes en cuanto a capital de trabajo, recurso humano, acceso al financiamiento, además de otros factores importantes como lo son la insatisfacción en cuanto a variables como el plazo de los créditos, tasas, trámites y tiempo de desembolso.
- En cuanto al interés de emitir títulos de corto plazo para la financiación del capital de trabajo, las empresas encuestadas consideran que si este método de financiación trae beneficios en cuanto a tasas, disminución de los tiempo de solicitud, beneficios fiscales, legales y tributarios estarían dispuestos a utilizar este método de financiación, pero estarían poco dispuestas a revelar información financiera para poder incursionar en la Bolsa de Valores.
- Las empresas del sector químico colombiano tienen necesidades de capital que oscilan entre 180 a 270 días, por lo que la posibilidad de emisión de un título de corto plazo con mejores tasas, que represente beneficios tributarios, legales, entre otros es la mejor alternativa para las pymes como método de financiación. Lo anterior supone una necesidad de plazo inferior a un año.
- Las empresas grandes de los subsectores trabajados requieren invertir en KTO un porcentaje menor del total de las inversiones en comparación con

las empresas medianas, lo cual evidencia una concentración importante de recursos en el corto plazo.

- En cuanto al costo financiero contable se evidenció en los subsectores trabajados del sector químico, (laboratorios farmacéuticos, línea hogar y aseo, químicos y derivados, pinturas y tinturas) costos más altos en las empresas medianas en términos anuales.
- Al observar la rentabilidad de los activos en los subsectores, (laboratorios farmacéuticos, línea hogar y aseo, químicos y derivados, pinturas y tinturas) no podría llegar a tener potencial para crear valor, ya que apenas se está cubriendo lo que les está costando el dinero.
- En cuanto a la forma en que las empresas de los subsectores analizados se financian, se puede concluir que utilizan un porcentaje significativo en cuanto al total activo operacional neto, obligaciones financieras, y aportes de socios.
- El sector químico posee características particulares que conlleva a la necesidad de contar con un control integral del riesgo, como mecanismo para entenderlos, medirlos y controlarlos, en un entorno de incertidumbre y volatilidad, que ayude en el proceso de toma de decisiones.
- En conclusión se aprecia una necesidad de financiación de corto plazo que permita conseguir a mejores tasas el apalancamiento y en el mediano y largo plazo la rentabilidad pueda facilitar la creación de valor para las empresas.
- El título de corto plazo emitido por las pymes es un instrumento atractivo para las personas que posean superávit monetario, debido que cumple con las mismas características de plazo que un CDT y ofrece mejores tasas.

Cuadro resumen de los resultados obtenidos en cada subsector analizado:

SUBSECTOR LABORATORIOS FARMACÉUTICOS	SUBSECTOR LÍNEA HOGAR Y ASEO
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Las empresas grandes requieren invertir en KTO un 37,20% del total de las inversiones, mientras que las empresas medianas utilizar un 50,75%, lo anterior evidencia una concentración importante de recursos en el corto plazo.</li> <li>• En cuanto al ciclo operacional se aprecia un ciclo más corto para las empresas medianas, las cuales en promedio demoran entre 230 y 240 días, mientras las empresas grandes lo hacen en un promedio de 315 días, lo anterior supone una necesidad de plazo inferior a un año.</li> <li>• En cuanto al costo promedio de financiación que se calcula con información contable, se aprecia</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Las empresas grandes requieren invertir en KTO un 54,37% del total de las inversiones, mientras que las empresas medianas utilizar un 56,72%, lo anterior evidencia una concentración importante de recursos en el corto plazo.</li> <li>• En cuanto al ciclo operacional se aprecia que las empresas grandes tienen promedio de 177 días, mientras que las medianas lo hacen a un promedio de 182 días. En este caso las dos empresas tienen ciclos de corto plazo siendo candidatas a emitir a 270 días. Lo anterior supone una necesidad de plazo inferior a un año.</li> <li>• En cuanto al costo promedio de</li> </ul>

