

# **Título de pago diferido: un instrumento de financiación para inclusión de pymes en el esquema de segundo mercado en Colombia\***

**Title of Deferred Payment a financing instrument for the inclusion of SMEs in the scheme of second market in Colombia**

**Título de pagamento diferido um instrumento de financiamento para a inclusão de PME no segundo regime de mercado na Colômbia**

## **Luz Helena Carvajal-Herrera**

Docente del programa Ingeniería Financiera,  
Universidad Autónoma de Bucaramanga, Colombia.  
lcarvajal@unab.edu.co

## **Isabel C. Barragán-Arias**

Magíster en Administración. Docente del programa Ingeniería Financiera,  
Universidad Autónoma de Bucaramanga, Colombia.  
Autor para correspondencia  
ibarragan@unab.edu.co

## **Camilo Quiñónez-Avedaño**

Candidato a Doctor en Derecho. Docente de Derecho,  
Universidad Autónoma de Bucaramanga, Colombia.  
cquinonez@unab.edu.co

---

F. Recepción: 25 mayo 2017

F. Aceptación: 17 junio 2017

## **Resumen**

Las Pymes en Colombia son motor económico y generadoras del 76% del empleo (Supersociedades, abril 2012). Para crecer y sostenerse acuden al sistema financiero en búsqueda de fuentes de recursos financieros, encontrando límites por políticas de riesgo crediticio y restricciones de monto y plazo para este segmento. Por esto los proveedores siguen presentes como palanca financiera de capital de trabajo, con costo financiero implícito que impacta el margen de utilidades y la estructura financiera. El Ministerio de

---

\* **Cómo citar:** Carvajal-Herrera, L. H., Barragán-Arias, I.C., Quiñónez-Avedaño, C. (2017). Título de pago diferido: un instrumento de financiación para inclusión de pymes en el esquema de segundo mercado en Colombia. *Revista Libre Empresa*, 14(2), 105-129  
<http://dx.doi.org/10.18041/libemp.2017.v14n2.28206>

Hacienda y Crédito Público Colombiano, con los Decretos 2555/2010 y 1019/2014 promueve el segundo mercado, una alternativa de inclusión de emisores al mercado de valores y de oportunidad para proponer el “Título de Pago Diferido-TPD”, como instrumento de financiación de corto plazo.

### **Palabras clave**

Pymes; financiación; garantías; renta fija; segundo mercado.

### **Abstract**

The SMEs in Colombia are an economic engine and provide the 76% of employment (Supersociedades, Abril 2012). For to achieve growth and continuity they come to the financial system looking financial resources, with limited policies of credit risk for this target, with restrictive in amount and term; further the providers go on presents like a financial leverage working capital, with an implicit financial that impact on the profit margin and financial structure. The Colombian Ministry of Treasury and public credit, with the decrees 2555/2010 and 1019/2014 promotes the second market, an alternative in the inclusion of issuers to stock market and the opportunity to propose the “ Title Deferred Payment - TDP”, an instrument of leverage short term.

### **Keywords**

SMEs; Leverage; Guarantees; Risk; Fixed Return; Second Market.

### **Resumo**

As PME na Colômbia são um motor econômico e geram 76% do emprego (Supersociedades, abril de 2012). Para crescer e sustentar eles vão ao sistema financeiro em busca de fontes de recursos financeiros, encontrando limites para políticas de risco de crédito e restrições de quantidade e prazo para este segmento. É por isso que os fornecedores ainda estão presentes como uma alavanca financeira para capital de giro, com um custo financeiro implícito que afeta a margem de lucro e a estrutura financeira. O Ministério das Finanças e Crédito Público da Colômbia, com os Decretos 2555/2010 e 1019/2014, promove o segundo mercado, uma alternativa para a inclusão de emissores no mercado de ações e a oportunidade de propor o “Título de Pagamento Diferido-TPD”, como Instrumento de financiamento de curto prazo.

### **Palavras chave**

PME; financiamento; garantias; renda fixa; segundo mercado.

Códigos JEL. G1, G10. G3. G32.

## **1. Introducción**

Las necesidades de inversión de corto plazo de las PYMES requieren en volumen de recursos financieros suficientes en el momento oportuno; significa esto, buscar alternativas favorables y alineadas con los objetivos de rentabilidad y sostenibilidad; sin embargo, es

evidente la baja utilización del crédito debido a las restricciones impuestas por el sistema financiero y el desconocimiento sobre las posibilidades de ingresar al mercado público de valores como emisor.

Luis Alberto Moreno, presidente del Banco Interamericano de Desarrollo (BID), comenta: “las pymes enfrentan una serie de barreras que impiden su crecimiento, pero la mayoría apuntan a que la falta de acceso al financiamiento es el principal obstáculo. Bajo este escenario, los retos y oportunidades para los países y el sector financiero son enormes”. La falta de financiamiento ha sido el talón de Aquiles; no contar con productos de financiación diferentes a los ofrecidos por el sistema financiero tradicional. Lo anterior representa para las Pymes un freno en su producción y expansión de mercados.

Según el estudio del Banco Mundial, (Marcos & Barralla, 2012),

...El 64,2% de las medianas empresas en Colombia tiene acceso al financiamiento a través del crédito bancario; por el contrario, sólo el 0,3% de las medianas empresas de Colombia (Sociedades Anónimas) tienen acceso al mercado bursátil, mientras que en México y Ecuador el 7,9% y 6,2%, respectivamente, de las medianas empresas tienen acceso al mercado bursátil.

Al ser Colombia un país de pymes y estar en plena dinámica la agenda del comercio exterior, bajo la sombra de los acuerdos comerciales, es evidente que la participación de estas empresas será clave para capitalizar nuevas oportunidades.

Por cantidad y diversidad, las pymes son un segmento atractivo que puede ser emisor en el mercado bursátil y ofrecer mejor rentabilidad a los inversionistas contemplando una apropiada administración del riesgo. La inclusión de pymes nacionales es importante para la Bolsa de Valores de Colombia, porque aumentaría la oferta de emisores, la demanda de inversionistas y operaciones de negociación transparentes y efectivas, apoyadas en nuevos esquemas de garantías, cumplimiento y compensación.

En este panorama de oportunidades, el gobierno colombiano es agente fundamental para incentivar a las pymes en la utilización de canales de financiación distintos al intermediado, promoviendo instrumentos bursatilizados, con:

- a) Un marco normativo claro y transparente para el mercado no intermediado.
- b) Incentivos tributarios que permitan la inclusión de las PYMES al mercado de capitales, con la emisión de títulos de deuda rentables para los inversionistas profesionales, como lo han implementado con éxito otros países latinoamericanos.
- c) Incentivos tributarios para los agentes que intervienen como garantes de emisiones y como canales de negociación.
- d) Recursos para el acompañamiento y educación financiera de las PYMES y los inversores de este segmento de mercado.

