

**“ANÁLISIS COMPARATIVO Y PROPUESTA PARA LA IMPLEMENTACIÓN DE
INSTRUMENTOS FINANCIEROS HÍBRIDOS COMO OPCIÓN DE
FINANCIACIÓN PARA LAS MIPYMES EN EL MERCADO DE CAPITALES DE
COLOMBIA”**

Elaborado por:

CESAR ERNESTO PEREZ R.
YADY MARLEIFY DOMINGUEZ

Ing. Financiera
Inversiones

UNIVERSIDAD AUTONOMA DE BUCARAMANGA
20 de octubre de 2008
BUCARAMANGA

**“ANÁLISIS COMPARATIVO Y PROPUESTA PARA LA IMPLEMENTACIÓN DE
INSTRUMENTOS FINANCIEROS HÍBRIDOS COMO OPCIÓN DE
FINANCIACIÓN PARA LAS MIPYMES EN EL MERCADO DE CAPITAL DE
COLOMBIA”**

Elaborado por:

CESAR ERNESTO PEREZ R.
YADY MARLEIFY DOMINGUEZ

Ing. Financiera
Inversiones

Asesor:

Pedro Fernando Balaguera

UNIVERSIDAD AUTONOMA DE BUCARAMANGA

20 de octubre de 2008

BUCARAMANGA

INDICE

1. INTRODUCCION	8
2. Objetivos	9
3. Situación Económica y Financiera de la MIPYMES de Colombia	10
3.1. Problemas que afectan las MIPYMES	16
3.1.1. Atraso de la Tecnología.	16
3.1.2. Recursos Humanos	17
3.1.3. Mercadeo.	17
3.1.4. Restricción del Crédito	17
4. Fuentes de Financiación.	19
4.1. Mercado intermediado.	19
4.1.1. Línea de Crédito.	19
4.1.2. Leasing Operación de Financiación.	20
4.1.3. Factoring.	20
4.1.4. Crédito Hipotecario.	22
4.2. Banca de Segundo Piso o Fomento.	23
4.2.1. Findeter.	23
4.2.2. Finagro.	24
4.2.3. Banca de Oportunidades.	25
4.3. Mercado no Intermediado.	26
4.3.1. Bonos y Papeles comerciales.	29
4.3.2. Segundo Mercado.	32
4.3.3. Las acciones	33
4.4. Capital de Riesgo.	34
4.5. Instrumentos Híbridos Mercado Público Colombiano.	37
4.5.1. Bocas,	37
4.5.2. Warrant sobre Acciones.	37
4.5.3 Titularización.	39

5. Productos Financieros Híbridos de Argentina.	43
5.1. Sociedades de Garantías Recíprocas.	43
5.2. Beneficio Tributario.	44
5.3. Fondo de Riesgo.	44
5.4. Garantías.	45
5.5. Emisión De Obligaciones Negociables MIPYME.	45
5.5.1. Constitución de Fidecomisos Financiero.	46
5.5.2. Constitución de Fidecomisos de Garantías.	47
5.5.3. Oferta Publica de Cheques de Pago Diferido.	47
5.6. Factoring.	47
5.7. Leasing.	48
6. Productos Financieros Híbridos en Alemania.	49
6.1. Crédito a (MIPYMES) Alemania.	50
6.2. Sistemas de Garantías.	51
6.3. Mercado de Capitales.	52
6.4. Capital De Riesgo (VC).	53
6.4.1. Tipos de VC.	54
6.5. Instrumentos Híbridos “MEZZANINE DE KAPITAL”.	55
6.5.1. Ventajas del “MEZZANINE DE KAPITAL”.	58
7. Comparativo Del Mercado Nacional con Argentina y Alemania.	59
7.1. Sociedades de Garantías Recíprocas.	60
7.2. SGR como alternativa de Solución Para La Financiación de Pymes	61
7.2.1 Conformación de las SGR	62
7.2.2 Beneficios Tributarios	63
7.2.3 Vigilancia y Control	64
Conclusiones.	65
Bibliografía.	66
ANEXOS CD	

LISTA DE TABLAS

Tabla 1. Productividad total, de la muestra obtenida de las Mipymes en el AMB.	12
Tabla 2. Rotación De Cartera y Reposición de Inventarios, de la muestra obtenida de las Mipymes en el AMB.	13
Tabla 3. Resultados del ROA Y ROE, de la muestra obtenida de las Mipymes en el AMB.	14
Tabla 4. Indicadores De Endeudamiento, de la muestra obtenida de las Mipymes en el AMB.	15
Tabla 5. Estructura Del Pasivo, de la muestra obtenida de las Mipymes en el AMB.	16
Tabla 6. Condiciones financiera de Findeter para las Mipymes.	24
Tabla 7. Sociedades y tipos de títulos que se pueden emitir.	30
Tabla 8. Requisitos especiales que la empresa inversionista debe cumplir para emitir títulos valores.	32
Tabla 9. MEZZANINE DE KAPITAL, Instrumento Híbrido de Alemania.	56
Tabla 10. Componentes de MEZZANINE KAPITAL	57

LISTA DE FIGURAS

Figura 1. Esquema Básico de funcionamiento de los Fideicomisos Financieros.	46
Figura 2. Crédito de las Mipymes en Alemania.	50
Figura 3. Instrumento De Capital Propio, Alemania	57

LISTA DE ANEXOS CD

Anexo 1. Base de datos del año 2005, de la muestra obtenida de las Mipymes en el AMB.

Anexo 2. Base de datos del año 2005, de la muestra obtenida de las Mipymes en el AMB.

Anexo 3. Clasificación de la micro, pequeña y mediana empresa según el tamaño de sus activos.

Anexo 4. Indicadores Financieros, de la muestra obtenida de las Mipymes en el AMB.

INTRODUCCIÓN

El desarrollo de la Ingeniería Financiera se ha visto fuertemente influenciado por los cambios que se dan en los mercados financieros. Dichos cambios obligan al desarrollo de novedosos y complejos instrumentos financieros que satisfagan las necesidades de sus usuarios, desde los más grandes y estructurados hasta los más pequeños e informales.

Por ello, es de vital importancia no dejar de lado a las micro, pequeñas y medianas empresas y más aún en una economía como la nuestra en la que representa cerca del 41% del PIB¹. Sin embargo, la mayoría de instrumentos existentes no se adecuan a sus necesidades en términos de liquidez, costo y accesibilidad, creando así barreras que impiden el desarrollo en el largo plazo de las MIPYMES.

Este trabajo de investigación busca explorar, tomando como referente los mercados de Argentina y Alemania, los nuevos instrumentos híbridos, que han sido desarrollados y aplicados especialmente a las Micro, Pequeñas y Medianas Empresas como fuente de financiación; permitiendo una estructura de capital adecuada.

Se determinó las principales características, particularidades, ventajas y desventajas encontradas en los diferentes instrumentos híbridos y abordando la posibilidad de implementar estos instrumentos en nuestra economía y las implicaciones que esto conlleve.

¹ Tomado de la Comisión de Promoción y Desarrollo Empresarial: www.aciem.org

OBJETIVOS

Objetivo General

- Evaluar la viabilidad de implementar los instrumentos híbridos para MIPYMES que quieran acceder a los mercados de financieros nacionales

Objetivos Específicos

- Analizar la situación financiera de las MIPYMES en Bucaramanga, así como las fuentes de financiación más utilizadas por ellas con el fin de diagnosticar liquidez, niveles de endeudamiento y costo de la financiación.
- Plantear y evaluar estrategias de mejoramiento de la situación financiera de las MIPYMES, que le permitan acceder a diversas fuentes de financiación, logrando un mayor desempeño operacional.
- Realizar la caracterización de los instrumentos financieros híbridos que existen en los mercados financieros colombianos, identificando en ellos requisitos, estructuración, costos, objetivos y liquidez de cada instrumento.
- Evaluar instrumentos financieros híbridos que se adecuen a las características del mercado nacional y que mejoren la situación financiera las MIPYMES, tomando como referencia los casos de Alemania y Argentina.
- Proponer instrumentos financieros híbridos como opción de financiación para las MIPYMES de Bucaramanga.

3. SITUACION ECONÓMICA Y FINANCIERA DE LAS MIPYMES DE COLOMBIA

En Colombia la creación de la ley 590/00 (ley Mipyme) permite que por primera vez se desarrolle una política de Estado para el sector de las Mipymes, reconociendo su importancia como componente fundamental del tejido empresarial e industrial del país en su impacto social, económico y político para la nación.

Esta importancia de las MIPYMES en la economía nacional se hace evidente en las estadísticas nacionales del DANE, muestra que en Colombia el 22% del total de las empresas pertenecen a las microempresas, el 47% pertenece a las pequeñas, el 22% a las medianas y el 9% restante a las grandes empresas, lo que significa que el 50% total de las empresas son pequeñas, en donde su mayor actividad son el comercio y servicios (hoteles, restaurantes, educación).

Para el primer semestre del 2008 se encuentra que el 22% de las Mipymes desarrollan actividades prestadoras de servicios, el 25% de comercio y el 53% restante son de industria, lo cual significa que en el sector servicios sus principales actividades son de arquitectura e ingeniería con un 45%, hoteles y restaurantes con un 20%, asesoramiento empresarial un 17%, publicidad un 10% y lo más bajo en servicios es informática con un 8%. El sector de comercio se encuentra casi en la misma proporción siendo alimentos y bebidas la más alta con un 25 %, siguiéndolo farmacéuticos y perfumería con un 21%, y en la misma escala se encuentran prendas de vestir, artículos domésticos, ferreterías y cerradura con un 18%, el cual hace que cada semestre siga aumentando el sector comercial en el país. El sector de la industria lo conforma alimentos y bebidas con un porcentaje del 26% siendo este muy superior a los demás, lo sigue prendas de vestir con un 14% mostrando un decrecimiento con periodos anteriores que se encontraba en un 19%, el restante de porcentaje de industria reencuentran entre

el 6% y el 9% que lo conforman industria de manufactura, productos minerales, cuero y calzado, textiles y maquinaria y equipos.

En general, lo más importante para mencionar del sector industrial que es del 53%, es que mejoro notablemente siete puntos básicos con respecto al primer semestre del 2007, hay tranquilidad en los sectores de muebles y maquinaria lo cual está en línea con la cifras del DANE sobre la evolución de la actividad económica industrial al cierre del 2007. En cuanto a las ventas del sector industrial se noto un crecimiento con respecto al primer semestre del 2007, en conclusión el sector industrial mejoro el 34 % e incremento su planta de personal durante el segundo semestre del 2007, pero en cuanto a la utilización de la capacidad instalada de las empresas consultadas hubo una disminución de once puntos porcentuales con respecto al periodo pasado lo cual puede ser resultados de las mayores inversiones y ensanchamientos de la planta.

En cuanto al sector de comercio es el que demuestra menor optimismo en comparación de servicios y comercio, lo que nos demuestra que las pymes de comercio son menos óptimas con respeto a su evolución en el futuro cercano. El 22% de los empresarios creen que sus ventas disminuirían en el segundo semestre del 2008, mientras que el 46% creen que aumentarían, siendo esta mayor en 14 puntos básicos en el año 2007, en cuanto a la encuesta PYMES hay una evidente desaceleración de la demanda y un menor optimismo de las Pymes de comercio.

El 48% de los empresarios opinan que el sector de servicios tendrá un mejor desempeño general lo cual va ser muy favorable para el 2008, se espera incrementos en las ventas para el año 2008, siendo este sector el más incierto para los empresarios, pues desde el inicio de las encuestas siempre el sector de servicios obtuvo los porcentajes más bajos, esto debido a que los empresarios que exportan, menos del 20% espera aumentos en el volumen vendido al exterior.

Para realizar un diagnóstico de las principales variables de rentabilidad, liquidez y endeudamiento de las MIPYMES en Santander, se decidió obtener una muestra aleatoria de empresas que fuera representativa para la población de 2.140 MIPYMES en AMB (Área Metropolitana de Bucaramanga) asumiendo que corresponden a una distribución de probabilidad normal estándar con un nivel de confianza del 95%.