<p>para las empresas grandes una tasa de 10,75%, mientras que las medianas un 11,50% en términos anuales, esto significa un costo en términos variables de DTF(4,32%) + 7,18%, una tasa más costosa frente a las otorgadas a empresas grandes.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• En las empresas grandes de laboratorios farmacéuticos, el KTO se apalanca un 55,78% con el total activo operacional neto (proveedores y obligaciones operacionales), mientras que en las medianas se observa un porcentaje de 44,24%. En cuanto a las obligaciones financieras apalancaron el 17,65% del consolidado de KTO en las empresas grandes y el 14,36% en las medianas. De esta forma los accionistas aportaron un 26,57% en las empresas grandes, y un porcentaje mayor de 41,40% en las empresas medianas.</li> </ul>	<p>financiación que se calcula con información contable, se aprecia para las empresas grandes una tasa de 6,01%, mientras que las medianas un 27,31% en términos anuales, esto significa un costo en términos variables de DTF(4,32%) + 22,99%, una tasa más costosa frente a las otorgadas a empresas grandes.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• En las empresas grandes de laboratorios farmacéuticos, el KTO se apalanca un 43,00% con el total activo operacional neto (proveedores y obligaciones operacionales), mientras que en las medianas se observa un porcentaje mayor de 48,39%. En cuanto a las obligaciones financieras apalancaron el 45,54% del consolidado de KTO en las empresas grandes y el 20,62% en las medianas. De esta forma los accionistas aportaron un 11,46% en las empresas</li> </ul>
--	--

	<p>grandes, y un porcentaje mayor de 30,99% en las empresas medianas.</p>
<p style="text-align: center;"><b>SUBSECTOR QUÍMICOS Y DERIVADOS</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Las empresas grandes requieren invertir en KTO un 44,57% del total de las inversiones, mientras que las empresas medianas utilizar un 51,99%, lo anterior evidencia una concentración importante de recursos en el corto plazo.</li> <li>• En cuanto al ciclo operacional se aprecia que las empresas grandes tienen promedio de 180 días, mientras que las medianas lo hacen a un promedio de 246 días. En este caso las dos empresas tienen ciclos de corto plazo siendo candidatas a emitir a 270 días. Lo anterior supone una necesidad de plazo inferior a un</li> </ul>	<p style="text-align: center;"><b>SUBSECTOR PINTURAS Y TINTURAS</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Las empresas grandes requieren invertir en KTO un 52,72% del total de las inversiones, mientras que las empresas medianas utilizar un 67,28%, lo anterior evidencia una concentración importante de recursos en el corto plazo.</li> <li>• En cuanto al ciclo operacional se aprecia un ciclo más corto para las empresas grandes, las cuales en promedio demoran entre 179 días, mientras las empresas medianas lo hacen en un promedio de 183 días, lo anterior supone una necesidad de plazo inferior a un año.</li> <li>• En cuanto al costo promedio de financiación que se calcula con</li> </ul>

<p>año.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• En cuanto al costo promedio de financiación que se calcula con información contable, se aprecia para las empresas grandes una tasa de 4,90%, mientras que las medianas un 12,92% en términos anuales, esto significa un costo en términos variables de <math>DTF(4,32\%) + 8,6\%</math>, una tasa más costosa frente a las otorgadas a empresas grandes.</li> <li>• En las empresas grandes de laboratorios farmacéuticos, el KTO se apalanca un 39,09% con el total activo operacional neto (proveedores y obligaciones operacionales), mientras que en las medianas se observa un porcentaje mayor de 43,74%. En cuanto a las obligaciones financieras apalancaron el 20,04% del consolidado de KTO en las empresas grandes y el 15,07% en las medianas. De esta</li> </ul>	<p>información contable, se aprecia para las empresas grandes una tasa de 5,00%, mientras que las medianas un 11,10% en términos anuales, esto significa un costo en términos variables de <math>DTF(4,32\%) + 6,78\%</math>, una tasa más costosa frente a las otorgadas a empresas grandes.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• En las empresas grandes de laboratorios farmacéuticos, el KTO se apalanca un 46,59% con el total activo operacional neto (proveedores y obligaciones operacionales), mientras que en las medianas se observa un porcentaje mayor de 50,63%. En cuanto a las obligaciones financieras apalancaron el 18,53% del consolidado de KTO en las empresas grandes y el 19,16% en las medianas. De esta forma los accionistas aportaron un 34,88% en las empresas grandes, y un porcentaje mayor</li> </ul>
--	---

<p>forma los accionistas aportaron un 40,87% en las empresas grandes, y un porcentaje mayor de 41,19% en las empresas medianas.</p>	<p>de 30,21% en las empresas medianas.</p>
---	--