El compromiso del gobierno con las pymes está en formular una política más flexible y menos riguroso al mercado real; es decir, definir condiciones básicas favorables de entrada y participación en el segundo mercado, como una alternativa competitiva de financiación, con un instrumento de corto plazo negociable en el mercado de capitales, con costos de emisión viables y financiación que favorezca la estructura de apalancamiento, y por ende hacia la creación de valor y mejores resultados financieros de rentabilidad.

## 2. Marco teórico

La empresa es una acción colectiva organizada de forma jerarquizada, que coordina, combina y asigna recursos internamente, con el objeto de alcanzar unos determinados objetivos (Pérez Hernández, 2012); para este fin es necesario tomar decisiones de inversión de calidad por la productividad que generan tanto por rentabilidad como por flujo de caja.

El término inversiones en el contexto de las finanzas corporativas, comprende los recursos que se requieren para iniciar y continuar la marcha de una empresa; las inversiones en activos de empresa han dado lugar a la creación de activos financieros, que hacen parte de una línea particular de administración en inversiones financieras, cuya gestión requiere la aplicación de teorías para la composición de portafolios óptimos, de acuerdo con el perfil de riesgo de los inversionistas.

De esta manera, los recursos para capital de trabajo o inversiones de largo plazo, se asocian a las inversiones financieras mediante la emisión de títulos financieros que hacen parte del apalancamiento o pasivo financiero. Esta relación tiene dos elementos fundamentales de estudio: el riesgo y su compensación mediante la rentabilidad.

Los títulos financieros facilitan la transferencia de liquidez desde unidades económicas con excedentes de dinero y diversos requerimientos de plazo y condiciones de rentabilidad, lo que se convierte en una oportunidad para emisiones de diversas especies y una estructura de curvas de rentabilidad para todas las expectativas de plazo.

En el mercado público colombiano, los títulos financieros con mayor negociación en volumen y dinero se presentan en el mercado de renta fija, caracterizado por títulos que pagan un flujo de caja fijo o variable, con vencimientos de mediano y largo plazo; títulos que buscan dar liquidez al principal emisor que es la Nación, mediante bonos públicos o TES, los cuales reciben liquidez tanto de creadores de mercado como de inversionistas institucionales, con portafolios concentrados en títulos de bajo nivel de riesgo y rentabilidad atractiva.

Los bonos ofrecen dos tipos de ganancias monetarias (Dumrauf, 2015); a. una ganancia segura, representada por los intereses y b. una ganancia de capital esperada, si es que el precio del bono aumenta (capital gain yield).

Las expectativas de inversión de corto plazo se enfocan en negociaciones de certificados de depósito a término, papeles comerciales, operaciones repos, tidis y títulos que se encuentran

en su último periodo de vencimiento, algunos de ellos prometen pago de rendimiento y otros negociados al descuento.

En lo que se refiere a principios de financiación empresarial (Pérez-Carballo Veiga, 2011) existen alternativas para evitar la dependencia de las entidades de crédito y de un solo instrumento; por esto, es necesario complementar la financiación utilizando diversas opciones, aunque algunas de ellas son de fácil consecución, también, incrementan los gastos de financiación; por tanto, su elección debe ser cuidadosa y mesurada. Algunas de estas alternativas, son:

- Emisiones en el mercado de capitales, lo que ayuda a diversificar las fuentes y a minimizar riesgos por dificultades en el sistema financiero.
- Operaciones de descuento, mediante la venta de corto plazo de flujos de caja de activos líquidos como es el caso de la cartera de clientes, entre otros.
- Contratos de alquiler, con algunos costos cubiertos por el arrendador sin incurrir en la compra del bien utilizado para la operación de la empresa.
- Proveeduría de terceros, facilitando la compra a plazo de insumos de producción y comercialización, proporcionando el capital de trabajo a crédito.
- Microfinanzas; sin embargo, esta oferta crediticia es baja en montos y alta en tasas de interés.
- Mercado extrabancario, fuente de terceros capitalistas, con una exigente remuneración de capital, usada por algunas pymes de manera recurrente (World Bank, 2007)

Otra fuente de recursos es la venta de participaciones de empresas; sin embargo, los propietarios consideran esta alternativa como último recurso, ya que existe temor a perder el control societario, situación que ha sido promovida por la visión de la pequeña y mediana empresa que existe en el país.

Según (Casanovas & Bertrán, 2013),

...una misma inversión según sea su financiación puede incrementar o reducir el valor de la empresa. Para instrumentar una política financiera más adecuada hay que analizar las diferentes fuentes de financiación disponibles, que estén al alcance de la empresa, su costo y riesgo, a fin de conseguir una estructura financiera que optimice el binomio rentabilidad-riesgo.

Asimismo, señala que “existen alternativas diferentes a las tradicionales para que las pymes puedan adquirir créditos a tasas más bajas y con menores exigencias a las solicitadas en las entidades financieras. Algunas de estas alternativas son: el capital riesgo, las sociedades de capital de riesgo SCR o Fondos de capital de riesgo FCR, los Business Angels y el mercado alternativo bursátil MAB.

“Actualmente existen mercados especializados en satisfacer las necesidades de financiación de las pequeñas y medianas empresas, manteniendo la transparencia y liquidez de los inversionistas”.

“En Colombia, de acuerdo con la Ley 590 de 2000 y 905 de 2004, la definición para micro, pequeña y mediana empresa establece que es “toda unidad de explotación económica realizada por persona natural o jurídica en actividades empresariales, agropecuarias, industriales, comerciales o de servicio, rural o urbana”.

Así mismo, la clasificación para pymes es la siguiente:

- Si es mediana empresa, se requiere que tenga una planta de personal entre cincuenta y uno (51) y doscientos (200) trabajadores, o activos totales por valor entre cinco mil uno (5.001) a treinta mil (30.000) salarios mínimos mensuales legales vigentes.
- Si es pequeña empresa, se exige que tenga una planta de personal entre once (11) y cincuenta (50) trabajadores, o activos totales por valor entre quinientos uno (501) y menos de cinco mil (5.000) salarios mínimos mensuales legales vigentes.

Esta ley se formuló, entre otros objetivos, para “promover la permanente formulación, ejecución y evaluación de políticas públicas favorables para el desarrollo y la competitividad de las micro, pequeñas y medianas empresas” como un reconocimiento especial a las instituciones en el progreso empresarial del país.

La Constitución establece la inserción de políticas y programas de promoción de Mipymes en el Plan Nacional de Desarrollo, para la “eliminación de las restricciones de acceso al financiamiento a menores costos, y diseño y desarrollo de instrumentos de apoyo integral”, con el soporte del Fondo Colombiano de Modernización y Desarrollo Tecnológico de las Mipymes (FOMIPYME).