Resumen de indicadores financieros a partir de los estados financieros de 2005 y 2006 de 300 empresas en Bucaramanga:

De acuerdo con el sistema Dupont, evaluar la rentabilidad de una empresa requiere evaluar la capacidad de generación de ingreso (productividad) y la efectividad en la conversión de ingresos en utilidades (margen o eficiencia). El primer indicador, la productividad busca medir la capacidad que tiene las empresas de vender sus productos u ofrecer sus activos, en función de la inversión realizada. De la muestra de empresas, se puede observar que en Santander, las MIPYMES tienen una productividad de 1.34 y 1.39 para los años 2005 y 2006; es decir que por cada peso de inversión generan 1.39 pesos de ingresos en el año más reciente; sin embargo, la dificultad que hay para determinar si este indicador resulta aceptable es que en función del tipo de actividad de la empresa se podrá evaluar su capacidad de generar ingresos, así para la empresas del sector industrial, los niveles de inversión requerida serán más elevados que para los otros tipos de empresa. Sin embargo, para efectos de este análisis podemos ver que las MIPYMES santandereanas tienen un buen indicador de productividad al superar la unidad.

Tabla 1 Productividad total, de la muestra obtenida de las Mipymes en el AMB.

<i>Productividad Total</i>	<i>2005</i>	<i>2006</i>
Ingresos Totales (MM)	2.325	2.032
Total Activos (MM)	1.730	1.458
Productividad Total	1,34	1,39

Cuando se busca determinar si los ingresos que se están obteniendo son de la actividad principal o si se derivan de otras actividades, se evalúa el mínimo indicador de productividad, pero tomando los resultados operativos tanto de la inversión como del ingreso. Se puede observar como para ambos años la productividad operativa llega a ser superior a la total (1.34 y 1.39 para los años 2005 y 2006); dando a entender que muchas empresas tienen inversiones que no tienen relación directa con su operación y que podría generar menos ingresos no operacionales de los que sí están generando los activos operacionales.

Tabla 2 Rotación De Cartera y Reposición de Inventarios, de la muestra obtenida de las Mipymes en el AMB.

<i>Rotación de Cartera</i>	<i>2005</i>	<i>2006</i>
Clientes (MM)	254	209
Ingresos Operacionales (MM)	2.226	1.960
Rotación de Cartera (días)	41	38

<i>Rotación de Inventario</i>	<i>2005</i>	<i>2006</i>
Inventarios (MM)	342	236
Costo de Ventas (MM)	1.815	1.578
Reposición de Inv. (días)	68	54

Por otro lado, al entrar a evaluar los indicadores promedio de rotación de cartera y rotación de inventarios, permitiendo medir el comportamiento del capital de trabajo se puede observar como el promedio de recuperación de cartera de las MIPYMES es de 41 y 38 días en promedio para los años en observación. Igualmente, la rotación del inventario que está entre 68 y 54 días, refleja que las empresas están tomando alrededor de dos meses en vender su inventario.

Si realizamos una estimación del tiempo que toma para las empresas recuperar la inversión de su capital de trabajo operativo llega a estar entre los 110 y 90 días, es decir, las empresas necesitarán financiar entre tres y cuatro meses de capital

de trabajo para soportar la operación. Sin embargo, si tenemos en cuenta que estas cuentas son cíclicas, la financiación que se tome para el capital de trabajo deberá ser a largo plazo, para que la empresa pueda soportar la operación en el largo plazo.

Tabla 3 Resultados del ROA Y ROE, de la muestra obtenida de las Mipymes en el AMB.

<i>Rentabilidad de los Activos</i>	<i>2005</i>	<i>2006</i>
Utilidad Neta (MM)	76	52
Total Activos (MM)	1.730	1.458
ROA	4,4%	3,6%

<i>Rentabilidad del Patrimonio</i>	<i>2005</i>	<i>2006</i>
Utilidad Neta (MM)	76	52
Patrimonio (MM)	983	813
ROE	7,7%	6,4%

Por otro lado, es importante para las empresas evaluar la capacidad de generación de utilidades. Para ello indicadores como el ROA y el ROE permiten determinar el nivel de utilidad que tienen las empresas en función de la inversión realizada. En primer lugar, se puede observar que por cada peso de inversión las MIPYMES están generando 4.4 y 3.6 centavos de utilidad neta; si comparamos este indicador con el comportamiento inflacionario de estos años, se puede observar como la rentabilidad obtenida apenas logra alcanzar el costo del dinero en el tiempo. De igual manera, la rentabilidad que están obteniendo los socios apenas logra superar la inflación.

Tabla 4 Indicadores De Endeudamiento, de la muestra obtenida de las Mipymes en el AMB.

<i>Indicadores de Endeudamiento</i>	2005	2006
Pasivo Financiero	402	310
Patrimonio	907	761
Pasivo y Patrimonio	1.310	1.071
Apalancamiento	44%	41%
Estructura de capital (Eq)	57%	56%
Endeudamiento	43%	44%

Los indicadores de endeudamiento reflejan que las MIPYMES mantienen niveles de financiación estable, ya que no superan el 50% de los recursos necesarios. Sin embargo, al evaluar el apalancamiento de la empresa, se puede observar como las obligaciones de corto plazo representan un alto porcentaje de la financiación obtenida, es decir que gran parte de las exigencias se deberán cumplir en menos de un año.

Como conclusión general de los indicadores, las MIPYMES en la región están presentando buenos resultados financieros de productividad que se soportan en su actividad operacional, sin embargo, gran parte de la rentabilidad se está viendo afectada por las inversiones realizadas en activos que no hacen parte de la operación que no generan ingresos o los generan de forma tangencial. Por otro lado, el alto cargo de los gastos no operacionales, principalmente los financieros reducen drásticamente los márgenes antes de impuestos y netos.

Tabla 5 Estructura Del Pasivo, de la muestra obtenida de las Mipymes en el AMB.

<i>Estructura del Pasivo</i>	2005	2006	W_i 2005	W_i 2006
Pasivo Corriente	565	521	76%	81%
Pasivo No Corriente	182	124	24%	19%
Total Pasivo	747	645	100%	100%

En términos de endeudamiento, el principal problema encontrado es el plazo de las fuentes obtenidas, ya que gran parte de la financiación obtenida es en el corto plazo y por tanto aumenta el riesgo de incumplimiento o de contraparte. Los resultados financieros demuestran que las empresas aunque están obteniendo niveles aceptables de productividad siguen soportando su actividad en financiación de corto plazo y de alto costo que reduce sus niveles de rentabilidad e inestabiliza su liquidez.

3.1. PROBLEMAS QUE AFECTAN A LAS MIPYMES

Las Mipymes padecen de diversos problemas que restan sostenibilidad, eficiencia, productividad y competitividad. En un 50% a las pequeñas y medianas empresas lo que les afecta es la INFORMALIDAD ya que no poseen registro mercantil para que se acrediten ante los bancos y sea de fácil aprobación de créditos, de igual manera no se genera empleo de y se cierran las puertas para ingresar a los mercados externos,

3.1.1 ATRASO EN LA TECNOLOGIA. Para este punto se invierte poco y cuando lo hacen no es apropiada para el funcionamiento de su empresa, porque para invertir primero se necesita enfocarse en el eje de su negocio y luego si pensar en la tecnología; aunque algunas Mipymes ignoran la importancia para estar en medio competitivo en el mundo de los negocios, de igual manera el gerente de

Mipymes es mas empírico pues no posee el habito de capacitarse y actualizarse continuamente.

3.1.2 RECURSO HUMANO. El personal no posee la concepción de tener una formación, preparación, actualización y tampoco existe un proceso de selección apropiado que determine las habilidades, destrezas, aptitudes y conocimientos del personal que aspirar ingresar a la organización.

3.1.3 MERCADEO. Las Mipymes saben producir pero no poseen estrategias de marketing donde su principal eje sea el cliente, la segmentación de mercados, la identificación de nuevas oportunidades de negocio. En muchas de ellas se considera esto como un gasto y no como una inversión y es por eso que su potencial de cliente no crece ni se crean nuevas ofertas de bienes y servicios.

3.1.4 RESTRICCIÓN AL CRÉDITO. Se presenta por las la informalidad, desorden administrativo, falta de liderazgo, la ausencia de garantías reales, la carencia de información y mantener una contabilidad organizada y una estructura financiera. Al ser una organización con un alto nivel de riesgo, por ello los bancos cobran más y reducen el tiempo de financiación.

Las empresas también presentan problemas financieros generalizados como el manejo no estructurado de la caja, sin definición de políticas de manejo, auditoría y planeación eficiente de niveles mínimos y máximos de caja. Como consecuencia de no estructurar las políticas de caja, no identifican los principales problemas de liquidez y terminan solucionando los problemas de liquidez vendiendo los activos de empresa. Otro factor relevante es la ineficiente definición de los negocios, que provoca que las empresas no tengan definidos los mercados objetivos, no realicen planeación estratégica y por tanto vallan sin rumbo.

Las pequeñas empresas también tienen problemas en la formación empresarial de sus administradores, presentando desconocimiento de los aspectos financieros, ocasionado una concentración en ventas y utilidad neta

La inadecuada estructura financiera, y el excesivo reparto de utilidades, provocan que las empresas no evolucionen adecuadamente. Además, el inadecuado uso de sistemas de información y el desorden contable y no uso de indicadores relevantes, optimización tributaria como factor crítico del éxito, esto se ha disminuido pero todavía se ve en algunos casos, decrecimiento del flujo de caja "EBITDA", se debe a una baja productividad al capital de trabajo.

Sin embargo, más allá de establecer las medidas que ayudan a que las PYMES logren mejor financiación, es necesario hacer una evaluación de las fuentes de financiación que existen en el país para las empresas. A continuación se presenta una recopilación de las principales fuentes de financiación, clasificadas de acuerdo al sistema de intermediación y público de emisión.

4. FUENTES DE FINANCIACION

La forma en que las empresas obtienen recursos para soportar su operación o realizar inversiones en activos depende principalmente del costo, la oportunidad y el riesgo asumido. En Colombia hay dos mercados que proveen liquidez a la economía, se trata del mercado intermediado y no intermediado. El mercado intermediado se refiere a todas las instituciones que se encargan de captar recursos de los ahorradores mediante operaciones pasivas de ahorro e inversión, y prestarlo a las empresas y personas naturales que requieren de recursos para el consumo o para inversión. Un ejemplo típico de un mercado intermediario financiero son los bancos, que se encargan de captar el dinero del público y realizar préstamos a sus clientes. Aquí, el intermediario es el banco.

Para los mercados no intermediarios, la manera en que las empresas acceden a los recursos de los ahorradores e inversionistas es directa, ya que operan mediante mercados organizados como las bolsas de valores, que se encargan de suministrar el espacio tanto a ahorradores e inversionistas “presten” a las empresas que requieren de tales recursos. A continuación se presenta los principales instrumentos que se encuentran en cada uno de los mercados.

4.1 Mercado Intermediado:

En Colombia el sector empresarial está clasificado en micro, pequeñas, medianas y grandes empresas, esta clasificación está reglamentada en la Ley 590 de 2000 y sus modificaciones (Ley 905 de 2004), conocida como la Ley Mipymes. Se manejan cuatro líneas de financiamiento de la Mipymes para dar apoyo a las diferentes actividades comerciales de desarrollo.

4.1.1 Línea de crédito

Es un Contrato entre dos partes (entidad y una empresa o persona natural) en la que se le otorga un crédito de un monto específico a un límite determinado durante un periodo convenido y el porcentaje de interés establecido entre la

partes dependiendo del monto, el plazo y el riesgo asumido por la entidad, es dinero disponible que tiene los establecimientos de crédito. Para que sea utilizado de acuerdo a las necesidades de cada cliente. En Colombia la Superintendencia Financiera de Colombia establece que para el otorgamiento de créditos, se deberá clasificar en tres modalidades: Comercial, de Consumo y Microcrédito.

1. Comercial: cuyo objetivo es el desarrollo de actividades económicas
2. De consumo: tiene como objetivo financiar la adquisición de bienes de consumo con fines no comerciales o empresariales.
3. Microcrédito: ofrecidos a las microempresas, cuyo saldo de endeudamiento con la respectiva entidad no supere veinticinco (25) salarios mínimos legales mensuales vigentes.

Sin embargo, los establecimientos de créditos actualmente ofrecen modalidades de crédito a las MIPYMES que se han venido adecuando a las necesidades de ellas, así, ofrecen financiación al capital de trabajo, para inversión en activos fijos, créditos rotativos y sobregiros.

4.1.2 Leasing operación de financiamiento

El contrato de leasing de financiero tiene como característica la función de financiamiento a cargo de la institución financiera que no está constituida jurídicamente bajo un contrato típico de crédito. En conclusión el leasing financiero hace parte de una estructura jurídica de financiación otorgada al arrendatario, el cual hace el acceso indirecto al crédito.