# ANEXOS



#	EMPRESA	UBICACIÓN	TELÉFONO	SECTOR	SUBSECTOR	TAMAÑO
1	ACTIFARMA	Bogotá	.+57-1-6279997	Químicos	Laboratorios Farmacéuticos	Mediana
2	ADHESIVOS INTERNACIONALES S.A.S	Valle del Cauca - Cali	.+57-2-8825555	Químicos	Laboratorios Farmaceuticos	Mediana
3	ANGLO PHARMA S.A	Bogotá	.+57-1-2409905	Químicos	Laboratorios Farmaceuticos	Mediana
4	AQUILABS S.A	Bogotá	.+57-1-2181098	Químicos	Laboratorios Farmaceuticos	Mediana
5	ARBOFARMA S.A.S	Bogotá	.+57-1-2691140	Químicos	Laboratorios Farmaceuticos	Mediana
6	FORERO'S CELULAS FRESCAS LTDA	Bogotá	.+57-1-2321300	Químicos	Laboratorios Farmaceuticos	Mediana
7	GARMISCH PARMACEUTICAL S.A	Bogotá	.+57-1-7465557	Químicos	Laboratorios Farmaceuticos	Mediana
8	INDUSTRIA COLOMBIANA FARMACEUTICA ICOFARMA S.A	Bogotá	.+57-1-2554985	Químicos	Laboratorios Farmaceuticos	Mediana
9	INTERNATIONAL SUPPLIES LTDA	Bogotá	.+57-1-7447878	Químicos	Laboratorios Farmaceuticos	Mediana
10	INVET S.A	Bogotá	.+57-1-3682159	Químicos	Laboratorios Farmaceuticos	Mediana
11	ITAL QUIMICA S.A.S	Bogotá	.+57-1-7450550	Químicos	Laboratorios Farmaceuticos	Mediana
12	SKIN MASTER S.A	Bogotá	.+57-1-5287777	Químicos	Laboratorios Farmaceuticos	Mediana
13	TRIDEX FARMACEUTICA S.A.S	Bogotá	.+57-1-3409682	Químicos	Laboratorios Farmaceuticos	Mediana
14	VELEZ LAB S.A.S	Bogotá	.+57-1-6205048	Químicos	Laboratorios Farmaceuticos	Mediana
1	VIDRIO TECNICO DE COLOMBIA S.A	Bogotá	.+57-1-2772200	Químicos	Laboratorios	Mediana

5					Farmacéuticos	
1 6	BARDOT SA	Bogotá	.+57-1-3703999	Químicos	Productos Linea Hogar y Aseo	Mediana
1 7	BEIERSDORF S.A	Bogotá	.+57-1-6447790	Químicos	Productos Linea Hogar y Aseo	Mediana
1 8	BIGEN COLOMBIA S.A	Bogotá	.+57-1-6783810	Químicos	Productos Linea Hogar y Aseo	Mediana
1 9	BIOTECNICK SAS	Bogotá	.+57-1-6428577	Químicos	Productos Linea Hogar y Aseo	Mediana
2 0	C.I DIGI COSMETIC COLOMBIA	Bogotá	.+57-1-7449525	Químicos	Productos Linea Hogar y Aseo	Mediana
2 1	COPACKING ANDINA S.A	Atlántico - Barranquilla	.+57-5-3797558	Químicos	Productos Linea Hogar y Aseo	Mediana
2 2	COSMETIC FASHION CORPORATION S.A	Bogotá	.+57-1-5414840	Químicos	Productos Linea Hogar y Aseo	Mediana
2 3	COSMETIC FRANCE LTDA	Bogotá	.+57-1-4118088	Químicos	Productos Linea Hogar y Aseo	Mediana
2 4	DIVERSEY COLOMBIA LTDA	Bogotá	.+57-1-4870111	Químicos	Productos Linea Hogar y Aseo	Mediana
2 5	EMPRESA DE COSMETICOS Y SERVICIOS	Antioquia - Itagüí	.+57-4-4480545	Químicos	Productos Linea Hogar y Aseo	Mediana
2 6	HARTUNG Y CIA S.A	Bogotá	.+57-1-3605677	Químicos	Productos Linea Hogar y Aseo	Mediana
2 7	INDUSTRIA DE DETERGENTES Y JABONERIA S.A.S	Bogotá	.+57-1-7413310	Químicos	Productos Linea Hogar y Aseo	Mediana
2 8	INDUSTRIA JABONERA LA JIRAFÁ S.A.S	Antioquia - Envigado	.+57-4-4035050	Químicos	Productos Linea Hogar y Aseo	Mediana
2 9	INDUSTRIAS BIGGEST S.A.S	Bogotá	.+57-1-2446085	Químicos	Productos Linea Hogar y Aseo	Mediana
3 0	INDUSTRIAS JOCALI LTDA	Antioquia - Itagüí	.+57-4-6046144	Químicos	Productos Linea Hogar y Aseo	Mediana
3	ABONAMOS S.A	Antioquia - La Estrella	.+57-4-3031633	Químicos	Químicos y	Mediana