### **Marco conceptual de los sistemas de garantías (Torres, 2007)**

Los sistemas de garantías identificados en América Latina pueden agruparse en tres modelos, Fondos de Garantías, Programa de Garantías y Sociedades de Garantías Recíprocas, que si bien se diferencian unos de otros, los objetivos son comunes; garantizar las operaciones comerciales y financieras de las Mipymes.

1. Los Fondos de Garantías tienen recursos limitados de procedencia estatal o de la cooperación internacional. Suele delegar el operativo del sistema a las entidades financieras o intermediarios no financieros (principalmente ONG's), tanto el análisis y concesión de la operación como el recobro de fallidos. Opera mediante dos mecanismos: garantías de cartera y garantías individuales. El usuario solicita el crédito y generalmente paga por el uso de la garantía sobre su crédito. El fondo asume los fallidos pero delega sus actuaciones de recobro y seguimiento en las entidades financieras.
2. Los Programas de Garantías se articulan y administran normalmente a través de una agencia de desarrollo estatal, del banco central o un banco público. Sus recursos pueden ser limitados y renovables, procedentes del Estado o de organismos de cooperación

- multilaterales y bilaterales. Pueden tener un ámbito estatal (agencia nacional) o interestatal (organismos multilaterales o bilaterales). Delega el operativo básico en las entidades financieras y el usuario no tiene ninguna relación con el programa. Suele avalar carteras de riesgo de las entidades financieras, encargadas del recobro de fallidos y de realizar el seguimiento. En algunos casos, existen procesos de titularización de carteras con el aval de los programas, como sería el caso de las entidades prestamistas vinculadas al programa de la Small Business Administration de Estados Unidos.
3. Las Sociedades de Garantías son sociedades de ámbito provincial, regional o estatal. Requieren legislación o normas específicas, calificación como entidad financiera e integración en el marco de control y supervisión de la Superintendencia de cada sistema financiero. El aval está calificado y ponderado por normas vigentes que determinan su solvencia. La sociedad realiza las labores de análisis y concesión de la garantía al usuario frente al crédito de las entidades financieras. El usuario está asociado al ente con una vinculación más o menos directa según el modelo mutualista o el corporativo; asume morosidades y falencias y se encarga directamente de la recuperación de fallidos.
  4. Las Sociedades de Garantías Recíprocas SGR, son sociedades comerciales que tienen por objeto facilitar el acceso al crédito de las pymes a través del otorgamiento de garantías para el cumplimiento de sus obligaciones. Consiste en una estrategia asociativa entre grandes empresas y pymes. Estas Sociedades son un formidable instrumento, aún no utilizado en toda su magnitud, que permite a las mipymes garantizar cualquier tipo de compromisos u obligaciones susceptibles de apreciación dineraria.

Las garantías surgen como respuesta a los problemas que deben afrontar las pymes en sus relaciones de negocios con sectores de mayor tamaño o envergadura, entre las que pueden mencionarse:

- Dificultades estructurales para generar credibilidad de cumplimiento de contratos relacionado con temas de cantidad, calidad, permanencia, seguridad y sanidad.
- Falta de información sobre la región o sector al que pertenecen.
- Evaluación sobre la base de patrimonio neto y no de factibilidad de proyectos.
- Limitaciones para financiar el capital de trabajo.
- Financiamiento a largo plazo casi inexistente.
- Requerimiento de garantías hipotecarias con alto margen de cobertura.

### 3. Metodología

El trabajo de investigación se apoya en información secundaria de índole internacional para profundizar la experiencia en Argentina con el cheque de pago diferido CHPD.

La reglamentación del mercado alternativo en Colombia, inicia con el Decreto 2555 de 2010 y posteriormente el Decreto 1019 de 2014 modifica la normativa del segundo mercado, con el propósito de estimular el ingreso de títulos de deuda emitidos por pymes al mercado bursátil, favoreciendo la movilización de liquidez de los inversionistas profesionales hacia el apalancamiento de capital de trabajo para diversos sectores de la economía nacional.

Adicional, se hace revisión y análisis jurídico de acuerdo con los lineamientos legales vigentes en el mercado público de valores colombiano, para la estructuración y condiciones de negociación del TPD.

Como información primaria se realizaron entrevistas en profundidad con los posibles participantes del segundo mercado: Bolsa de Valores de Colombia BVC, Firma Comisionista de Bolsa FCB, y el Fondo Regional de Garantías de Santander FGS, entre otros, para explicar el propósito de la investigación y conocer el interés y aceptabilidad por el Título de Pago Diferido TPD, como instrumento de inversión negociable en el segundo mercado.

Por otro lado, en trabajo colaborativo con la Cámara de Comercio de Bucaramanga CCB, se realizó una conferencia para sensibilizar a los empresarios de la ciudad en el tema, Segundo Mercado como alternativa de financiación para pymes y determinar el interés de las pymes por la financiación, vía mercado bursátil, como emisor de títulos.

En cuanto a la caracterización del instrumento Título de Pago Diferido TPD ajustado a las condiciones del mercado bursátil colombiano, se utilizaron los aspectos normativos del segundo mercado, el funcionamiento vigente para mercados principales y las características de títulos de renta fija.

Los propósitos de investigar para la formulación de una alternativa de financiación de corto plazo visible en el esquema de segundo mercado, son: promover la inclusión de las pymes en el mercado no intermediado, buscando la liquidez permanente, acorde con sus características y necesidades para mejorar el desempeño financiero; ofrecer alternativas de inversión que hagan parte de los portafolios de corto plazo gestionados por inversionistas profesionales y dinamizar el mercado bursátil incrementando el número de emisores y de especies para invertir.

## **4. Resultados**

### **Mercados alternativos para las pymes**

Las pymes de Latinoamérica presentan las mismas dificultades y obstáculos al momento de acceder a créditos destinados en su mayoría para capital de trabajo e inversión en activos fijos; algunas de estas son: costos asociados a los trámites (tasa de interés), falta de asesoría y conocimiento de otras alternativas, inadecuada revelación de información de las pymes para el análisis de riesgo, entre otros.

En la revisión de referentes internacionales, la inserción de las pymes al mercado de valores está orientada principalmente a la emisión de participaciones, tal es el caso del Reino Unido con el Alternative Investment Market AIM (1995); España con el Mercado Alternativo Bursátil MAB (2005); Chile con la Bolsa Emergente (2001) y Brasil con el Bovespa Mais (2006). (Parga, 2013)

En los últimos diez años, los países latinoamericanos han formulado normativas que promueven la dinámica de los mercados para la inclusión de títulos bursatilizados de



deuda emitidos por las pymes. Se citan como referentes: Argentina (1995), Perú (2012), Ecuador (2005) y Colombia (2010), entre otros.

### **Financiamiento bursátil pymes, caso Argentina**

El financiamiento a través de la Bolsa, trae consigo uno de los beneficios implícitos, crear mercados competitivos y de transparencia, donde concurren oferentes y demandantes en la fijación de precios permitiendo que a través de la colocación de deuda en el mercado, numerosos inversores locales y foráneos «compitan» entre ellos para ser contraparte y viceversa, arribando a un precio competitivo de mercado (Bolsa de Comercio de Rosario, 2011).