4.1.3 Factoring

Su actividad es la compra de cartera por una entidad financiera. Contrato de descuento y reporto. En este tipo de contrato existen varios términos, el primero

consiste en mirar si la operación que realiza la entidad se concuerda a los alineamientos legales y es necesario conocer las condiciones de la misma.

El segundo término, son los convenios que realizan la entidad vigiladas con los clientes que son los resultados de acuerdos que pueden ser modificados en sus condiciones y términos siempre y cuando, se reitera, no se desconozcan las normas de carácter obligatorio a las cuales deben sujetarse.

Existen varios tipos de contrato en la negociación de cartera, donde cada uno cumple ciertas condiciones propias en la negociación de valores, los más comunes son:

- Contrato de descuento: es cuando el banco hace la entrega de dinero a su cliente por medio de la transferencia como contraprestación de un crédito no vencido a cargo de tercero. Este monto recibido es el total del valor del crédito menos los intereses del plazo postergado entre la fecha del descuento y el vencimiento del título.
- Contrato de reporto: Se realiza cuando una persona adquiere una suma de dinero a la propiedad de títulos de dinero por medio de un negocio jurídico cuya virtud es una persona (reportador), que se le obliga a transferir a otra persona (reportador), mediante el pago de un precio con la obligación de transferirle los mismos u otros de idéntica especie, contra el reconocimiento de un precio aumentado o del mismo precio, más una prima, comisión o interés.
- Contrato de Factoring: Es la asistencia de todo un conjunto de servicios, donde constituye una forma de negociación de facturas comerciales o de títulos contentivos de deuda, provenientes de ventas, por las cuales se otorga por parte de la sociedad factor a su cliente un crédito sobre la adquisición de los documentos, a cambio de una remuneración. Corresponde a la sociedad factor asumir el riesgo de la compra de títulos y

gestionar su cobro, sin posibilidad de repetir contra el cliente cuando resultare impagado el título negociado.

4.1.4 Crédito hipotecario

Es un sistema de captación y colocación basado en el ahorro, es un préstamo a mediano o largo plazo se que otorga para la compra, ampliación, reparación o construcción de una vivienda, compra de locales, oficinas comerciales en el que la propiedad adquirida que en garantía o hipotecada a favor del banco para asegurar el cumplimiento del crédito.

El sistema de amortización de los créditos hipotecarios son cinco que se encuentran autorizados por la Superfinanciera Bancaria, tres en UVR y dos en pesos, los más utilizados por las instituciones financieras son las de UVR debido al riesgo financiero especialmente en créditos de largo plazo, los sistemas son:

- En UVR
- Cuotas iguales de amortización de capital en UVR, e intereses sobre saldo.
- Cuotas constantes en UVR de capital e intereses.
- Cuota fija anual, el deudor pagara las cuotas mensuales en UVR de manera que estas disminuyan de acuerdo con el índice de inflación, pero aumentan al pasarlas en pesos según el mismo índice.
- En pesos
- Cuotas iguales en pesos durante el año, ajustadas anualmente de acuerdo a la inflación.
- Cuotas iguales en pesos durante todo el tiempo.

Características

El crédito hipotecario puede hacerse de dos modalidades, solicitud de cupo de crédito preaprobado, y solicitud de crédito con destilación a un inmueble usado o nuevo.

4.1.4.1 Gastos en los que se incurre para la solicitud de un crédito hipotecario

- Impuesto de timbre y estampillas
- Gastos notariales
- Derechos de inscripción en el conservador de Bienes Raíces.
- Prima de seguro contra incendio.
- Prima de seguro de desgravamen.
- Prima de seguro por garantía involuntaria.
- Gastos de tasación y redacción hipotecario
- Estudio de títulos y redacción de escritura.

4.2 BANCA DE SEGUNDO PISO O FOMENTO

Son entidades financieras que no tienen contacto directo con el cliente, de lo contrario canalizan sus operaciones financieras al mercado través de otras instituciones financieras que sirven de intermediario al cliente final.

Existen barrios bancas de segundo piso donde su objetivo principal es impulsar el sector empresarial de las Mipymes en el país, las cuales ayudan brindándole financiamiento, cada una con beneficios, condiciones y requisitos diferentes pero al final brindando resultados para el crecimiento de la misma. Las principales bancas de segundo piso son:

4.2.1 FINDETER: Es una asociación colombiana de pequeñas y medianas industrias el cual le brindan recursos crediticios de Findeter, las cuales pueden contar con las garantías ofrecidas por el FNG, el cual este dinero podría ser destinados para capital de trabajo, compra de bienes inmuebles y terrenos, dotación, tecnología, infraestructura y en ocasiones para el desarrollo de proyectos.

El principal beneficio que ofrecen Findeter es que logrará redes para relatar créditos a las empresas de derecho privado, para la ejecución de los proyectos financiados por Findeter.

Tabla 6 Condiciones financiera de Findeter para las Mipymes.

Monto del Crédito	Hasta el 100%
Plazo Total	Hasta 15 años
Plazo de Amortización	Hasta 15 años (cuando no hay período de gracia)
Periodo de Gracia a Capital	Hasta 3 años
Forma de Amortización	Cuota fija, porcentual, gradual creciente o decreciente
Margen de Redescuento	Entre el 50% y el 100% del valor del crédito
Tasa de Redescuento Anual (operaciones nuevas o desembolsadas con menos de 90 días)	Tasa de redescuento vigente
Tasa Final de Interés Anual	A convenir con el intermediario financiero
Forma de pago de Intereses y Capital	Mensual, bimestral, trimestral, semestral o anual; anticipado o vencido.

4.2.2 FINAGRO: El Fondo para el Financiamiento del Sector Agropecuario, tiene como misión el financiamiento de las actividades agropecuarias mediante la canalización y administración de recursos suficientes y oportunos para contribuir al desarrollo económico y social del país y en especial, del sector rural. Finagro, viene trabajando en esquemas de crédito que permiten, a través de una producción asociada, la integración de productores, comercializadores,

industriales, empresas de insumos y organismos de apoyo públicos y privados para devolverle la rentabilidad al negocio agropecuario.

Se consideran "Programas Especiales de Fomento y Desarrollo Agropecuario" aquellos cuya ejecución se adelante bajo esquemas de agricultura por contrato y crédito asociativo, tanto para líneas de Capital de Trabajo como de Inversión, definidas por FINAGRO.

Capital de Trabajo para producción de cultivos de ciclo corto, sostenimiento de cultivos de mediano y tardío rendimiento, sostenimiento de actividades pecuarias y avícolas, pesca, transformación y comercialización de producción de origen nacional, servicios de apoyo a la producción agropecuaria, y actividades rurales como artesanías, ecoturismo y transformación de metales y piedras preciosas.

Inversión en obras de adecuación e infraestructura, plantación de cultivos de mediano y tardío rendimiento, compra de animales para pie de cría, adquisición de maquinaria agrícola y equipos, infraestructura y equipos para transformación primaria y comercialización de productos agropecuarios de origen nacional, infraestructura y equipos para servicios de apoyo a la producción agropecuaria, compra de tierras, capitalización y creación de empresas agropecuarias, infraestructura y equipos para actividades rurales como artesanías, ecoturismo y transformación de metales y piedras preciosas.

4.2.3 BANCA DE OPORTUNIDADES: El Gobierno Nacional a través del decreto 3078 de Septiembre 08 de 2006 creó formalmente el programa de inversión Banca de las Oportunidades con el fin de promover el acceso al crédito y a los demás servicios financieros a las familias de menores ingresos, las micro, medianas y pequeñas empresas y emprendedores.

Mediante decreto 2233 de 2006 reglamenta los servicios financieros prestados por los establecimientos de crédito a través de corresponsales. Antes de poner al servicio de la comunidad, el programa se debe reglamentar, establecer con los

operadores del programa de micro créditos cuales serán los plazos garantías y tasa de interés con el cual funcionará. El primer experimento de la Banca de las Oportunidades se aplicará una vez este reglamentado con cerca de mil hogares de Bogotá que hacen parte del programa Familias en Acción

- Beneficios: No se requiere experiencia financiera, agilidad en el trámite de la solicitud, requisitos mínimos para acceso al crédito, no hay aporte inicial, se cuenta con todo el portafolio de productos y servicios de los Bancos que participen en su aplicación, amplia red de oficinas en todo el país.
- Participantes del programa: Presidencia de la República – Acción Social, Ministerio de Agricultura y Desarrollo Rural, SENA, Fondo Nacional de Garantías – FNG, Departamento Nacional de Planeación, Asesores Comerciales Microcrédito Banco Agrario
- Destino: Capital de Trabajo Surtido para el negocio, Materia Prima, Mercancía, entre otros, Inversión Activos Fijos
- Condiciones Financieras: Monto Entre \$612.000 hasta \$5.100.000, Plazo Capital de Trabajo: De 3 hasta 24 meses; Inversión: De 3 hasta 36 meses; Pago Cuota fija mensual, quincenal o semanal; Garantía Firma del cliente y FNG 70%
- Beneficiarios y destino: Personas Naturales interesadas en desarrollar un negocio dentro del concepto de microempresa, en los sectores de la producción, comercio y servicios; los proyectos deben ser viabilizados técnica y económicamente por el SENA.

4.3 MERCADO NO INTERMEDIADO

Hace referencia al mercado público de valores, organizado mediante la Bolsa de Valores de Colombia. Es un mercado en el cual los compradores y vendedores de valores concretan negocios a través de sus comisionistas de bolsa. La Bolsa de

Valores de Colombia es una entidad privada cuyos accionistas son firmas comisionistas.

Las ventajas de invertir en la Bolsa de Valores está en que existe la posibilidad de escoger, con la asesoría de comisionistas de bolsa expertos en las diversas alternativas de inversión, en condiciones de transparencia, equidad, igualdad, oportunidad y seguridad de cumplimiento, previstas en las formas legales y por cuya estricta aplicación velan las Bolsas de Valores

El funcionamiento de la Bolsa de Valores se lleva a cabo en dos pasos, la rueda de negociación y el sistema de liquidación y compensación.

La rueda de negociación es una reunión que se realiza en la Bolsa de Valores donde se efectúan las transacciones todos los días hábiles y con horario determinado. Los comisionistas asisten a esta reunión para así ofrecer los títulos de valores que desean negociar, con la presencia del presidente de Bolsa.

El sistema de liquidación y compensación es el que registra y controla las operaciones de compra y venta, se procesan los datos y de esta manera se determina los saldos a cargo o a favor de cada comisionista. Luego se procede con el pago por parte del comprador y la entrega de títulos por parte del vendedor, este proceso se efectúa por medio de la caja de la Bolsa.

Las Bolsas de Valores son una clase especial de mercado, que se diferencia de las demás por una serie de características:

- La organización corporativa.
- El hecho de ser frecuentada por comerciales.
- Constituir un estabilizador de las oscilaciones dentro de la bolsa de valores, así como brindar a los trabajadores la oportunidad de tener hacéosla mercado bursátil.

- Es un mercado de competencia perfecta donde no se encuentran físicamente en las mercancías (títulos valores) sobre los cuales se encontraban.

Las funciones de la bolsa de Valores son:

- Canaliza el ahorro hacia empresas creadoras de riqueza y fuentes de trabajo, somete a la empresas a un juicio de la racionalidad económica permitiendo el ahorro dirigirse a las inversiones más productivas y favoreciendo es ese sentido de una asignación más eficiente de los recursos.
- Realiza operaciones con precios fijados de acuerdo con la concentración de la oferta y de la demanda y estableciendo así el equilibrio entre las dos.
- La Bolsa de Valores de transparencia al mercado con información completa.

La importancia de la Bolsa en el desarrollo económico del país constituye un elemento clave para lograr niveles de desarrollo económico más alto. Esto aun más acertado cuando se trata de economía con un grupo de desarrollo incipiente en las cuales sus recursos de capital son escasos.

La Bolsa de Valores conforma una de las instituciones que permiten dicha asignación de recursos, facilitando la transparencia de los excedentes de capital de determinados sectores hacia aquellos que lo requieren.

Contribuyen a la capitalización del país, ya que facilitan la colocación de títulos mediante los cuales las empresas reciben recursos para realizar sus inversiones que a su vez tiene efectos positivos en la evolución de otras variables económicas como el empleo, la distribución del ingreso y la productividad nacional.