1					Derivados	
3 2	AGRICENSE LTDA	Cundinamarca - Soacha	.+57-1-7776868	Químicos	Químicos y Derivados	Mediana
3 3	ARTECOLAPIN COLOMBIA S.A	Cundinamarca - Mosquera	.+57-1-8276086	Químicos	Químicos y Derivados	Mediana
3 4	BASIC FARM S.A			Químicos	Químicos y Derivados	Mediana
3 5	DISPROQUIN S A S	Valle del cauca - Candelaria	.+57-2-6807125	Químicos	Químicos y Derivados	Mediana
3 6	DISTRAGO QUIMICA S.A	Bogotá	.+57-1-4181205	Químicos	Químicos y Derivados	Mediana
3 7	DORICOLOR S.A	Antioquia - Sabaneta	.+57-4-3054700	Químicos	Químicos y Derivados	Mediana
3 8	HRA UNIQUIMICA S.A	Antioquia - La Estrella	.+57-4-3095555	Químicos	Químicos y Derivados	Mediana
3 9	INDUSTRIAL JUVAL LTDA	Bogotá	.+57-1-4203188	Químicos	Químicos y Derivados	Mediana
4 0	INDUSTRIAS EMU S.A	Antioquia - Itagüí	.+57-4-3731112	Químicos	Químicos y Derivados	Mediana
4 1	INDUSTRIAS LEMBER S.A	Valle del Cauca - Yumbo	.+57-2-6668027	Químicos	Químicos y Derivados	Mediana
4 2	QUIMERCO S.A			Químicos	Químicos y Derivados	Mediana
4 3	QUIMICA BASICA S.A	Antioquia - Envigado	.+57-4-4449496	Químicos	Químicos y Derivados	Mediana
4 4	QUIMICA INTEGRADA S.A	Huila - neiva	.+57-8-8989327	Químicos	Químicos y Derivados	Mediana
4 5	QUIMICA MODERNA S.A. QUIMOR .S.A	Valle del Cauca - Guadalajara de Buja	.+57-2-2288244	Químicos	Químicos y Derivados	Mediana
4 6	CARALZ LTDA			Químicos	Tinturas y Pinturas	Mediana
4	COMERCIALIZADORA INTERNACIONAL TINTAS Y	Antioquia - Itagüí	.+57-4-3726266	Químicos	Tinturas y Pinturas	Mediana

7	PINTURAS					
4 8	COMPAÑIA PRODUCTORA DE PINTURAS DEL CARIBE	Atlántico - Barranquilla	.+57-5-3505566	Químicos	Tinturas y Pinturas	Mediana
4 9	FABRICA DE PINTURAS PINTUFLEX	Cundinamarca - Madrid	.+57-1-8289300	Químicos	Tinturas y Pinturas	Mediana
5 0	GRICOAT DE COLOMBIA	Antioquia - Itaguí	.+57-3720712	Químicos	Tinturas y Pinturas	Mediana
5 1	GRUPO IT INDUSTINTAS SAS	Valle del Cauca - Yumbo	.+57-2-6802222	Químicos	Tinturas y Pinturas	Mediana
5 2	INDISTRIAS MACAR PALMIRA	Valle del cauca - Palmira	.+57-2-6669132	Químicos	Tinturas y Pinturas	Mediana
5 3	INDUSTRIA PODICOL LTDA	Risaralda - Dos Quebradas	.+57-6-3300335	Químicos	Tinturas y Pinturas	Mediana
5 4	METALQUIMICA COLOMBIANA	Bogotá	.+57-1-2619445	Químicos	Tinturas y Pinturas	Mediana
5 5	PEGOMAX SA	Bogotá	.+57-1-7265033	Químicos	Tinturas y Pinturas	Mediana
5 6	PINTURAS MULTITONOS	Bogotá	.+57-1-2618503	Químicos	Tinturas y Pinturas	Mediana
5 7	PINTURAS NACIONALES SA			Químicos	Tinturas y Pinturas	Mediana
5 8	PINTURAS PRIME	Antioquia - Medellin	.+57-4-3525959	Químicos	Tinturas y Pinturas	Mediana
5 9	PINTURAS SUPER	Cundinamarca - Mosquera	.+57-1-8270204	Químicos	Tinturas y Pinturas	Mediana
6 0	PINTURAS Y ADHESIVOS CI PYASA COLOMBIANA	Cundinamarca - Guasca	.+57-1-2435007	Químicos	Tinturas y Pinturas	Mediana

**ENCUESTA**

**Proyecto de investigación: Propuesta de un Título de Pago Diferido emitido por pequeñas y medianas empresas para ser negociado en el mercado público de valores colombiano.**

A continuación encontrará una serie de preguntas con el fin de conocer las características estructurales, recursos y expectativas de las pequeñas y medianas empresas – PyMES con respecto al Título de Pago Diferido.