La experiencia exitosa de inclusión de pymes en la BCBA, inicia después de la crisis del 2001 (Corralito Argentino), que en palabras del presidente Adelmo Gabbi lo explica así:

...las PYMES se quedaron sin ningún tipo de financiamiento. Fue cuando la Bolsa de Comercio salió a procurar una solución. En 2003, dialogando con el Presidente Kirchner, surgió la posibilidad de instrumentar el cheque de pago diferido en el mercado bursátil de Buenos Aires. Fue una iniciativa totalmente novedosa, que llevamos a la práctica junto a Garantizar SGR. En principio, no existían inversores que estuviesen dispuestos a tomar ese tipo de riesgos y la Bolsa llegó a tomar el 96% de todos los cheques que ingresaban al sistema. Hoy, felizmente, puedo afirmar que no llegamos al 1%, porque ese mercado ya funciona normalmente y a pleno. Más de 9 mil pymes han resuelto financiarse por este medio que, en principio, nadie en el mundo entendía cómo funcionaría. Lo explicábamos en los encuentros internacionales: El CPD, como el dulce de leche o la birrome, es un invento argentino. Una creación nuestra que, ya implementada en varios países de Latinoamérica, ahora también podrá ser una solución en España y Portugal. (Argentina, 2012).

En Argentina, las pymes participan en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires BCBA, utilizando el instrumento denominado Cheque de Pago Diferido CHPD, como alternativa de financiación de corto plazo, negociado al descuento y garantizado mediante la figura de firma avalista de instituciones, denominadas Sociedades de Garantía Recíproca SGR.

El objetivo fundamental que persiguen las SGR, es el acceso a mejores condiciones de crédito para las pymes; en este sentido, procurar una mejor tasa es crucial para lograrlo.

En igual forma, el ingeniero Lerner, Jefe de Desarrollo Comercial y pymes en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, señala que existe una tasa de interés pyme sin aval de SGR que resulta, debido al sistema, mayor que la tasa de interés de mercado, cobrada para empresas grandes; el papel fundamental de la SGR es cerrar esa brecha y procurar que la tasa cobrada con aval de SGR, sea semejante a la tasa final de interés de mercado cobrada por el sistema a las empresas grandes y con acceso al mercado de valores, sumando el costo por otorgamiento del aval, para de esta manera contribuir al equilibrio en las condiciones de financiamiento. (Lerner, 2014).

## Descuento de cheque de pago diferido CHPD

El descuento de cheques de pago diferido actualmente es la línea más dinámica y de financiamiento directo a las pymes; estos cheques se descuentan en los mercados de valores, donde la tasa se fija por oferta y demanda de mercado.

Este sistema permite al tenedor de cheques por cobrar en el futuro (por un plazo máximo de 360 días), adelantar su cobro vendiéndolos en el mercado de valores.

En la Tabla 1 se observa el aumento en la negociación de cheques de pago diferido entre el año 2013 con respecto al 2012; siendo la opción con mayor participación y aceptación entre la oferta de productos financieros para las pymes.

**Tabla 1.**

Participación financiamiento para pymes. Instituto Argentino de Mercado de Capitales (IAMC)

Tipos de Empresa y de Instrumentos	Financiamiento Total. Mill US\$		
	2013	2012	Var.
<b>Total Empresas Grandes</b>	9.871	7.274	35,7%
Obligaciones Negociables	5.121	3.870	32,3%
Fideicomisos Financieros	4.659	3.383	37,7%
Suscripción de Acciones	91	21	330,7%
<b>Total PyME</b>	614	524	17,3%
Obligaciones Negociables	30	29	4,7%
Cheques de Pago Diferido	525	427	22,8%
Fideicomisos Financieros	60	63	-6%
Suscripción de Acciones	0	4	-100%
<b>TOTAL General</b>	10.485	7.798	34,5%

Con respecto a los productos de financiación utilizados por las pymes en el 2013, el 85% del total de pymes que accedieron a este mercado emplearon el producto Cheque de Pago Diferido y el resto los fideicomisos financieros y obligaciones negociables. Se destaca también que en el período 2003 hasta diciembre de 2013, las pymes accedieron al financiamiento a través del mercado de capitales doméstico (Instituto Argentino de Mercado de Capitales, 2013).

## Opiniones del mercado: emisores y agentes

### Emisores pymes

Durante el periodo de abril a septiembre de 2014, una encuesta dirigida a 20 empresarios pymes afiliados a la Cámara de Comercio de Bucaramanga, reflejó los siguientes resultados:

El 50% pertenecen al sector industria y manufactura, el 30% a comercio y servicios, y el 20% a otros.

El 80% de los empresarios estarían dispuestos a financiar el capital de trabajo de la empresa con la emisión de un título de deuda corto plazo que se negocie en el mercado de valores colombiano, ya sea como emisor individual o mediante la emisión en fondos estructurados o empaquetados en el segundo mercado.

Los empresarios encuestados opinan que las limitantes principales para acceder a más créditos en el sistema financiero, en orden de importancia son: la tasa de interés (37%), requisitos (23%), plazo (14%), montos (11.5%), trámites (11.5%), tiempo de estudio y aprobación crediticia (3%).

En cuanto al grado de satisfacción de los empresarios encuestados con respecto a la tasa de interés ofrecida, el 32% están nada satisfechos, el 62% están poco satisfechos y solo el 6% está muy satisfecho.

Por otra parte, los resultados de satisfacción por monto otorgado de crédito fueron: el 25% nada satisfecho, el 37% poco satisfecho y solo el 38% está muy satisfecho.

De acuerdo con la necesidad de inversión de la empresa, el 60% de los empresarios destina para capital de trabajo entre el 31% y 75% de los recursos financieros obtenidos; el 30% entre el 16% y 30%, un 10% destina entre el 76% y el 100%.

En relación con la fuente de financiamiento de corto plazo utilizada en los últimos dos años, el 56% de los empresarios recurre al crédito bancario, el 33% lo hace con recursos propios y el 11% acude a proveedores.

En igual forma, los resultados de la Gran Encuesta Pyme (ANIF, 2015), que divulga cifras consolidadas a primer semestre de 2014, refleja que los recursos solicitados por las pymes al sistema financiero se utilizaron principalmente para capital de trabajo, alrededor del 69% en industria, un 79% en comercio y un 59% en servicios. En segundo lugar, se ubicó la consolidación del pasivo como principal destino de los recursos.

Además, en cuanto a las fuentes alternativas de financiamiento se refiere, el 52% de los encuestados en industria, el 55% en comercio y 58% en servicios, no accedieron a ninguna fuente de financiamiento diferente al crédito bancario en el segundo semestre de 2014. Los recursos propios, fueron la fuente de financiación alternativa más importante para las pymes de industria y servicios (20% y 18%, respectivamente), mientras que en el caso del sector comercio fueron los proveedores (19%).