Compra y venta de títulos valores:

Cuando se efectúa operaciones de compra y venta de títulos a través de Bolsas de Valores, se tienen la posibilidad de adquirir los títulos de contado o a plazo, lo cual significa que cuando se compra de contratos de acciones, su registro y liquidación, es decir la determinación de valor en pasos de una operación así como el de la comisión correspondiente, se debe efectuar el mismo día en que se realiza la operación. La compensación, que es la entrega en Bolsa de los títulos y el pago de los mismos, debe realizarse dentro los 3 días hábiles siguientes al registro de la operación; sin embargo, el cumplimiento podrá anticiparse o postergarse hasta 3 días hábiles adicionales a la fecha de cumplimiento y liquidación inicial. Para el caso de títulos de renta fija, el plazo para la liquidación no podrá acceder de 5 días hábiles contados a partir del día siguiente del registro de la operación.

Una compra o venta de Valores es considerado a plazo, cuando al momento de ser registrada la operación ante la bolsa, el vendedor y el comprador de los títulos convienen que su liquidación se realizara con posterioridad al día 5 y con un plazo máximo de 270 días hábiles.

Para ejercer títulos a través de una Bolsa de valores se debe llevar a cabo los siguientes pasos:

- El inversionista debe consultar a un comisionista de Bolsa miembro de la Bolsa que debe efectuar la inversión para que lo asesore indicándole las diferentes opciones de Inversión teniendo en cuenta los precios actuales de cotización en Bolsa, rentabilidad, solidez de la compañía y sector en el que se desarrolla, entre otros.
- El inversionista debe decidir en qué títulos va a invertir acordando con el comisionista el valor de la comisión.
- Realizada la compra de título, el inversionista recibe un comprobante de liquidación expedida por la Bolsa.
- El inversionista debe exigir el número de orden con el cual se registro su operación.

- La Bolsa exigirá el cumplimiento de las obligaciones contraídas.

4.3.1 Bonos y papeles comerciales. Cuando una empresa necesita endeudarse o sustituir un pasivo puede emitir: Bonos ordinarios: son títulos que presentan una parte de un crédito constituido a su cargo. Le permite obtener financiación a largo plazo (más de un año).

Otros bonos: Existen en el Mercado Colombiano otros tipos de bonos como bonos de prenda, bonos de garantía general y específica, bonos pensionales, bonos convertibles en acciones, bonos fogarín, bonos de seguridad, bonos de solidaria para la paz, bonos de valor constante clases A y B, bonos de cesantías, bonos agrarios, bonos de desarrollo industrial y bonos forestales, entre otros.

Papeles comerciales: Son pagares emitidos serialmente o masivo y ofrecidos públicamente que satisface las necesidades de recursos a corto plazo (entre 15 y 270 días). Adicionalmente puede estructurar una emisión rotativa estableciendo un cupo de emisión. Con estas dos alternativas usted mismo define las características de la deuda según sus necesidades (tasa, plazo, monto, modalidad de amortización, garantía).

Tabla 7 Sociedades y tipos de títulos que se pueden emitir.

	Acciones	Bonos	Bocas	Papeles comerciales	Titularizaciones
Sociedad Anónima	SI	SI	SI	SI	SI
Sociedad limitada	SI	SI	NO	NO	SI
Cooperativa	NO	SI	NO	NO	SI
Entidad sin ánimo de lucro	NO	SI	NO	NO	SI
Persona Natural	NO	NO	NO	NO	SI

Fuente: www.superfinanciera.gov.co.

Los pasos a seguir para emitir los títulos de valores son los siguientes:

- Determinar las necesidades de recursos, capitalización y endeudamiento a corto plazo o largo plazo.
- Definir la clase de título y estructurar la emisión, determinado las condiciones básicas tales como monto, plazo, amortización y tasa.
- Obtener las autorizaciones de la entidad que vigila la empresa, si es el caso, debe tramitar el permiso de la Superintendencia de Valores para la oferta pública e inscripción de el Instituto Nacional de Valores. Si se desea darle mayor liquidez a los títulos, se puede proceder a la inscripción de los mismos en Bolsa de Valores.
- Publicar el aviso de oferta dirigido a los inversionistas potenciales, y proceder a la colocación de la emisión directamente a través de un agente colocador.
- Actualizar la información de la empresa como emisor mientras los títulos se encuentren inscritos.

Exigencias de la Superintendencia de Financiera para autorizar una oferta: los requerimientos que debe tener listos las MIPYMES para ejecutar una emisión son:

- Constancias de autorizaciones internas o de la entidad que vigila la empresa, si es el caso.
- Prospecto de emisión: Documento que contiene información sobre la emisión sobre la compañía emisora. En la Superintendencia de Valores el cliente encuentra modelos de prospectos para cada clase de título a emitir.
- Proyecto de aviso de oferta.

Los requisitos que se deben tener en cuenta las empresas que van a emitir títulos de valores son:

- El número mínimo de accionistas es de cien.

- Un patrimonio igual o superior a siete mil millones.
- Que la empresa haya tenido utilidad en algunos de los tres últimos años.
- El tiempo de la operación es de tres años.
- Tener políticas de gobierno corporativo.
- Tener página web.

4.3.2 SEGUNDO MERCADO

Normalmente, solo las grandes empresas han ingresado al Mercado de Capitales para emitir títulos valores con los cuales puedan financiarse y capitalizarse; por ende, los requisitos para la cotizaciones y en general, para las negociaciones, se han determinado de acuerdo a las características de este tipo de organizaciones. Pero actualmente, la realidad económica exige la necesidad de brindar a las pequeñas y medianas empresas la probabilidad de vincularse al mercado bursátil como medio eficiente para obtener recursos monetarios. Por esto, la Bolsa de Valores de Colombia, ha planteado la conformación de un mercado paralelo al tradicional (O Primer Mercado), que se denomina “Segundo Mercado” o “Mercado Balcón”, al cual pueden acceder la pequeñas y medianas empresas (MIPYMES) para emitir títulos valores con el fin de ampliar la oferta de títulos en beneficio del ahorro en inversión a menor costo (Bolsa de Colombia 1996).

Tabla 8 Requisitos especiales que la empresa inversionista debe cumplir para emitir títulos valores.

	Acciones	Bonos	Bocas	Papeles Comerciales
Aprobación Asamblea Junta Directiva	SI	SI	SI	SI
Clasificación de la Emisión o Aval	NO	SI	NO	SI
Representante Legal de tenedores de títulos	NO	SI	SI	NO

Fuente: www.superfinanciera.gov.co

El Segundo Mercado opera mediante el sistema de remate en pública subasta al mejor postor de las acciones y demás títulos valores emitan estas empresas. La negociación se hace en un medio especializado, donde se realizan las sesiones de difusión y transacción en horarios previamente establecidos. La rueda de información se lleva a cabo con anterioridad a la negociación y en él, un representante de la empresa interesada en la colocación, debe exponer la clase de títulos que se van a negociar, sus condiciones y la información adicional que le exija la bolsa. Así mismo se debe publicar en el período aquella información que pueda interesarle a los inversionistas, varios días antes de la rueda de negociación.

El sistema le brinda a las MIPYMES como principales ventajas, una disminución de costos financieros; ampliación del número de alrededores, lo cual hace que la empresa sea menos vulnerable frente a prácticas de concentración monopolística; mayor control de flujo de caja; y mejora la capacidad de negociación con los intermediarios de crédito.

4.3.3 Las acciones: son activos financieros que dan al tenedor la participación o propiedad sobre la empresa que emite el título; las acciones podrán ser ordinarias, preferenciales o privilegiadas.

Las acciones ordinarias le dan al poseedor de la acción el derecho a participar en la Asamblea General de Accionistas con voz y con voto, y en términos económicos tendrán el derecho a percibir dividendos en función de los resultados obtenidos por la empresa.

Las acciones preferentes dan al poseedor de la acción el derecho a percibir dividendos que deben ser cancelados antes que los dividendos pagados a los poseedores de las acciones ordinarias. Aunque el poseedor de una acción puede tener voz en las Asambleas Generales de Accionistas, no tienen voto. En el

momento en que se realice la disolución. Es un instrumento financiero que da a sus propietarios un derecho sobre las ganancias de la compañía que deben ser pagadas antes que los dividendos obtenidos por las acciones ordinarias, sin embargo estos accionistas no tienen derecho a votar en las decisiones de la compañía, al menos que sea especifique tal derecho en la emisión.

Las acciones privilegiadas le dan al poseedor los mismos derechos de las acciones ordinarias además de beneficios económicos adicionales.

Requisitos para emitir acciones en bolsa:

Las entidades que pretendan administrar un sistema de negociación de valores y/o un sistema de registro de operaciones sobre valores deberán acreditar el cumplimiento de los siguientes requisitos:

- a) Establecerse como sociedades anónimas
- b) Inscribirse en el Registro Nacional de Agentes del Mercado de Valores – RNAMV– en su calidad de proveedores de infraestructura del mercado de valores.
- c) Establecer políticas y procedimientos adecuados y suficientes para garantizar condiciones de honorabilidad, corrección y competencia técnica.
- d) Establecer medidas administrativas y de organización efectivas con el propósito de prevenir, administrar y revelar conflictos de interés.
- e) Adoptar medidas para garantizar la continuidad y la regularidad de los mecanismos y dispositivos implementados para el funcionamiento del sistema de negociación o registro.
- f) Disponer de procedimientos administrativos y contables adecuados, mecanismos de control interno, técnicas eficaces de administración y control de riesgos y mecanismos eficaces de control y salvaguardia de sus sistemas informáticos.

4.4 CAPITAL DE RIESGO

El capital riesgo como un instrumento de financiación dirigido básicamente a las MIPYMES, mediante el cual una sociedad especializada inyecta capital en una

pequeña o mediana empresa (sociedad receptora) en una proporción minoritaria y por un espacio de tiempo relativamente corto.

El Capital De Riesgo se entiende por medio de una formula financiera que aporta recursos a las empresas (fundamentalmente PYMES) en forma de fondos permanentes a largo plazo o con el mismo riesgo que los fondos aportados por el empresario, ya que normalmente no tiene ni garantía ni beneficio especial. En la toma de participación se utilizan diferentes instrumentos financieros, buscando un adecuado equilibrio entre el porcentaje de capital y el control de la empresa.

Además, como el fondo de capital riesgo asume el mismo riesgo que el empresario, se buscan unas fórmulas de colaboración entre ambos que generen el máximo valor añadido a la empresa con el objeto de obtener una mayor rentabilidad para todas las partes. El inversor en capital riesgo, con su experiencia, conocimientos y contactos, ayuda en las estrategias a largo plazo y aporta asesoramiento a los empresarios o ejecutivos en la solución de problemas a los que ya se han enfrentado en anteriores ocasiones.

Por otra parte, cabe señalar que, habitualmente el capital riesgo se entiende en un sentido muy estricto que lo restringe a nuevas inversiones en empresas de alta tecnología. Sin embargo, el capital riesgo no es sólo eso. En este sentido, también sería capital riesgo invertir en una empresa desarrollada (como de hecho se hace actualmente) con el fin de incrementar el valor vía mejora de la gestión.

Características del capital riesgo

- El capital riesgo es un instrumento de financiación, ya que la sociedad receptora obtiene una provisión de recursos que le son necesarios para el comienzo o desarrollo de su actividad.
- El capital riesgo se articula mediante la toma de participación en el capital social de la empresa objeto de la inversión, normalmente a través de la compra de acciones.

- Es una forma de canalizar el ahorro permitiendo suplir la falta de autofinanciación de la PYME.
- El precio para la sociedad receptora es casi nulo, pues se limita a dejar entrar en su accionariado a la sociedad inversora, si bien es normal que la sociedad receptora se haga cargo de los costes que ocasiona la entrada de la sociedad inversora en el capital de aquella.
- El tipo de empresas en las que se invierte, normalmente son de pequeña y mediana dimensión, porque son las que mayores posibilidades de expansión y desarrollo ofrecen.
- La inversión va destinada, fundamentalmente, hacia empresas que se encuentran en fase de crecimiento o arranque.
- La sociedad inversora asume unos riesgos mayores de los que normalmente está dispuesta a asumir una entidad crediticia.
- Para los inversores en capital riesgo, la contrapartida básica de este tipo de inversiones es la obtención de elevadas plusvalías por la venta de la participación que detenta la sociedad inversora y que se conoce como proceso de desinversión o salida de la sociedad participada.

Capital de Riesgo en Colombia:

En Colombia se creó el Fondo de Capital de Riesgo de Apoyo para las Pequeñas y Medianas Empresas PYME, cuyo capital inicial, a diciembre de 2005, es de 17 millones de dólares, el cual fue una iniciativa que fue aprobada en Fortalecimiento de la Capacidad Comercial en el marco de las negociaciones del Tratado de Libre Comercio TLC entre Colombia y Estados Unidos.