Esta encuesta no lo comprometerá en ningún caso con los resultados encontrados; es importante que responda con la mayor sinceridad posible y marque su respuesta para cada una de las siguientes preguntas; su opinión es valiosa para el desarrollo de este proyecto de investigación.

**INFORMACIÓN GENERAL:**

NOMBRE DE LA EMPRESA: \_\_\_\_\_

Email: \_\_\_\_\_ CARGO \_\_\_\_\_

**Número de Empleados:** Menos de 11 \_\_\_ Entre 11 y 50 \_\_\_ Entre 51 y 200 \_\_\_ Más 200 \_\_\_\_\_

**Activos:** Menos de 501 SMLV (\$308.616.000) \_\_\_  
 Entre 501 y 5.000 SMLV (\$308.616.000 y \$3.080'000.000) \_\_\_  
 Entre 5.001 y 30.000 SMLV (\$3.080'000.000 y \$18.480'.000.000) \_\_\_  
 Más 30.000 SMLV (>\$18.480'000.000)

**Tipo de Sociedad:** S.A. \_\_\_ S.A.S \_\_\_ Ltda. \_\_\_ Otra ¿Cuál? \_\_\_\_\_

**Sector al que pertenece:**

Agropecuario \_\_\_ Comercio \_\_\_ Construcción \_\_\_ Manufactura \_\_\_ Salud \_\_\_  
 Servicios \_\_\_ Transporte \_\_\_ Minero \_\_\_ Otro \_\_\_Cuál? \_\_\_\_\_

**Antigüedad:** Menos de 5 años \_\_\_ Entre 5 y 10 años \_\_\_ Entre 10 y 20 años \_\_\_ Mayor a 20 años \_\_\_\_\_

**Actividad en el exterior:** Exporta Si \_\_\_ No \_\_\_ Importa Si \_\_\_ No \_\_\_

**1. Los principales obstáculos que enfrenta para el desarrollo de las actividades empresariales son: Marque con una X según considere**

Obstáculos	1 Muy importante	2 Poco importante	3 Ligeramente importante	4 Nada importante
Falta de recursos financieros				
Falta de apoyo por parte de las entidades del				

gobierno				
Bajo retorno de la inversión				
Falta de adecuada infraestructura				
Falta de recurso humano calificado				

**2. La fuente de financiamiento de corto plazo que la empresa ha utilizado en los últimos dos años es:**

- Crédito bancario                       Proveedores  
 Recursos propios                       Sistemas no formales de crédito

**3. Marque con una X el porcentaje de uso para cada una de las siguientes fuentes de financiación con respecto a los activos totales:**

Fuentes de financiamiento	No se financia	Del 1% al 30% de los activos totales	Del 31 al 60% de los activos totales	Del 61% al 100% de los activos totales
Crédito bancario				
Proveedores				
Recursos propios				
Sistemas no formales de crédito				

**4. De acuerdo a la necesidad de inversión de la empresa, el porcentaje de destino de los recursos financieros obtenidos se ha utilizado así:**

Destinación recursos obtenidos	Del 0% al 15%	Del 16% al 30%	Del 31% al 45%	Del 46% al 60%	Del 60 al 75%	Del 76% al 100%
Capital de trabajo						
Compra de maquinaria y equipo						
Remodelaciones o adecuaciones						
Compra de edificaciones						
Compra de tecnología						

**5. ¿Cuál fue el plazo del último crédito tomado con el sistema financiero?**

- Menos de un año  
 Entre 1 y 3 años  
 Entre 3 y 5 años  
 Más de 5 años

**6. La modalidad del crédito tomada por la empresa en esa oportunidad fue:**

- Personal, con destino a la empresa
- Empresarial con garantía de pagaré (firmas)
- Empresarial con garantía (Hipotecas, prendas)

**7. Ha utilizado la financiación de líneas de fomento / redescuento ofrecidas por Entidades del Gobierno?**

SI  NO  Por qué?

**8. El grado de satisfacción con respecto a la oferta crediticia en las siguientes variables; marque con una X según corresponda.**

Evaluación de la oferta crediticia	1 Nada satisfecho	2 Ligeramente satisfecho	3 Poco satisfecho	4 Muy satisfecho
Tasa de interés				
Plazo				
Montos otorgados				
Requisitos solicitados				
Trámites y procesos				
Tiempo de respuesta y desembolso				

**9. Los principales motivos que limitan acceder a más créditos en el sistema financiero son: (señalar máximo tres)**

- Tasa de interés
- Plazo
- Montos
- Requisitos
- Trámites
- Atención y servicio al cliente
- Estudio y aprobación
- Otros. Cuáles? \_\_\_\_\_

**10. ¿Estaría dispuesto a financiar el capital de trabajo de la empresa con la emisión de un título de deuda corto plazo?**

SI  NO  Por qué?