El uso de otras fuentes alternativas sigue siendo moderado, como en el caso del leasing (5% de las pymes en promedio), el factoring (2% de las pymes en promedio) y el mercado extrabancario fue la opción menos utilizada por las pymes.

## Agentes colocadores

En entrevista directa, realizada entre marzo y junio de 2014 a funcionarios de tres firmas Comisionistas de Bolsa y dos Compañías Fiduciarias que operan en Colombia, frente a la posibilidad de comercializar un título como el TPD emitido por pymes se pudo establecer lo siguiente: (FCB-Fiduciarias, 2014):

- Por las restricciones del mercado, los inversionistas negocian títulos que se encuentren calificados; sin embargo, si aparecen ofertas de títulos avalados y con rentabilidades atractivas, consideran que pueden darse condiciones de negociación.
- Los inversionistas institucionales tienen políticas referentes al monto mínimo de emisión (promedio de cien mil millones de pesos colombianos), por lo tanto una emisión de pymes puede ser muy pequeña frente a las necesidades de inversión, conduciendo a costos operativos que no incentivan la colocación, por esto, el empaquetamiento de títulos es una opción que permitiría la inclusión de estos instrumentos de renta fija en los portafolios de los inversionistas profesionales.
- Para títulos de renta fija no calificados, el inversionista exigirá una mayor rentabilidad por la exposición al riesgo, sin desconocer las garantías que respaldan la emisión.
- El emisor pyme tendrá que dar cuenta de información plena y revelación de la misma, de manera suficiente y por todos los medios que el inversionista necesite para tomar decisiones, en un ambiente de confianza y transparencia.

Por su parte, la Bolsa de Valores de Colombia, considera que el segundo mercado tiene una normativa vigente con posibilidades de accionar, cuando la cadena de operación esté claramente definida, así como el esquema de seguridad en cuanto a garantías y cumplimiento.

## Proveedores como fuente de financiación de corto plazo

El incremento de las tasas de colocación de préstamos obedece a la escasa o inadecuada revelación de información de las PYMES, la cual es un insumo para el análisis de riesgo que hacen las entidades del sistema financiero para dar cumplimiento a los lineamientos de supervisión y operacionalidad del modelo de negocio, tanto en aspectos de políticas crediticias inflexibles como en los niveles de provisiones.

Una vez la pyme, identifica la necesidad de recursos para capital de trabajo, inicia la búsqueda de alternativas de corto plazo que faciliten la cobertura en monto y plazos; como se dijo anteriormente; la posibilidad de financiación con el sistema financiero tiene barreras y limitaciones para consumir los productos ofrecidos; por otro lado, la opción de los proveedores se convierte en una fuente rápida y menos restrictiva, que agiliza la operación comercial.

Utilizando la información cuantitativa del sector industrial y comercio se realizó el análisis de resultados financieros sectoriales, considerando el capital de trabajo operativo, rotaciones y tasas de financiación, entre otros. (EMIS , 2015).

Las Tablas 2 y 3 muestran el resumen de la información financiera durante el período 2012 a 2014, correspondiente a los sectores comercio e industria, respectivamente; incluye diversos subsectores y es un referente que representa información financiera de 12.066 empresas del sector comercio en general y 5.099 empresas del sector industrial en general.

**Tabla 2.**

Datos financieros del sector de Comercio en Colombia. 2012 a 2014

<b>Sector Comercio</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>
Capital de Trabajo Operativo (Exc. Efectivo)	\$ 57.584.054	\$ 50.190.438	\$ 47.840.256
Cartera	\$ 25.651.188	\$ 23.191.356	\$ 22.126.695
Inventario	\$ 31.932.866	\$ 26.999.082	\$ 25.713.561
<b>Participación respecto al Activo Total</b>	<b>40,29%</b>	<b>38,32%</b>	<b>38,41%</b>
Proveedores Operativos (Insumos)	\$ 24.777.160	\$ 20.550.449	\$ 18.953.914
<b>% de apalancamiento de los inventarios</b>	<b>77,59%</b>	<b>76,12%</b>	<b>73,71%</b>
<b>Días de rotación de Cartera</b>	<b>44</b>	<b>43</b>	<b>43</b>
Días de rotación de Inventarios	70	64	62
Días de rotación de proveedores	55	48	46
<b>Brecha en días (Rot. Inventarios-Rot. Proveedores)</b>	<b>15</b>	<b>16</b>	<b>16</b>
Descuento estimado por pronto pago a proveedores	5%	5%	5%
Costo Financiero por apalancamiento con proveedores (e.a.)	40,6%	47,7%	50,2%

**Fuente:** Información BPR. Sector Comercio que representa informes de 12.066 empresas (2014)

**Tabla 3.**

Datos financieros del sector Industrial en Colombia. 2012 a 2014

<b>Sector Industrial</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>
Capital de Trabajo Operativo (Exc. Efectivo)	\$ 43.521.733	\$ 41.140.340	\$ 38.496.106
Cartera	\$ 24.401.039	\$ 22.583.987	\$ 19.937.092
Inventario	\$ 19.120.694	\$ 18.556.353	\$ 18.559.014
<b>Participación respecto al Activo Total</b>	<b>27,72%</b>	<b>28,23%</b>	<b>28,38%</b>
Proveedores Operativos (Insumos)	\$ 15.162.643	\$ 13.947.561	\$ 13.008.259
<b>% de apalancamiento de los inventarios</b>	<b>79,30%</b>	<b>75,16%</b>	<b>70,09%</b>
<b>Días de rotación de Cartera</b>	<b>72</b>	<b>67</b>	<b>60</b>
Días de rotación de Inventarios	82	78	79
Días de rotación de proveedores	65	65	65
<b>Brecha en días (Rot. Inventarios-Rot. Proveedores)</b>	<b>17</b>	<b>13</b>	<b>14</b>
Descuento estimado por pronto pago a proveedores	5%	5%	5%
Costo Financiero por apalancamiento con proveedores (e.a.)	33,4%	33,4%	33,4%

Fuente: Información BPR. Sector Industrial que representa informes de 5.590 empresas (2014)

Los resultados anteriores permiten concluir lo siguiente:

- La inversión para capital de trabajo operativo, respecto al activo total, hace necesaria una fuente de apalancamiento en el corto plazo. Para el sector comercio se presenta una tendencia creciente entre el 2012 al 2014, pasando del 38.41% al 40.29%, concentrada principalmente en inventarios, los cuales se apalancan de manera directa con los proveedores. En el caso del sector industrial hay una participación estable del 28% sobre el total de activos.
- La cobertura sobre la necesidad de inventarios, en el sector comercio se logra con los proveedores, una cobertura entre el 74% y 78%; mientras que el sector industrial se ha cubierto entre el 70% y 79%; esta fuente es la más utilizada por las facilidades

de requisitos, fraccionamientos de pedidos y extensiones de plazo otorgadas a las empresas en Colombia.