El cual su función primordial es orientar y apoyar el desarrollo de la PYMES en Colombia, este fondo recibió inversiones adicionales de 10 millones de dólares los próximos 6 meses, provenientes de inversionistas locales, institucionales e internacionales.

El Fondo tiene un crecimiento del capital de largo plazo a través de inversiones de capital entre 1 y 3 millones de dólares por entidad, en PYMES con gran capacidad potencial de crecimiento en Colombia. Los grandes sectores de la economía se les tiene en cuenta con particular atención los que tienen que ver con: procesamiento de bienes de consumo, alimentos, manufacturas livianas y servicios.

El Fondo fue creado como un fondo de capital privado regulado por la Superintendencia Financiera de Colombia, y será manejado por el Fondo de Asistencia a Pequeñas Empresas (SEAF, por su sigla en inglés) Colombia S.A.. SEAF es una firma de inversión global que se dedica a ofrecer capital y ayuda operacional a negocios en mercados emergentes. El SEAF cuenta con más de quince años de experiencia en la operación de fondos de capital de riesgo en mercados emergentes y sus fondos se han invertido en más de 230 PYMES en todo el mundo.

4.5 INSTRUMENTOS HÍBRIDOS PARA EL MERCADO PÚBLICO COLOMBIANO.

4.5.1 BOCAS

Bonos convertibles en acciones: En la primera etapa se confieren a sus titulares, las prerrogativas propias de los bonos ordinarios y posteriormente, se le da a sus propietarios el derecho de convertirlos parcialmente o total en acciones de la respectiva sociedad emisora. Esta conversión puede ser obligatoria o voluntaria, condición deberá quedar señalada en el respectivo reglamento de emisión, el cual deberá además determinar las bases para que dicha conversión pueda ser posible en el momento preestablecido.

4.5.2 WARRANT SOBRE ACCIONES

Es un instrumento financiero cuyo precio esta ligado a la cotización de un activo subyacente, son opciones emitidas por una institución financiera sobre la forma

de título con la ventaja de que puedes ser negociados fácilmente y en cantidades pequeñas, son valores que otorgan unos derechos a comprar o vender un determinado activo a un precio predeterminado y a medio o largo plazo.

El titular de un Warrant tiene derecho a:

- ✓ Recibir la diferencia entre el precio a que este el activo subyacente en el mercado (precio de liquidación) y el precio de ejercicio para los derechos de compra

- ✓ Recibir la diferencia entre el precio de ejercicio y el precio de liquidación para los derechos de venta.

El emisor de Warrant fija el precio de ejercicio y la prima que de ha de pagar por cada Warrant en el momento que se emite. Una vez emitidos los Warrants son susceptibles de negociación en los mercados hasta su vencimiento.

CLASES DE WARRANT

WARRANT DE CALL: dan el derecho a su titular a comprar el activo subyacente al precio de ejercicio, la liquidación se produce, si es positiva, entre la diferencia entre el precio de liquidación y el precio de ejercicio.

WARRANT DE PUT: Da el derecho a su titular a vender el activo subyacente al precio de ejercicio, La liquidación se produce, si es positiva, entre la diferencia entre el precio de ejercicio y el precio de liquidación.

TIPOS DE WARRANT

- ✓ Warrants a la europea: el derecho que incorporan solo puede ser ejercido en una fecha determinada que es la fecha de vencimiento del warrant.
- ✓ Warrants a la Americana: el derecho que incorporan puede ser ejercido durante toda la vida del Warrant hasta su vencimiento.
- ✓ Warrants "Bermudas": El derecho que incorporan se puede ejercitar en varias fechas determinadas a lo largo de la vida del Warrant, incluida la fecha de su vencimiento.

El precio que se cancela por adquirir un Warrant es la prima y varía en función de:

- los movimientos en el precio del subyacente
- el mayor o menor grado de volatilidad del precio del subyacente
- el tiempo que queda hasta su vencimiento.
- la evolución de los tipos de interés, dividendos y el tipo de cambio.

La diferencia entre ejercitar y vender es que, al ejercitar un Warrant éste deja de existir, mientras que al vender, el comprador puede volver a comprarlo.

El ratio indica cuantas unidades o fracciones del subyacente están controladas por un solo Warrant.

En los últimos años el volumen de operaciones de los Warrant se ha incrementado en un 20% con respecto al 2006 ya que las condiciones económicas son favorables; este crecimiento empezó hace unos 5 años con la modalidad de Warrant Insumo Producto (WIP), este emite el Warrant sobre el insumo y todo el proceso hasta el producto final está amparado por el; de esta manera se obtiene el financiamiento y la producción no se detiene.

VENTAJAS

- Financiamiento sucesivo y continuo que los productos que exportan.
- Con el tiempo obtiene un ahorro de costos financieros.
- Se constituye como prenda rápidamente.
- Es considerado como garantía preferencial
- ES ágil para constituir un título valor.

4.5.3 TÍTULARIZACIÓN

Es un mecanismo de financiamiento que consiste en transformar activos o bienes, actuales o futuros, en valores negociables en el mercado de valores. Según datos

de la Asobancaria, en Colombia el 7% de las empresas utilizan la titularización como medio de financiación, en comparación con los países latinoamericanos es el tercero, seguido de México con un 69% y Brasil con un 12 %

Los procesos de titularización más utilizados en Colombia son proyectos de construcción, inmuebles, cartera hipotecaria, cartera de crédito, flujos futuros de fondos, documentos de crédito, productos hipotecarios, documentos de crédito-ofertas exclusivas en el exterior y títulos hipotecarios; unos de los títulos más utilizados son de contenido crediticio ya que tiene la mayor aceptación en el mercado.

REQUISITOS

- Mención de derecho que incorpora y firma de quien los crea
- inscripción en el RN VE (Registro Nacional de Valores Emisores)
- Susceptibles de ser colocados mediante oferta pública.
- Plazo no inferior a un año.
- El plazo no debe ser mayor al de la duración del patrimonio autónomo o fondo

VENTAJAS DE LA TITULARIZACIÓN

1. PROFUNDIZACION EN EL MERCADO: Uno de los obstáculos que impide llegar a un nivel de profundización es la escasa oferta de títulos, la estructuración de los procesos de titularización permiten ampliar las posibilidades de emisión de valores en el mercado, de igual manera facilita el acceso a nuevos participantes que encuentran beneficios al actuar como originadores de procesos.

2. OPTIMIZACION DE LA ESTRUCTURA FINANCIERA EMPRESARIAL: genera una nueva dimensión de las opciones de fuentes de recursos no intermediados de la compañía, permitiendo mayor liquidez a muy bajo costo y el gasto generado en estos procesos presentan un 1.88% del valor de la emisión, esta estructura es adecuada por el originador de acuerdo a sus propias necesidades.

3. FINANCIAMIENTO DE PROYECTOS: esta es una alternativa de bajo costo que proveer recursos de acuerdo con las necesidades como plazo, costo, montos con destino nacional o extranjero.

PARTES QUE INTERVIENEN EN EL PROCESO

1. EL ORIGINADOR: Es el que transfieren los bienes o activos base del proceso que puede ser una persona natural o jurídica, nacional o extranjera.

2. EL AGENTE DE MANEJO: es el agente del patrimonio autónomo, se encarga de recaudar los recursos provenientes de la emisión y se relaciona con los inversionistas en virtud de vocería en la que se encuentra autorizadas las sociedades fiduciarias y las entidades financieras autorizados para celebrar contratos de fiducia.

3. EL ADMINISTRADOR: es la entidad encargada de la administración, custodia y conservación de los activos o bienes objeto de la titularización, así como de recaudo y transferencia al agente de manejo de los flujos provenientes de dichos activos o bienes.

4. EL COLOCADOR: Es la entidad que actúa como suscriptor de una emisión y que asegura el éxito del proceso.

TIPOS DE TITULARIZACIÓN:

1. TITULARIZACION DE CREDITOS: Incluye cualquier tipo de cartera, como cartera hipotecaria, proveniente de corporaciones de ahorro y vivienda y cartera comercial de empresas al sector real, es el traslado de activo "cuentas por cobrar" a un patrimonio autónomo con el objetivo de liberar recursos que se encuentran ilíquidos en el activo.

2. **TITULARIZACIÓN INMOBILIARIA:** patrimonio con inmuebles construidos, en el que los inversionistas participen en la valorización del inmueble y/o en los ingresos generados por el arrendamiento del mismo y definir variantes en cuanto al destino del inmueble una vez finalice la titularización, bien sea venderlo o aplicar una opción de recompra por parte del originador.

3. **TITULARIZACIÓN OBRAS DE INFRAESTRUCTURA Y SERVICIOS PUBLICOS:** financia obras públicas u obras de infraestructura y de servicios públicos.

4. **TITULARIZACIÓN DE VALORES:** Se realiza sobre títulos valores inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediados, conformación de fondos de valores administrados por sociedades comisionista de bolsa y patrimonios autónomos con acciones.

CLASES DE TITULOS EMITIDOS

En el mercado colombiano la mayor parcelación en las clases de titularización son los títulos de participación con 62% seguido por los títulos de crédito con un 34% y finalmente los títulos mixtos con un 4%.

1. **TITULOS CORPORATIVOS O DE PARTICIPACION:** El inversionista adquiere un porcentaje del patrimonio autónomo o fondo y participa de las utilidades o pérdidas que este genere. Se asimilan a títulos de renta variable y se encuentran referenciados en unidades de participación.

2. **TITULOS DE CREDITO:** incorporan derechos a percibir la cancelación del capital y de los intereses de acuerdo con las condiciones señaladas en el título. Se asimilan a títulos de renta fija y los activos que conforman el patrimonio autónomo respaldan el pasivo con los inversionistas.

3. **TITULOS MIXTOS:** Contemplan una rentabilidad mínima, máxima o las dos. Incorporan derechos de participación y ser amortizables.

5. PRODUCTOS FINANCIEROS HÍBRIDOS EN ARGENTINA

En Argentina, el sistema financiero se caracteriza por un escaso desarrollo de los mercados de capitales y una presencia importante de intermediarios financieros bancarios. Estos agentes se ocupan tanto de las transacciones operativas de corto plazo como de estructurar financiamiento de largo plazo a las empresas. Ello atenta contra la igualdad de atención de los distintos segmentos de mercado y/o agentes solicitantes de financiamiento. El sistema financiero en Argentina sufre de la falta de nuevos y apropiados instrumentos para las diferentes necesidades del mercado. Prácticamente no existen en Argentina compañías de Capital de Riesgo (Venture Capital).

Sin embargo, en Argentina siguiendo el ejemplo de las grandes economías del mundo implementó en su legislación modelos institucionales que le han permitido fuentes de financiación para sus PYMES. Este sistema se fundamenta en la creación de las Sociedades de Garantía Recíprocas, que han permitido el acceso de la PYMES al mercado público de valores y obtener financiación tanto en el corto como en el largo plazo.

5.1 SOCIEDADES DE GARANTÍA RECÍPROCA:

Son entidades comerciales que facilitan el acceso de las PYMES a la financiación otorgando garantías para el cumplimiento de sus obligaciones. Las SGR funcionan como un mecanismo de asociación de las empresas, permitiendo reducir las asimetrías de información de las PYMES que llevan al racionamiento del crédito. Estas sociedades están conformadas por socios partícipes o PYMES que reúnan las condiciones generales establecidas y suscriban acciones. Socios protectores, que están encargados de realizar aportes al capital social y a un fondo de riesgo.

El fondo de riesgo se constituye con el objetivo de soportar las garantías ofrecidas por la Sociedad de Garantía Recíproca. Además de estar compuesto por los aportes de los socios protectores, también se compone de las asignaciones de los resultados, las donaciones y subvenciones recibidas, el rendimiento financiero que provenga de la inversión del propio fondo en las colocaciones en que fuera constituido. La constitución del fondo se realiza mediante la constitución de un fideicomiso.

Las utilidades obtenidas por la Sociedad son distribuidas así: 5% a Reserva Legal, 47,5% al fondo de riesgo y el restante podrá ser pagada a los socios.

Un contrato de Garantía Recíproca se establece cuando una SGR se obliga accesoriamente por un socio partícipe que integra la misma y el acreedor de éste acepte la obligación accesorial. Paralelamente el socio partícipe queda obligado frente a la S.G.R por los pagos que ésta afronte en cumplimiento de la garantía. De la misma manera, la SGR debe requerir una Contragarantía a los socios partícipes que celebren un Contrato de Garantía Recíproca.