**11. ¿Estaría dispuesta su empresa a entregar información financiera y contable para proponer y estructurar una alternativa de financiación en el corto plazo?**

SI   
NO

**12. Si el mercado ofrece la opción de financiarse a corto plazo con la emisión de un título de deuda que se negocie en el mercado de valores colombiano, ¿Lo haría?**

SI   
NO

13. Si financiarse con la emisión de un título de renta fija a corto plazo en el mercado de valores colombiano ofrece mejores condiciones legales, fiscales, financieras y operativas con respecto a la oferta actual de créditos ¿Utilizaría esta opción?

SI \_\_\_ NO \_\_\_

14. ¿Estaría dispuesto a participar con la emisión de un título de deuda a corto plazo de renta fija, en un Fondo Colectivo para negociarse en el mercado de valores colombiano?

SI \_\_\_ NO \_\_\_

15. ¿Considera como alternativa de financiación para su empresa, el ingreso al mercado de valores colombiano como emisor?

NO \_\_\_

SI \_\_\_

16. Qué beneficios o ventajas tendría su empresa, si ingresa como emisor al mercado de valores colombiano?

---



---



---



---

17. Los servicios que le gustaría recibir de una Firma que administre y avale la emisión de títulos para buscar financiar en el mercado público de valores:

Servicios de la Firma Administradora	1 Muy importante	2 Poco importante	3 Ligeramente importante	4 Nada importante
Estudio Financiero y empresarial para estructurar el título de acuerdo a las necesidades del emisor PyME				
Apoyo en el proceso de formalización empresarial y transparencia en la revelación de información				
Gobierno corporativo: Apoyo y asesoría para la adhesión de mejores prácticas empresariales				
Capacitación y Educación Financiera: Seminarios y talleres sobre temas bursátiles y financieros				
Gestión del Riesgo: Para generar confianza a los inversionistas y liquidez a los títulos negociados				
Información: comprender el sistema de información bursátil				



18. Indique el cumplimiento de su empresa para los siguientes aspectos que son básicos para estructurar y negociar un título en el mercado de valores colombiano:

ASPECTOS	Cumple	No cumple
Formalidad del negocio (Constitución, estructura organizacional y revelación completa de la información financiera)		
Claridad en los planes de negocio para verificar modelo de negocio		
Gestión de riesgos (menores costos de financiación y confianza en el mercado)		
Certificaciones en sistemas de gestión de calidad		

19. Le gustaría ser parte del proyecto piloto: “Estructuración del título de deuda renta fija corto plazo de acuerdo a las necesidades del Emisor (Pyme) y necesidades del Inversionista (natural o institucional)” ? SI \_\_\_\_ NO \_\_\_\_

20. Estaría interesado en ser parte de una sociedad anónima cuyo objeto fundamental es el conceder avales o garantías para que los socios-empresarios obtengan financiación para sus empresas? SI \_\_\_\_ NO \_\_\_\_

21. Usted, de qué forma participaría en la creación de una Sociedad de Garantías tipo sociedad anónima ?  
 Como Socio-empresario partícipe que solicita los avales \_\_\_\_  
 Como Socio-empresario protector que brinda apoyo a las pymes y protege el riesgo del aval. \_\_\_\_

22. Qué otros servicios le gustaría encontrar en una sociedad de garantías?. Marcar sólo dos.

- Servicios de información de nuevos instrumentos financieros para el corto ó largo plazo. \_\_\_\_
- Asesoría en la definición de la estructura financiera apropiada para el proyecto de inversión. \_\_\_\_
- Estructuración del título de deuda corto plazo más adecuado a sus necesidades de inversión \_\_\_\_
- Capacitación en temas financieros y bursátiles \_\_\_\_

23. Considera necesaria la creación de una Sociedad de Garantías para apoyar a las pymes en las decisiones de financiación, con la emisión de un título de deuda corto plazo en el mercado de valores colombiano?  
 SI \_\_\_\_ NO \_\_\_\_ Por qué?