- Durante el período 2012 a 2014, la rotación de los inventarios refleja para los dos sectores, un incremento en los días que demoran para recuperar esta inversión; las empresas del sector comercio pasan de 62 a 70 días, mientras que las del sector industrial requieren mayor tiempo, pasando de 79 a 82 días; lo anterior, es condición favorable para la emisión de títulos de renta fija, con vencimientos entre 60 y 90 días.
- La diferencia, entre los días de rotación de proveedores con los días de rotación de los inventarios, indica una brecha de liquidez de 15 a 16 días para el sector comercio y de 13 a 17 días para el sector industrial; estos períodos de desfase se cubren con alternativas de financiación del sistema financiero que generan costos financieros explícitos, o con recursos propios que demandan un costo de capital mayor.
- Considerando la premisa de descuento comercial otorgado por los proveedores de un 5% en promedio, por compras al contado, es un descuento anticipado que expresado como costo financiero anual, equivale al 40% anual en promedio para el sector comercio y del 33% anual para el sector industrial, con corte a diciembre de 2014.
- Las variables días de cartera, días de inventarios, porción de apalancamiento, brecha de liquidez, descuento comercial y otros, están relacionadas con el capital de trabajo operativo y son determinantes para decidir la utilización de un nuevo mecanismo de financiación, diversificando con emisiones de deuda de menor costo financiero; por concepto de emisión, operación, administración y ejecución.

## Características del segundo mercado

La regulación del segundo mercado en Colombia, tiene como propósito posibilitar la inclusión de empresas para ampliar el acceso al mercado bursátil, principalmente para aquellas que aún no cumplen las exigencias de información del mercado principal.

Sin embargo, el desconocimiento en el diseño y operación de instrumentos bursátiles no permite a las pymes cumplir con las características de uso y agilidad que pretende el Decreto 1019 de 2014.

La regulación busca el equilibrio para las partes; facilitar al emisor pyme recursos que le permitan una estructura financiera adecuada y el crecimiento en largo plazo; aumentar opciones de inversión rentables para el inversionista con la protección de su capital.

Lo anterior implica la consideración de algunos aspectos, como:

- Revelación de información: la pyme presenta información suficiente, periódica y adaptada a los requerimientos de información de los diversos agentes del mercado.
- Colocación de la emisión: el gobierno autoriza la negociación primaria de títulos solo para inversionistas profesionales, expertos en el conocimiento de las características de riesgo y rentabilidad de este tipo de títulos, de tal forma que facilite la negociación y la profundidad de este mercado a mediano plazo.

- Protección de la emisión: utilizar como mecanismo de confianza las garantías otorgadas por entidades autorizadas, que permita la confianza para dar origen a emisiones permanentes; considerando no obligatorio el sistema de calificación de títulos.
- Características de la emisión: en función de la situación del emisor se estructuran títulos por tipo, monto, tasas de interés, plazos, garantías y demás requisitos exigidos por el mercado.

La emisión de oferta pública de valores en el segundo mercado para las pymes, es un proceso que pretende acercar y satisfacer las necesidades de financiación e inversión por parte de las empresas emisoras, los inversionistas profesionales y los diversos agentes que intervienen en la estructuración, emisión, colocación y administración de los títulos a negociar.

El segundo mercado es una alternativa para satisfacer la necesidad de financiación de capital de trabajo para las pymes; esto conlleva formular el diseño de un título valor de renta fija corto plazo, considerando entre otros, los subprocesos relacionados con el análisis situacional de la pyme, análisis técnico, estructuración de la oferta, protección de la inversión, colocación de la oferta y negociación.

A continuación se describen los aspectos relevantes en cada subproceso:

1. *Análisis situacional de la pyme:* Realizar un diagnóstico financiero y fundamental de la empresa, en aspectos que son determinantes para la viabilidad financiera como emisor: revelación de información financiera transparente que demuestre la realidad económica del negocio, políticas de gobernabilidad, direccionamiento estratégico, nivel y capacidad de endeudamiento, proyecciones de crecimiento, indicadores financieros, entre otros. Por lo anterior, la pyme recibirá el concepto de viabilidad como emisor soportado en el Due Diligence financiero, comercial, jurídico, organizacional, estratégico.
2. *Análisis técnico:* Comprender la naturaleza de este mecanismo de financiación, sus costos fijos y variables de entrada (emisión y garantías) y de salida (administración, cumplimiento y liquidación), tiempos de preparación para el diseño y estructuración, tiempo para la colocación, cambios en los procesos internos y externos de comunicación y organización, entre otros. El emisor podrá identificar la viabilidad financiera de la emisión y su relación de riesgo-rentabilidad.

La decisión de financiación, se fundamenta en algunas variables como:

- Estructura de financiación de la empresa.
- Los costos directos o indirectos asociados con el tipo de financiación.
- Efectos sobre la liquidez y rentabilidad de la empresa.
- Uso de la financiación.
- Condiciones de otorgamiento: monto, plazo, forma de pago y tasa de interés.
- Tipo de garantías y los costos asociados a la creación, administración y cumplimiento.
- Exposición a riesgos financieros



3. *Estructuración de la oferta*: Esta función se asocia a la Banca de inversión quien diseña la emisión del título considerando los siguientes elementos: el plazo requerido de la financiación, el monto, la tasa de interés, sistema y método de amortización de rendimientos, modalidad de la emisión, monto al vencimiento, tratamiento fiscal y contable; además, define las garantías (prendas, hipotecas, garantía gubernamental, aval solidario de una sociedad de garantía autorizada) y realiza el proceso de inscripción en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE) para segundo mercado y la entrega del prospecto de emisión.
4. *Protección de la inversión*. Calificar un título es un paso de obligatorio cumplimiento en el mercado principal y permite que los inversionistas tomen decisiones basadas en la información analizada por firmas de profesionales en el mercado financiero y las garantías por la exposición a los diversos riesgos asociados al negocio y a la emisión.

En el segundo mercado este aspecto es voluntario para el emisor, sin dejar de lado la importancia de protección para los inversionistas, es decir, la evaluación de los riesgos para la negociación de un título dependerá del tipo y calidad de garantías que ofrezca el emisor.

El análisis de riesgos evalúa la capacidad de pago por parte de los garantes para hacer frente a las obligaciones asumidas, de acuerdo con las condiciones pactadas con los inversionistas y la capacidad de la pyme para responder ante los eventos que podrían afectar la honra de las obligaciones.

5. *Colocación de la oferta*. Definir el tipo de contratación para la negociación con la intermediación de una Sociedad Comisionista de Bolsa, seleccionando las alternativas de underwriting.
6. *Negociación*: Compra y venta de títulos por montos de negociación, vencimiento y tipo de tasas; los inversionistas profesionales, por su condición de expertos dinamizan el segundo mercado, asumiendo el rol de creadores de mercado al adquirir los paquetes de títulos y dar formación por liquidez en el mercado secundario.