5.2. Beneficios Tributarios

Los beneficios tributarios están asociados tanto a las PYMES que hacen parte de las SGR sino también a los socios protectores como incentivo a la inversión. En primer lugar cuando los socios protectores y los partícipes que realicen aportes al capital y al fondo de riesgo podrá, deducirlos para la determinación del impuesto de sus respectivas actividades, siempre que dichos aportes se mantengan en la SGR por el plazo mínimo de dos años.

Con respecto a los beneficios para las SGR, el tratamiento impositivo recae sobre los contratos de garantía recíproca, estando exentas las utilidades que generen; además, no se cobra el IVA en los contratos de Garantía recíproca.

5.3 Fondo De Riesgo

Todas las SGR deben mantener un Fondo de Riesgo equivalente al 25% de los avales otorgados. Se computarán los avales otorgados a las PYMES, ponderados

cada uno de ellos de los factores riesgo, teniendo en cuenta la existencia o no de contra garantías y su naturaleza.

5.4 Garantías

Cuando una PYME que necesite fondos ó tiempo para cumplir sus obligaciones, puede acudir a: emisión de obligaciones negociables bajo el Régimen PYMES, constitución de fideicomisos financieros, constitución de fideicomisos de garantía, oferta pública de cheques de pago diferido, operaciones de Factoring, operaciones de leasing; todo avalado por una SGR. También puede hacer uso de garantías comerciales ajustables, garantías para productores de bienes y servicios exportables a través de terceros y para exportadores, garantías para agencias de turismo que operan con IATA y garantías sobre presentaciones ante la AFIP, entre otras opciones que pueda ofrecerle la SGR de la cual sea socia.

5.5 Emisión de Obligaciones Negociables Bajo el Régimen Pymes

Desde 1993 se creó un régimen por el cual se autoriza a las PYMES a hacer oferta pública de títulos valores representativos de deuda. La obligación negociable es un bono privado que genera un interés a favor del inversionista durante su plazo de vigencia

Desde el momento en que la obligación negociable cuenta con el aval de una SGR, el riesgo del inversor disminuye, ya que si la empresa emisora incumpliera con el pago, la SGR debería responder por el mismo. Aquí se centra la importancia de este mecanismo de financiación: al bajar el riesgo, disminuye la tasa de financiamiento de la PYME.

Las PYMES son automáticamente autorizadas a hacer oferta pública de obligaciones negociables previo registro ante la Comisión Nacional de Valores y cumplimiento de los requisitos de información que exige dicho órgano.

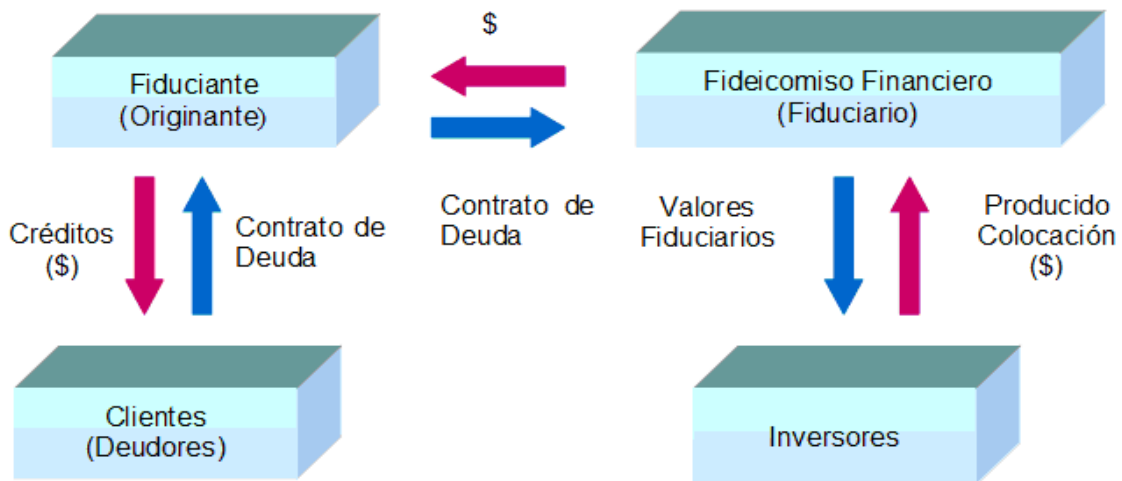
5.5.1 Constitución de fideicomisos financieros.

El Fideicomiso es un contrato consensual, en donde el Fiduciante cede la propiedad de bienes a un fiduciario, quien se obliga a ejercerla en beneficio un tercero. Las partes necesarias para que haya contrato son dos: el Fiduciante, que es la persona que transmite los bienes y el Fiduciario, que es quien recibe los bienes en propiedad fiduciaria. Los otros sujetos nombrados por la norma, no son partes del contrato.

En el fideicomiso financiero, el fiduciario es una entidad financiera y los beneficiarios son los titulares de certificados de participación en el dominio fiduciario o de títulos representativos de deuda garantizados con los bienes transmitidos. Debe tenerse en cuenta que la transferencia fiduciaria de los bienes, es el medio para alcanzar los fines previstos y no un fin en si mismo.

Figura 1 Esquema Básico de funcionamiento de los Fideicomisos Financieros.

Esquema básico de funcionamiento de los Fideicomisos Financieros



Fuente: Rubén Ascúa. Conferencia presentada en el XIII Seminario Financiero Internacional Unab Bucaramanga. Octubre de 2007

Así, la función principal del Fideicomiso Financiero es actuar como vehículo en la titularización de las carteras de crédito (activo financiero). A través de ella, el titular de los activos crediticios, los utiliza como respaldo de la emisión de títulos que le faciliten la obtención de fondos. Cuando el Fideicomiso cuenta con el aval de una SGR, se reduce la tasa de financiamiento para la PYME.

5.5.2 Constitución de fideicomisos de garantía

Es otro tipo de Fideicomiso, pero en este caso, se utiliza como garantía de una deuda. Para ello, el Fiduciante transfiere un bien en propiedad fiduciaria, garantizando una obligación que mantiene a favor de un tercero

A todas las ventajas mencionadas, debe agregarse que, en el caso particular, de que el Fideicomiso de Garantía cuente con el aval de una SGR, los acreedores (o inversores) poseen una doble garantía de pago: el bien Fidecomitado, y el compromiso de la SGR, lo que facilita su colocación en el Mercado y reduce la tasa de financiación, ya que el riesgo del inversor se ve disminuido.

5.5.3 Oferta pública de cheques de pago diferido

Para negociar un cheque, una PYME debe presentarlo a la SGR de la cual es socia, que avala el cheque, el cheque se envía a la Bolsa y mediante un intermediario de bolsa, el cual cobra su comisión se ofrece el cheque con la tasa máxima que está dispuesta a pagar la PYME.

5.6 Factoring

Es una herramienta de financiación que le permite, a una empresa, convertir sus cuentas por cobrar en efectivo. Es un contrato celebrado entre una sociedad de Factoring y la PYME, por medio del cual la primera (factor) se obliga a comprar a un precio preestablecido una determinada masa de créditos que ésta última obtiene por su actividad habitual.

Los títulos de crédito susceptibles de ser incorporados en un contrato de Factoring son: Facturas comunes, facturas de crédito, pagarés, cheques de pago diferido, documentación de exportación.

Si una PYME opta por esta herramienta de financiación, y cuenta con la garantía de una SGR, el porcentaje de descuento se verá disminuido, al descender el riesgo del inversor, ya que si no cumple su obligación el deudor, ni PYME, lo hará la SGR.

5.7 Leasing

El leasing es un contrato por medio del cual una de las partes, conviene en transferir a la otra, la tenencia de un cierto y determinado bien para el uso y goce de la última, contra el pago de un canon establecido.

Dentro de esta alternativa, existen tres modalidades diferentes: financiero, operativo y Léase back.

Al igual que en los otros casos, al contar con el aval de una SGR, el interés cobrado por la financiación es menor ya que se tiene una doble garantía ante el incumplimiento del tomador: el bien mismo (que le pertenece) y la respuesta de la SGR por el socio partícipe ante el no pago de los cánones.

6. PRODUCTOS FINANCIEROS HÍBRIDOS EN ALEMANIA

En Alemania la Mipymes tienen dos fuentes de financiación principalmente:

Capital Propio: Las Mipymes presentan una proporción baja, en promedio tiene un porcentaje no mayor al 25% del total de los activos.

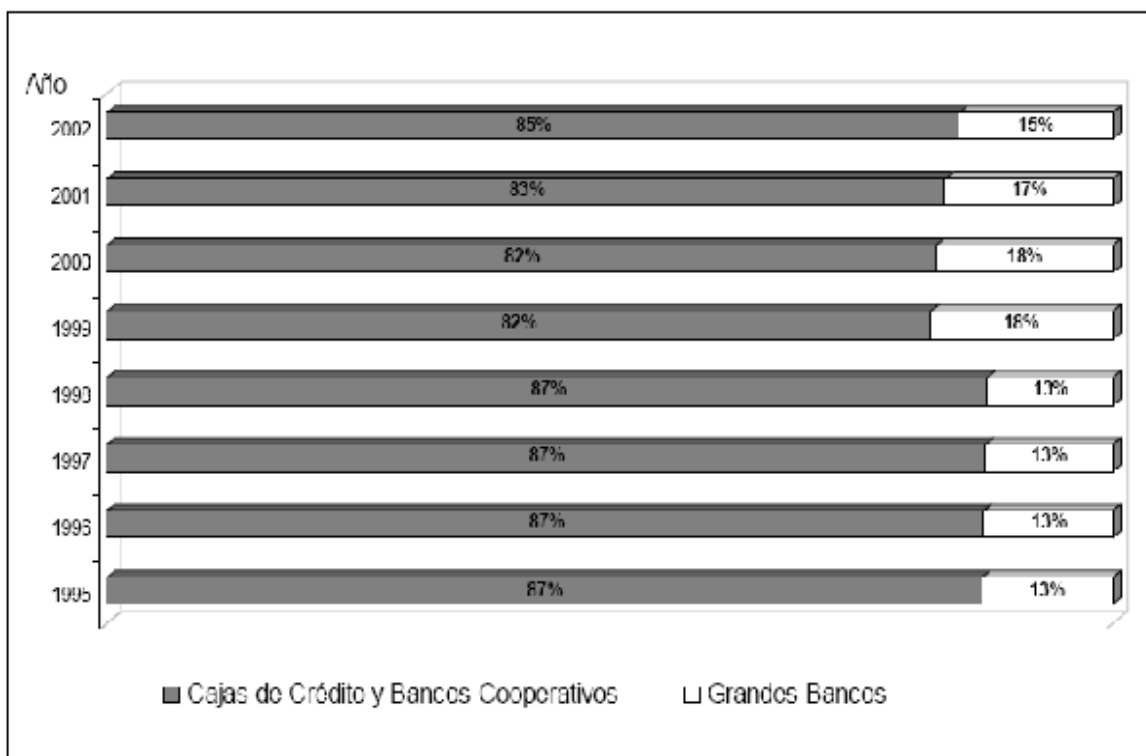
Crédito Bancario: Las Mipymes se financian con esta modalidad en un 91%, con tendencia a préstamos a corto plazo y a la utilización de negociaciones de acciones o títulos valores y sobregiros (adelantos a la cuenta corriente).

Las Mipymes registran mejores tasas de ganancias operativas, esto afecta la evaluación del riesgo que realizan las entidades financieras. Al igual que en el resto del mundo el acceso al crédito es uno de los obstáculos de mayor importancia al que se enfrentan para su desarrollo en los negocios y en los planes de inversión, para contribuir con la creación de empleo, la protección del medio ambiente y al innovación, y principalmente depende de las condiciones del mercado.

6.1 CRÉDITO A MICRO, PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA (MIPYME).

ALEMANIA

Figura 2 Crédito de las Mipymes en Alemania.



Fuente: IfM Bonn, 2003

La inclinación por deuda como medio de financiación se basa en la preferencia a la autonomía en la toma de decisiones en su organización. Al mismo tiempo el acceso al financiamiento externo determina la iniciación de información que para el empresario considera estratégica y que es tomada como una limitación por aquello de la concepción de la libertad empresarial.

En Alemania el sistema de financiamiento con preferencia por la Mipyme se encuentra en el campo de la deuda en la que los intermediarios válidos son los bancos, proveedores y prestamistas no formales.