## REFERENCIAS

ANDI. (NA de 12 de 2013). *ANDI*. Recuperado el 30 de 08 de 2014, de

<http://www.andi.com.co/Archivos/file/ANDI%20->

[%20Balance%202013%20y%20perspectivas%202014.pdf](http://www.andi.com.co/Archivos/file/ANDI%20-%20Balance%202013%20y%20perspectivas%202014.pdf)

Bancóldex. (s.f de 12 de 2005). *Bancóldex*. Recuperado el 11 de 10 de 2014, de

[http://www.Bancóldex.com/documentos/267\\_5capitulo\\_iii\\_garantias.pdf](http://www.Bancóldex.com/documentos/267_5capitulo_iii_garantias.pdf)

Bancóldex. (s.f de 04 de 2014). *Bancóldex*. Recuperado el 12 de 10 de 2014, de

[http://www.Bancóldex.com/documentos/6578\\_Funciones\\_de\\_las\\_%C3%A1reas.pdf](http://www.Bancóldex.com/documentos/6578_Funciones_de_las_%C3%A1reas.pdf)

Bancóldex. (S.f de S.f de S.f). *Bancóldex*. Recuperado el 30 de 09 de 2014, de

Bancóldex: <http://www.Bancóldex.com/acerca-de-nosotros92/Que-es->

[Bancóldex.aspx](http://www.Bancóldex.com/acerca-de-nosotros92/Que-es-Bancóldex.aspx)

BCBA. (s.f.). Recuperado el 05 de 08 de 2014, de

[http://www.bcba.sba.com.ar/pymes/instrumentos\\_pymes.php](http://www.bcba.sba.com.ar/pymes/instrumentos_pymes.php)

BCBA (Bolsa de Comercio de Buenos Aires). (s.f.). *BCBA (Bolsa de Comercio de*

*Buenos Aires)*. Recuperado el 05 de 08 de 2014, de BCBA (Bolsa de Comercio de

Buenos Aires): [http://www.bcba.sba.com.ar/invertir/enque\\_cheques.php](http://www.bcba.sba.com.ar/invertir/enque_cheques.php)

Bolsa de Comercio de Buenos Aires. (25 de 07 de 2014). *Bolsa de Comercio de*

*Buenos aires*. Recuperado el 07 de 08 de 2014, de

[http://www.bcba.sba.com.ar/uploads/514\\_adj.pdf](http://www.bcba.sba.com.ar/uploads/514_adj.pdf)

Bolsa de Valores de Colombia. (10 de 02 de 2014). *Bolsa de Valores de Colombia*.

Recuperado el 17 de 10 de 2014, de

[http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/ComisionistasyAfiliados/Acerca\\_Co](http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/ComisionistasyAfiliados/Acerca_Co)

[misionistas](http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/ComisionistasyAfiliados/Acerca_Co)

Bolsa de Valores de Colombia. (01 de 08 de 2014). *Bolsa de Valores de Colombia*. Recuperado el 17 de 10 de 2014, de [http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Regulacion/Sistemas\\_Administrados/Renta\\_Variable?com.tibco.ps.pagesvc.action=updateRenderState&rp.currentDocumentID=5d9e2b27\\_11de9ed172b\\_-2bfd7f000001&rp.revisionNumber=1&rp.attachmentPropertyName=Attachment&BRC\\_INVESTOR\\_SERVICES\\_S.A.\(s.f de 03 de 2007\). BRC INVESTOR SERVICES S.A. Recuperado el 17 de 10 de 2014, de http://brc.com.co/notasyanalisis/MERCADODECAPITALES.pdf](http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Regulacion/Sistemas_Administrados/Renta_Variable?com.tibco.ps.pagesvc.action=updateRenderState&rp.currentDocumentID=5d9e2b27_11de9ed172b_-2bfd7f000001&rp.revisionNumber=1&rp.attachmentPropertyName=Attachment&BRC_INVESTOR_SERVICES_S.A.(s.f%20de%2003%20de%202007).BRC_INVESTOR_SERVICES_S.A.Recuperado%20el%2017%20de%2010%20de%202014,dehttp://brc.com.co/notasyanalisis/MERCADODECAPITALES.pdf)

C.P. WENCESLAO F.J. SCHIMMEL Y C.P. GUSTAVO G. RODRIGUEZ. (2011). *Sociedades de Garantí Reciproca*. Argentina.