Adicional a los diversos subprocesos, la arquitectura para negociar en el segundo mercado tiene varios aspectos a considerar; entre otros están los relacionados con la custodia de los títulos, su administración, el cumplimiento de las obligaciones y la liquidación de contragarantías para las sociedades avalistas.

### **Propuesta del modelo base de negociación para el segundo mercado**

El mercado bursátil colombiano hace presencia en la escena latinoamericana en la cuarta posición, destacándose como una bolsa multipropósito y diversificada, su crecimiento en la última década ha sido por el volumen de negociaciones y el nivel de liquidez.

El mercado de renta fija tiene la mayor concentración de negociación, por esto se ubica en el sexto lugar mundial en este nicho de mercado, los títulos de deuda pública siguen siendo el principal activo de los portafolios de grandes y medianos inversionistas, esta demanda se fundamenta en el bajo riesgo asumido y una compensación de rentabilidad atractiva; adicional a la buena calificación de crédito y la alta liquidez en el mercado secundario, variables determinantes para mantener la deuda pública como el principal jugador de renta fija en Colombia frente a otros emisores y especies de instrumentos de deuda.

Lo anterior, hace evidente el esfuerzo que deben realizar los nuevos emisores en el mercado renta fija en Colombia; para las pymes el reto es evidente y exige la participación de expertos que analicen la situación financiera y realicen una adecuada valoración de riesgos para definir plazos y rendimiento; en un sentido más amplio se requiere reunir el apoyo del Estado, los agentes especializados del mercado y los intermediarios que dinamizan la colocación de los títulos.

En el trabajo exploratorio y colaborativo con la Bolsa de Valores de Colombia, se analizó la viabilidad de estructurar y colocar títulos de corto plazo para financiar capital de trabajo, con rentabilidades y plazos diversos, atractiva para los inversionistas una vez sea clara la cadena de protección que tendrían estos instrumentos denominados “Títulos de Pago Diferido – TPD” y su incorporación para la formación de fondos estructurados.

En la consulta realizada a empresarios pymes y los agentes del mercado colombiano y argentino (referente internacional), se destacan las oportunidades de mediano plazo en el mercado de valores de renta fija como una vía para canalizar recursos de diversos capitales de inversión hacia la palanca financiera de las pymes, permitiendo estructuras de financiación menos costosas por las bondades financieras de tarifas bajas; sin embargo, la protección a la inversión es un aspecto relevante para la salida de emisiones en el corto plazo.

Para convertirlo en realidad, se requiere una infraestructura de mercado con agentes preparados para atender el segmento pymes, que necesita apalancar su capital de trabajo con emisiones de montos menores a los ofrecidos por el mercado principal.

En la Figura 1 se aprecian los proveedores de infraestructura autorizados para actuar en el mercado de valores de Colombia, de acuerdo con lo estipulado en el Artículo 75 del Decreto 43270 de 2005, denominado “Proveedores de Infraestructura”.



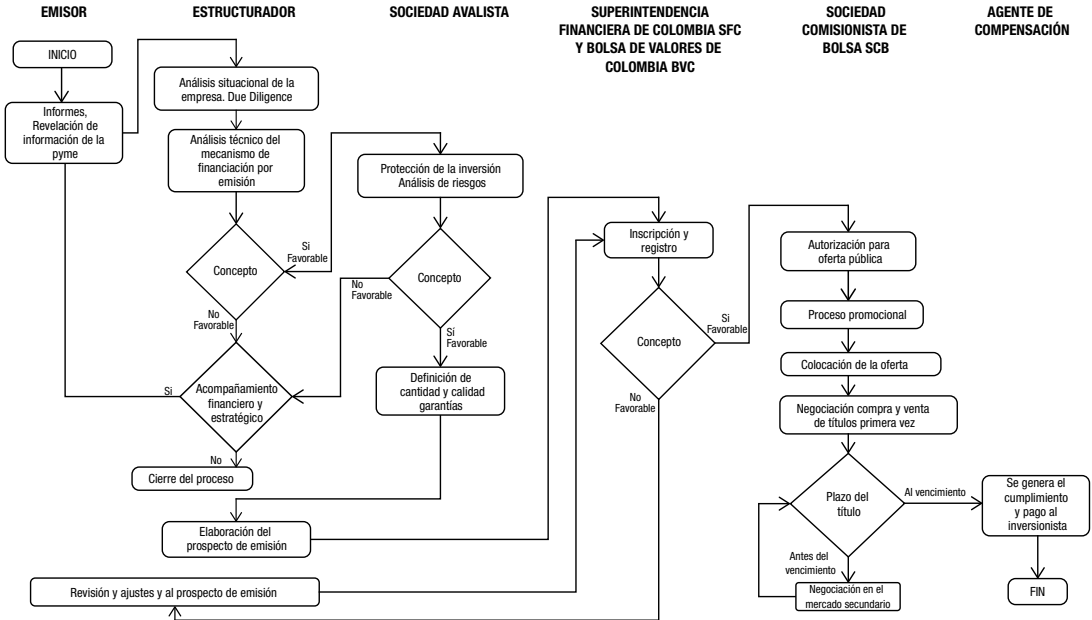
**Figura 1.** Proveedores de Infraestructura para el mercado de valores

En la Figura 2 se relacionan las etapas y agentes que actualmente hacen parte de emisiones de mercados principales y los agentes que podrían intervenir en el segundo mercado.

ETAPAS	MERCADO PRINCIPAL	SEGUNDO MERCADO
REGULACIÓN	Superfinanciera y Autoregulator del mercado de valores	Superfinanciera
ESTRUCTURACIÓN	Bancas de Inversión	Sociedades Especializadas
NEGOCIACIÓN	Bolsa de Valores y Sociedades Comisionistas de Bolsa	Bolsa de Valores y Firms comisionistas de Bolsa especializadas (para renta fija, corto plazo de emisores Pymes)
CUSTODIA	Deceval	Cámara de Riesgo de Contraparte para segundo mercado pymes
LIQUIDACIÓN Y COMPENSACIÓN	Bolsa de Valores Cámara de Compensación y Cámara de Riesgo de Contraparte	Bolsa de Valores y Cámara de Riesgo de Contraparte para segundo mercado pymes

**Figura 2.** Etapas y agente de mercado principal y segundo mercado

En la Figura 3 se relaciona el diagrama de procesos descrito en el Decreto 1019 de mayo de 2014, para la participación de emisores pyme en el segundo mercado.