El acuerdo de Basilea II trae una serie de implicaciones para la Mipymes en las que se destacan tres:

Disposición y ampliación de los canales de información de la empresa (intensificación de los medios de comunicación con las instituciones financieras.

Definición del sistema, los instrumentos y la estructura de auditoría y control.

Desarrollo de una clara estrategia para la empresa, un buen planteamiento.

6.2 SISTEMA DE GARANTÍAS

Es un sistema enfocado a la dificultad del financiamiento bancario a largo plazo, es un sistema de carácter privado que incluye a la Mipyme bajo el principio de ayuda mutua y participación para la cobertura de riesgo, las empresas otorgantes de avales y/o garantías constituyen una herramienta indirecta de la política pública, como en nivel federal y estados.

El sistema de garantías garantiza financiamiento destinado a:

- Creación de empresas.
- Adquisición de empresas.
- Inversión y crecimiento.
- Capital de giro.

Con este sistema implica que las Mipymes tengan mejores condiciones financieras en los prestamos entre ellas tasa de interés mas bajas, de igual manera se busca mayor flexibilidad en manejo del otorgamiento de vales y la utilización de los avanzados sistemas de control y medición del riesgo, tanto económico y financiero que reduce el volumen potencial de incobrabilidad.

6.3 MERCADO DE CAPITALES

El objetivo es crear una imagen y relaciones con accionistas, potenciales inversores tanto privados como institucionales, consejeros de inversión, analistas financieros y banqueros. Una imagen positiva para tener acceso a condiciones ventajosas en la negociación con bancos.

La inclusión de las Mipymes a la Bolsa en muchas oportunidades es una estrategia de fuerte impacto promocional en busca de una imagen financiera de la empresa.

El financiamiento de Capital Propio no ha sido movido ya que no existe mercado secundario para los títulos valores; es uno de los pilares básicos para observar la sustentabilidad de la empresa.

NEURER MARKT

Es un sistema que implemento la Bolsa de Alemania el 10 de Marzo de 1997 especialmente para la Mipyme y con un crecimiento rápido ya que se registraba un promedio bajo de apertura de empresa a la Bolsa por lo que resultaba esencial, este sistema tiene los siguientes requisitos:

- Un volumen de emisión al menos de 5 millones de Euros.
- Capital Propio de al menos 1.5 millones de Euros.
- Obligaciones para accionistas previos de 6 meses.
- Reconocimiento del código alemán de aceptación.
- Tener un flotante posible del 5% y como mínimo un 20%.

- Emisión solo de acciones ordinarias.
- Emitir como mínimo 100.000 acciones.
- Emisión de al menos el 50% del capital
- Antigüedad de la empresa posible 3 años como mínimo 1 año.

Con esta apertura a la Bolsa se mejora el acceso al Capital Propio y simultáneamente otorgaría un espacio de capital con mejores condiciones, con un eficiente manejo de las acciones, se limitan al nivel de riesgo, radica en una elevada liquidez, en el volumen de transacciones en el mercado y en una considerable transparencia de la empresa en las que faciliten la futura cotización de las acciones.

La implementación de este nuevo sistema permitió que la Mipyme accediera al financiamiento por vía del mercado de capitales de igual manera posibilita el incremento al mercado de deuda a largo plazo con tasas de interés bajas a la credibilidad y transparencia generada en las empresas con cotización pública.

6.4 CAPITAL DE RIESGO (VC)

Es creado con el objetivo de verificar la transparencia de tecnología desarrollada hacia el mercado consumidor mediante la conformación de nuevas empresas, actúan entre instituciones de inversión y ahorro promoviendo fondos de capital y mercado de emprendedores que no cotizan en Bolsa y que necesitan financiamiento y poseen un potencial alto de crecimiento, una elevada rentabilidad, es un inversor profesional y especializado en finanzas corporativas que realiza inversiones en acciones es un instrumento innovador porque ellos participan del riesgo del emprendedor, apoyando inversiones especialmente en tecnología para su rápido crecimiento ya que las instituciones financieras no asisten con instrumentos tradicionales.

Estos inversores utilizan tres vías de salida de inversión.

- La oferta pública inicial.
- La venta de un inversor estratégico o una fusión.
- La recompra por el emprendedor.

6.4.1 TIPOS DE VC

1. Según su forma de operación: El inversor profesional y la intervención a través de la adquisición de acciones de compañías no cotizantes en Bolsa, que realiza inversiones en empresas nacientes y/o jóvenes que se encuentra en desarrollo temprana.

2. Según su objeto: En fondos de generalistas que invierten en cualquier tipo de proyectos y fondos especializados por sector o industria.

3. Según el estado de desarrollo de la empresa que se invierte: fondo para solo capital en etapa temprana y financiar el desarrollo que aportan a la expansión de compañías ya consolidadas

VC EN ALEMANIA

Es una manera especial de financiamiento en participación de empresas en el capital, que radica en el mercado objetivo y el proceso de inversión, este método se concentra en las empresas del sector de alta tecnología, aportando capital accionario al igual que gestión y monitoreo.

La Pymes atrae por las expectativas de altas ganancias y los rendimientos que otorgan has un 15 al 25% anual, un de los objetivos del VC es cubrir las pérdidas y/o caídas en su portafolio e inversiones, los costo y la limitada liquidez de la

inversión; se especializa en el espacio entre la etapa de capital semilla y la fase de expansión y madurez de la organización. Para estimular las actividades del VC se dedujeron los impuestos sobre la renta de las sociedades, de igual manera están exentos de impuestos comerciales locales, como que las ganancias obtenidas a través de la venta de acciones no están sujetas a los impuestos solo si estos ingresos se reinvierten dentro de cuatro años.

6.5 INSTRUMENTOS HIBRIDOS DE ALEMANIA “MEZZANINE DE KAPITAL”

Esto instrumento financiero tiene como objetivo de cubrir el espacio intermedio entre capital propio y deuda, para las empresa no cotizante en Bolsa de comercio ya que representan medios financieros flexibles y dinámicos.

TIPOS DE HIBRIDOS (CAPITAL PROPIO)

- Distinción según formas orientadas al mercado de capitales o los privados.
- Distinción según la orientación hacia el rendimiento o al crecimiento de valor.
- Distinción según cercanía al capital propio o a la deuda.
- Distinción según el ciclo de vida de la empresa.

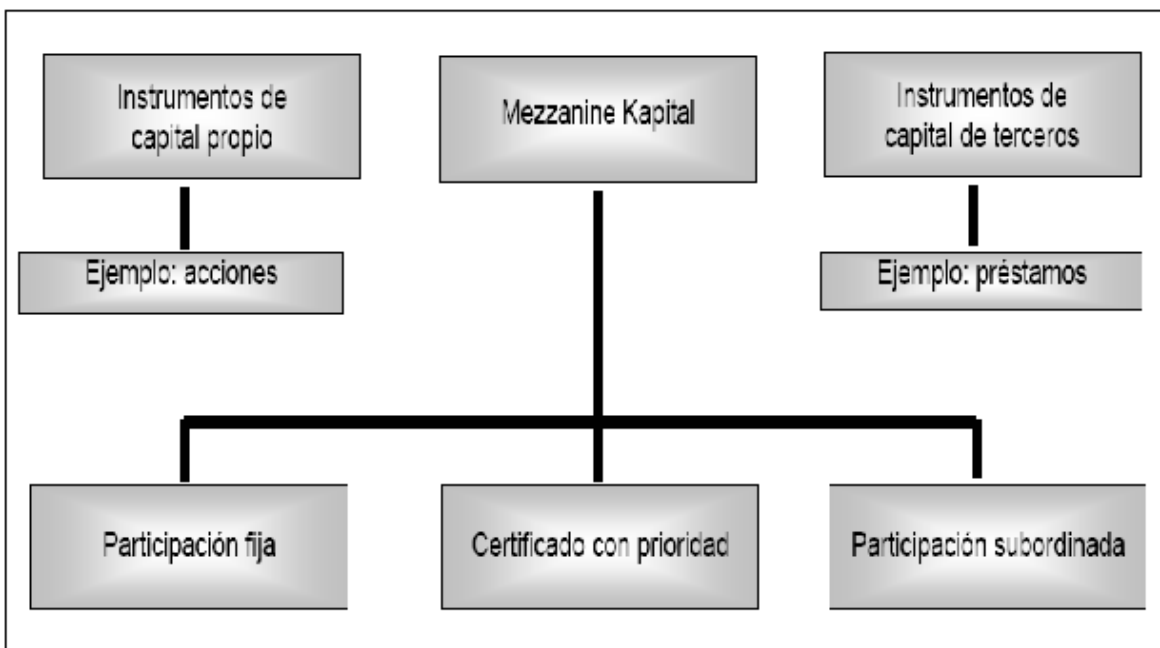
Tabla 9 MEZZANINE DE KAPITAL, Instrumento Híbrido de Alemania.

MEZZANINE KAPITAL
<p>Capital propio</p> <ul style="list-style-type: none"> • Cuasi-capital propio • Atípica participación fija en capital • Préstamo con opción: Préstamos que tengan la opción de convertirse en capital propio. • Préstamo con derecho a cambio (variable según performance) • Acciones preferidas: Título valor patrimonial que tiene prioridad sobre las acciones comunes en relación con el pago de dividendos. La tasa de dividendos de estas acciones se fija en el momento de la emisión, y puede ser fija o variable.
<p>Cuasi-deuda</p> <ul style="list-style-type: none"> • Típica participación fija en capital • Préstamos con royalty según actividad: Es el pago de una cantidad variable ligada al volumen de producción o ventas que debe pagarse durante un tiempo al propietario de la patente que se esté explotando. • Préstamos de socios: Son depósitos de dinero que efectúan los socios. • Préstamos subordinados: Al ser créditos de último rango representan, respecto a terceros, una garantía comparable a los fondos propios de la empresa. Ello aumenta la capacidad de endeudamiento del prestatario, que podría tener dificultades para conseguir nuevos préstamos convencionales. Permite conseguir fondos cuasi permanentes, evitando el aumento de capital, los cambios no deseados en órganos de administración. • Derechos especiales • Deuda

Fuente: Nathusius, 2000.

La estructura financiera de una empresa se hace más compleja cuando se trabaja varios instrumentos, para ellos es importante conocer las distintas alternativas antes de tomar una decisión.

Figura 3 INSTRUMENTOS DE CAPITAL PROPIO, MEZZANINE KAPITAL, INSTRUMENTOS DE CAPITAL DE TERCEROS



Fuente: IfM Bonn, 2003.

Tabla 10 COMPONENTES DE MEZZANINE KAPITAL

Equity Mezzanine	Deuda Mezzanine
<ul style="list-style-type: none"> -Equity Mezzanine con opción a suscribir deuda. -Equity Mezzanine con cobertura y/o garantía. -Naked warrants. -Equity con derechos de conversión. -Equity con opción a suscribir deuda. -Equity con subordinación según performance (equity kicker). -Genusscheine (acciones con premio especial). -Participación "segura". -Sweet equity (acciones con condiciones preferidas –MBO/MBI–). 	<ul style="list-style-type: none"> -Préstamo "patriarcal" -Préstamo condicionado -Deuda con alto rendimiento -Deuda con opción a transformarse en equity -Préstamo comercial -Ganancia después de la construcción -Zero bonds -Deuda con cotización pública (Obligaciones Negociables)

Fuente: Betsch y Groh, 2000

6.5.1 VENTAJAS DEL MEZANINE DE CAPITAL

- Aumento de la proporción de capital propio.
- Crecimiento de la calidad crediticia.
- Mejora del rating.
- Tasas de interés a más bajas en préstamos.
- Mejora directa de la situación de liquidez en el proceso de inversión.
- Protección ante una eventual licuación de estructura preexistente de capital.

7. ANALISIS COMPARATIVO DEL MERCADO NACIONAL CON ARGENTINA Y ALEMANIA

En Colombia al igual que en Argentina y Alemania, las micros, pequeñas y medianas empresas representan gran parte de la economía de cada uno de los países, pero en los tres países las dificultades que deben afrontar las Pequeñas y Medianas Empresas, se destacan las financieras, originadas por la pequeña dimensión de dichos entes, que supone escaso capital, poca capacidad financiera y estrecho margen de maniobra manejando plazos inadecuados y altos costos de financiación. La insuficiencia de fondos, los problemas de acceso al financiamiento de largo plazo, la excesiva dependencia del mercado de crédito de corto plazo, y los altos costos de financiación vinculados al mayor riesgo que ellas significan para las entidades crediticias, constituyen un serio obstáculo para su crecimiento.