CAMARA ARGENTINA DE SOCIEDADES Y FONDOS DE GARANTIA. (S.F de S.F de 2013). *CAMARA ARGENTINA DE SOCIEDADES Y FONDOS DE GARANTIA*. Recuperado el 04 de 08 de 2014, de CAMARA ARGENTINA DE SOCIEDADES Y FONDOS DE GARANTIA: [http://www.casfog.com.ar/sgr\\_caracteristicas.html](http://www.casfog.com.ar/sgr_caracteristicas.html)

CNV. (S.f de S.f de 2010). *Centro Virtual de Negocios*. Recuperado el 12 de 09 de 2014, de [file:///D:/Users/NANY/Downloads/Quimico\\_\\_\\_Descargable.pdf](file:///D:/Users/NANY/Downloads/Quimico___Descargable.pdf)

Comisión Nacional de Valores. (S.F de S.F de 2014). *Comisión Nacional de Valores*. Recuperado el 05 de 08 de 2014, de Comisión Nacional de Valores: <http://www.cnv.gob.ar/EducacionBursatil/IntroduccionGeneralCheque.asp>

el Colombiano. (24 de 03 de 2014). *el Colombiano*. Recuperado el 10 de 09 de 2014, de [http://www.elcolombiano.com/BancoConocimiento/G/genericos\\_ganan\\_mercado\\_farmaceutico/genericos\\_ganan\\_mercado\\_farmaceutico.asp](http://www.elcolombiano.com/BancoConocimiento/G/genericos_ganan_mercado_farmaceutico/genericos_ganan_mercado_farmaceutico.asp)

FIDUCOLDEX. (26 de 10 de 2010). *FIDUCOLDEX*. Recuperado el 14 de 10 de 2014, de

[https://www.fiducoldex.com.co/userfiles/3A\\_Calificacion\\_Valores\\_TDEX\\_10-1.pdf](https://www.fiducoldex.com.co/userfiles/3A_Calificacion_Valores_TDEX_10-1.pdf)

FIDUCOLDEX. (4 de 12 de 2012). *FIDUCOLDEX*. Recuperado el 14 de 10 de 2014, de [https://www.fiducoldex.com.co/userfiles/3A\\_Calificacion\\_Valores\\_TDEX\\_10-1.pdf](https://www.fiducoldex.com.co/userfiles/3A_Calificacion_Valores_TDEX_10-1.pdf)

Fiducoldex. (s.f de s.f de s.f). *Fiducoldex*. Recuperado el 14 de 10 de 20014, de

<https://www.fiducoldex.com.co/index.php?doc=displaypage&pid=184>

FNG. (s.f de s.f de 2011). *FNG*. Recuperado el 08 de 10 de 2014, de

<http://www.fng.gov.co/sobre-el-fng/historia>

Haro, A. d. (2008). *Medición y Control de Riesgos Financieros*. México: Limusa, S.A.

Lináres San Román, Juan José. (s.f.). *www.jusdem.org.pe*. Recuperado el 05 de 08 de 2014, de

<http://www.jusdem.org.pe/articulosinteres/CHEQUE%20DE%20PAGO%20DIFERIDO%20OK.pdf>

Ministerio de Industria, Argentina. (S.F de S.F de 2013). *Ministerio de Industria, Argentina*. Recuperado el 04 de 08 de 2014, de Ministerio de Industria, Argentina:

<http://www.industria.gob.ar/sgr/descripcion-2/>

PROEXPORT COLOMBIA. (NA de NA de 2013). *inviertaencolombia.com.co*.

Recuperado el 30 de 08 de 2014, de

<http://www.inviertaencolombia.com.co/sectores/manufacturas.html>

Revista Dinero. (14 de 07 de 2014). *Dinero*. Recuperado el 10 de 09 de 2014, de

<http://www.dinero.com/empresas/articulo/industria-farmaceutica/194459>

Sectorial. (06 de 2014). *Sectorial, Portal financiero, económico y empresarial*.

Recuperado el 10 de 09 de 2014, de

[https://www.sectorial.co/index.php?option=com\\_k2&view=item&layout=item&id=107  
&Itemid=252](https://www.sectorial.co/index.php?option=com_k2&view=item&layout=item&id=107&Itemid=252)

Superintendencia Financiera de Colombia. (2007). *Capítulo XXI; Reglas relativas al sistema de administración de riesgo de mercado*. Bogotá.

Superintendencia Bancaria de Colombia. (Marzo 2002). *Capítulo II; Gestión del Riesgo de Crédito*. Bogotá.

Superintendencia Financiera de Colombia. (Diciembre 2006). *Capítulo XXIII; Reglas relativas a la Administración del Riesgo Operativo*. Bogotá.

Superintendencia Financiera de Colombia. (2013). *Capítulo VI; Reglas relativas a la administración del riesgo de liquidez*. Bogotá.

Superintendencia Financiera de Colombia. (S.F de S.F de 1995). *Superintendencia Financiera de Colombia*. Recuperado el 6 de 10 de 2014, de Superintendencia Financiera de Colombia: <https://www.superfinanciera.gov.co/jsp/index.jsf>