Como consecuencia de lo expuesto, las PYMES se encuentran en un alto grado de dependencia del crédito bancario a corto plazo, y de la financiación por parte de sus proveedores. Sumado a ello, se enfrentan con altos costos financieros que, comparados con la rentabilidad de las inversiones, convierten inviables.

Si bien Colombia y Argentina son economías suramericanas que presentan similitudes en su estructura y forma de operar, distinto de Alemania que se considera uno de los países más desarrollados del planeta y cuenta con un fuerte y sólido sistema financiero que le ha permitido desarrollar modelos e instrumentos adecuados a las necesidades de financiación para las PYMES. Los tres presentan similitudes en los problemas que afrontan sus PYMES. Entre los principales inconvenientes están una proporción baja de capital propio, de tal forma que representan empresas menos sólidas y más riesgosas desde la perspectiva financiera. En segundo lugar, al igual que en el resto del mundo el acceso al crédito es uno de los obstáculos de mayor importancia al que se enfrentan para su desarrollo en los negocios y en los planes de inversión, para contribuir con la creación de empleo, la protección del medio ambiente y al innovación, y principalmente depende de las condiciones del mercado.

7.1 Productos Financieros Híbridos

En Colombia al igual que en Argentina y Alemania existen productos financieros híbridos que le permiten a las empresas tener obligaciones con características de capital. Sin embargo, en Colombia estos instrumentos están diseñados para las grandes empresas y no permiten ser usados por las MIPYMES.

Los principales obstáculos encontrados en la financiación en el mercado público de valores nacional están los montos mínimos de financiación que en la mayoría de los casos representan volúmenes inadecuados para una pequeña y mediana empresa.

En segundo lugar están los altos costos fijos que conlleva hacer una emisión en el mercado público; estos costos fijos en grandes emisiones se ven diluidos y por tanto son poco representativos para las grandes empresas. Sin embargo, si una pequeña o mediana empresa deseara hacer emisión de títulos los costos fijos que tendría que asumir por una pequeña emisión harían que la financiación resultase inviable.

En tercer lugar, la informalidad de las PYMES y de su información financiera hacen que éstas no cumplan con los requisitos del mercado público, exigencias como el Código de Gobierno Corporativo y políticas en el manejo de conflictos de interés conllevan a incrementar el riesgo de la inversión y por tanto el costo de la misma.

Finalmente, podría decirse que los problemas de las PYMES de Colombia en cuanto a financiación se encuentran en la estructura del sistema, el mercado público nacional debido a las barreras de entrada imposibilita la entrada de las pequeñas y medianas empresas a éste como medio de financiación.

Aunque se reconoce que gran parte del problema se origina dentro de las mismas empresas al no tener estructuras corporativas claras, bajos niveles de formalidad en la información financiera, contable y tributaria; se hace necesario plantear soluciones que permitan el acceso de las PYMES al mercado de valores y se puedan beneficiar de los bajos costos la financiación a través de dicho mercado.

7.2 Sociedades De Garantía Recíprocas –CGR- Como Alternativa de Solución Para La Financiación De Pymes

Las Sociedades de Garantía Recíprocas existen en muchos países del mundo y funcionan como figuras jurídicas que permiten integrar las grandes empresas y PYMES. Las SGR, se constituyen como sociedades comerciales que tienen por objeto facilitar el acceso a la financiación adecuada de las PYMES a través del otorgamiento de garantías para el cumplimiento de sus obligaciones.

De esta forma, estas sociedades actuarían como un mecanismo de asociatividad que permite reducir las asimetrías de información que llevan a la reducción del crédito. Las SGR estarán obligadas a responder, además de tener un patrimonio con el cual hacer frente a la obligación asumida, los grados de incertidumbre sobre la no reposición del crédito disminuyen, con lo cual el banco sí estará dispuesto a otorgar el crédito.

Más allá de simplemente representar un sistema de garantías, las SGR podrían negociar en representación de un cúmulo de PYMES mejores condiciones crediticias en cuanto a costo y plazos. Además, estar más cerca del empresario y tener mayor certidumbre sobre las posibilidades de éxito de sus proyectos y asesorar en la formulación y presentación de proyectos, así como en la organización de la información financiera, contable y tributaria.

Además, para garantizar una eficiencia en las SGR se deberán constituir de acuerdo con un objetivo específico que permita seleccionar las PYMES que vayan a conformarlas, por ejemplo SGR para PYMES dedicadas al Agro, SGR para PYMES dedicadas a la manufactura de bienes puntuales o a la prestación de servicios específicos; de esta manera la capacidad que tendrá la SGR de asesorar y mejorar las condiciones de las PYMES será mayor debido al nivel de especialización que lograría desarrollar. Otra modalidad que podrán tener la

SGR's podrían ser la regionalización de ellas, es decir que existan SGR para PYMES de determinada región del país.

Es importante recalcar que la especialización en un grupo específico de PYMES incrementa el riesgo operativo del sector, así que para reducir dicho riesgo las SGR deberán establecer políticas que le permitan establecer niveles de concentración regional para que esta manera el riesgo pueda ser controlado. También cuando se trata de SGR's regionales se deberán fijar políticas de concentración de la actividad económica de las PYMES que la conforman,

7.2.1 Conformación de las SGR

Una Sociedad de Garantía Recíproca debe estar compuesta por dos tipos capital. Por un lado, el capital social que como cualquier sociedad comercial serán los aportes o cuotas que deberán realizar los socios para tener participación en la Sociedad y recibir dividendos por los resultados de la Operación. El capital social estará conformado por acciones ordinarias de igual valor nominal y votación igualitaria.

Por otro lado deberá contar con un Capital de Riesgo (VC) que estará conformado por los aportes de los socios, la capitalización de los resultados que se establezca como norma y que permita aumentar la capacidad operativa de la SGR (es decir las reservas obligatorias y estatutarias que se definan), el capital donado y los rendimientos obtenidos en las inversiones del mismo Capital de Riesgo. Los fondos del Capital de Riesgo no podrán ser administrados por la SGR con el objetivo de aumentar la seguridad y la estabilidad de la sociedad, así que deberá ser constituido un Fondo Fiduciario que administre dichos valores.

Debido a que es el Capital de Riesgo la garantía General o el respaldo que tiene la SGR frente a las garantías asumidas con las PYMES, éste deberá tener una relación directa con el volumen de dinero que la SGR ha garantizado como

financiación de las PYMES. Esta relación no necesariamente debe ser 1 a 1 debido a que no es la SGR la que ha tomado la obligación; sin embargo si deberá tener un porcentaje, entre el 25% y el 50% del valor total del saldo neto por garantías otorgadas.

La estructura de capital de una Sociedad de Garantías recíprocas deberá estar conformada por dos clases diferenciadas de socios de acuerdo con el perfil y expectativas de cada uno.

Por un lado estarán de socios “partícipes” o “beneficiarios” que son las PYMES que reúnan los requisitos para ser parte de las SGR y que estén interesadas en financiar su operación mediante la emisión de títulos en el mercado público. El hecho de convertir en socios a las PYMES a las que se les otorga el aval, incrementa el nivel de seguridad de la SGR ya que se refuerza el vínculo entre la PYME y la SGR.

Por el otro estarán los socios “Patrocinadores” o “Protectores” que serán personas naturales o jurídicas nacionales o extranjeras que realicen aportes al capital social y al fondo de riesgo. Esta categoría de socios no podrá celebrar contratos de garantía con la SGR que constituya. Además debe ser incompatible la condición de socio “patrocinador” o “protector” con la de socio partícipe

7.2.2 Beneficios Tributarios

Si bien, el sistema de SGR presenta altos beneficios para las PYMES que lo integran, se debe tener claro que gran parte del éxito de éstas es que han tenido en los países analizados es debido a la exención de impuesto de Renta y pago de IVA, aumentando la rentabilidad para los socios protectores, que como han invertido en fondos de riesgo esperan recibir mayores niveles de rentabilidad.

En primer lugar, el Gobierno Nacional debe definir que actividades prestadas por las SGR sean gravables y cuales no lo serán. Se espera que el tratamiento tributario no sea igual que el impuesto de las sociedades comerciales comunes y que por tanto no sean constitutivas de impuesto los ingresos que se reciban por la prestación de servicios de asesorías en la estructuración y mejoramiento de la situación financiera y administrativa de las PYMES; también, los ingresos percibidos por las garantías otorgadas a los socios beneficiarios.

Por otro lado, el régimen de Impuesto a las Ventas (IVA) no debería operar sobre los servicios prestados por las SGR's o si aplica deberá tener un porcentaje bajo que signifique un incentivo para las empresas beneficiarias.

7.2.3 Vigilancia y Control

Las SGR deberán ser supervisadas por la Superintendencia Financiera de Colombia y por tanto deberán cumplir con todos los requerimientos y obligaciones de las sociedades prestadoras de Servicios Financieros. También deberá ser la Superfinanciera la encargada de establecer las normas que regulen el manejo del Capital de Riesgo en cuanto al tipo de inversión que podrá realizarse con éste, la exposición frente a los riesgos financieros y las conductas que deberán observar tanto las SGR's como la Sociedad Fiduciaria que administre los recursos.

Las SGR's que emitan valores en bolsa deberán inscribirse en el Sistema Integral de Información del Mercado de Valores - SIMEV- como un Agente del Mercado - RNAMV- y los títulos que emitan en bolsa deberán ser inscritos en el Registro nacional de valores.

CONCLUSIONES

- Las PYMES representan en el País como en la mayoría del mundo la base de las economías y por ello deben tener mayor atención por parte del gobierno.
- Los principales problemas manifiestos en las PYMES de Colombia y los países de comparación: Argentina y Alemania; tienen que ver con dificultades en el acceso a financiación adecuada (costos, plazos, garantías y requisitos de acceso).
- Tanto en Colombia como en los países de comparación existen instrumentos financieros híbridos en el mercado público de valores.
- La dificultad de las MIPYMES de acceso al mercado público de valores se encuentra en los altos costos fijos de emisión, la informalidad en la información incrementa el riesgo y por tanto el costo de la financiación.
- En Argentina y Alemania existen Sociedades de Garantía General que permiten avalar la financiación de las PYMES, acceder a los mercados públicos, negociar menores tasas de financiación al reducir el riesgo de contra parte asumido por el inversor.
- En el análisis comparativo se encontró que para poder acceder a los instrumentos híbridos es necesario institucionalizar las SGR para que pueda operar como asociativas de PYMES
- La estructura de una SGR deberá estar compuesta por dos categorías de Socios: los beneficiarios –PYMES- y los socios aportantes de capital.
- Además del Capital Social, las SGR deberán tener un Capital de Riesgo (VC) que sirva de garantía frente a las garantías asumidas por la SGR
- El éxito de las SGR está en el Capital de Riesgo y en la obtención de mejores niveles de rentabilidad para los accionistas apalancada en la reducción de impuestos.

BIBLIOGRAFIA

FINANCIAMIENTO PARA PEQUEÑAS Y MEDIANAS EMPRESAS (PYMES). EL CASO DE ALEMANIA. ENSEÑANZAS PARA ARGENTINA. ASCÚA, Rubén. Naciones Unidas, CEPAL. Buenos Aires, Abril de 2005

EVALUACIÓN DE LA EFECTIVIDAD DEL MERCADO DE CAPITALES COMO ALTERNATIVA DE FINANCIACIÓN PARA LAS PYMES EN COLOMBIA. ANGEL MUÑOZ, Gonzalo. UNAB –ITESM-CUAO. Tesis de Grado. Cali. 2003

ADMINISTRACION FINANCIERA. FUNDAMENTOS Y APLICACIONES. Oscar León García S. Tercera Edición, 1999.

PORTAL DE LA MICRO, PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESAS - MIPYMES – MINISTERIO DE COMERCIO DE COLOMBIA. Página web oficial: <http://www.mipymes.gov.co> , Agosto del 2008.

BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA. Página web oficial: <http://www.bvc.com.co> , Sep del 2008.

ESTUDIO MIPYMES FEDESARROLLO. Pagina web oficial: <http://www.fedesarrollo.org.co>, Agosto del 2008.

CAMARA DE COMERCIO DE BUCARAMANGA. Pagina web oficial: <http://www.camaradirecta.com.co>, Sep del 2008.

DEPARTAMENTO ADMINISTRATIVO NACIONAL DE ESTADISTICA “DANE”. Pagina web oficial: Octubre del 2008.
<http://www.dane.gov.co/>