**Figura 3.** Diagrama de procesos, según Decreto 1019 de mayo de 2014, para el esquema de segundo en Colombia.

Los aspectos a considerar para el establecimiento de proveedores de infraestructura en el esquema de segundo mercado son:

- La figura de Sociedades de Garantía Recíproca (S.G.R.) en Colombia no opera, el Decreto 1019, no exige emisiones con calificación de riesgo, sin embargo, para dar confianza al mercado y a los inversionistas se requiere contar con un garante que posibilite la colocación de los TPD. La entidad que podría estar facultada para prestar este servicio sin apartarse de su objetivo misional, es el Fondo Nacional de Garantías y/o los Fondos Regionales de Garantías, previa autorización del ente supervisor.
- La Cámara de Riesgo Central de Contraparte CRCC actualmente opera para el mercado de derivados financieros y de energía, presta el servicio de compensación como contraparte central de operaciones; el segundo mercado se convierte en la oportunidad para el diseño y creación de un producto que sirva para compensar y liquidar títulos valores emitidos por pymes, innovando el producto para un mercado de inclusión a nuevos participantes.
- Los emisores deben presentar a la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) tanto el certificado en el Registro Nacional de Valores y Emisores RNVE, como el prospecto de emisión de valores ofrecidos en el segundo mercado, de conformidad con el Artículo 5.2.3.1.14 del Decreto 2555 de 2010. La circular única BVC, actualizada en septiembre 14 de 2015, establece condiciones en lo referente a las autorizaciones en la inscripción de valores (Artículo 1.1.3), los requisitos de inscripción (Artículo 1.1.7 y 1.1.8) y las tarifas de inscripción y de sostenimiento (Artículo 6.7.10). (BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA, 2015).

## Estudio legal de la estructuración de un título de pago diferido como instrumento para la financiación de pymes en Colombia<sup>1</sup>

La principal conclusión del estudio legal es que es VIABLE la creación y negociación de un título de pago diferido que se negocie en el mercado de valores colombiano. Su creación contribuye a implementar los objetivos de la intervención estatal en el mercado de valores, en especial el de promover la eficiencia y el desarrollo de los mercados de valores.

A esta conclusión se llegó después de analizar la normativa vigente (Ley No. 694, 2005) (Decreto 2555, 2010), lo que significa que se hizo una reseña de las normas vigentes y con ella se concluyó la viabilidad legal, que seguramente plantee tensiones al diseño financiero, a lo deseable empresarialmente y a lo conveniente para el emisor de valores y para el inversionista.

El ejercicio académico investigativo se fundamenta con los mandatos contenidos en el Decreto del Mercado de Valores DMV vigente, razón para que tensiones que puedan surgir lleven a replantear algunas características del TPD, situación que está en manos de los diseñadores financieros y resulta más fácil de implementar frente a la propuesta de crear un marco jurídico especial que haga compatible el diseño con el marco jurídico.

El estudio se centró en cinco aspectos legales que mostraron la viabilidad de su estructuración. Se advierte que dado el carácter cambiante del Derecho, el estudio legal necesita ser revisado cada vez que se vaya a hacer una emisión. El resultado se sintetiza en la Tabla 4.

**Tabla 4.**

Síntesis de aspectos legales

Aspecto legal considerado	Resultado
Denominación del título de pago diferido	VIABLE. El DMV colombiano no impone una denominación única para los valores que se negocien en los mercados. Se sugiere un título materializado en su creación y desmaterializado para su negociación que en su literalidad tenga un contenido mínimo, el cual no está fijado en la ley y se propone en esta investigación.
Perfil del emisor	El DMV impone que el emisor sea una persona jurídica y las normas que clasifican las empresas imponen las categorías de pequeñas y medianas empresas. Esto significa que el emisor debe ser una persona jurídica que tenga las características de PYME.

(Continúa en pág. 126)

<sup>1</sup> En la investigación, cuyos resultados se presentan en este artículo, se hizo un estudio legal sobre la posibilidad de emitir y negociar el TPD en el Derecho colombiano. En este apartado se transcriben los principales resultados del estudio legal realizado por el investigador Camilo Quiñónez Avendaño.

(Viene pág. 125)

Obligaciones impuestas al emisor de valores	El emisor de valores mantiene su obligación de inscribirse y actualizar su información en el RNVE que forma parte del SIMEV; no está obligado a inscribir los valores dado que cuentan con inscripción automática.  Su obligación es enviar información a la Superintendencia Financiera de Colombia antes de ofrecer los TPD en segundo mercado y tener en cuenta consideraciones especiales sobre contenido de documentos y oferta pública de los valores.
Forma de garantizar la emisión	El Fondo Nacional de Garantías puede actuar como avalista de la emisión dado que el marco jurídico vigente en Colombia no ha creado organismos especializados de manera similar a lo que ocurre en países donde existen Sociedades de Garantía Recíproca – SGR. De llegar a crearse en Colombia, se haría necesario realizar un estudio legal sobre este aspecto.
Perfil del inversionista	El inversionista debe ser un inversionista profesional. La calificación de profesional está impuesta por el DMV.

El contenido mínimo de un Título de Pago Diferido TPD no está fijado por el marco jurídico tomado como referente para este estudio, razón por la cual el autor de este estudio legal fija como contenido mínimo el siguiente<sup>2</sup>:

- a. La denominación expresa de ser Título de Pago Diferido – TPD.
- b. La serie, número y valor nominal del TPD.
- c. La identificación del emisor, su domicilio principal, la escritura pública o documento privado mediante el cual se constituyó.
- d. El rendimiento del TPD en caso de ser de renta fija o en su defecto las bases para determinar la renta variable a que el título da derecho.
- e. El monto de la emisión.
- f. La identificación del inversionista.
- g. La indicación de que es un valor de carácter nominativo<sup>3</sup>.
- h. La fecha de creación del título.
- i. La fecha de exigibilidad de las obligaciones que emanan del título.
- j. La mención expresa de que es endosable.
- k. La advertencia de que el título se negocia en segundo mercado y que por tanto goza de inscripción automática en el RNVE.
- l. La advertencia de que el título solo puede ser adquirido por inversionistas profesionales.
- m. La firma del representante legal del emisor.
- n. En caso de existir avalista, la firma del avalista con indicación del monto del aval.

<sup>2</sup> El contenido mínimo que se fija opera como elementos esenciales del TPD, es decir, que de ellos depende que exista y por tanto que sea una fuente de obligaciones.

<sup>3</sup> Por valor nominativo entendemos que solo se considerará tenedor legítimo quien ostente la materialidad del papel y a su vez aparezca registrado en un libro de registro que lleve el emisor.

Bajo esta consideración jurídica el emisor del título tiene amplia libertad para fijar las variables de monto, plazo, tasa, garantía y condiciones especiales de la emisión y del TPD en particular. Los límites que se encuentren no tienen origen en el Derecho.

## 5. Conclusiones

En el campo de las finanzas es un reto permanente la formulación de productos financieros que contribuyan a la satisfacción de necesidades de las pymes desde la operación, la inversión y la financiación que apoyen la modernización de la industria y el desarrollo económico del país.

Las restricciones y requisitos exigidos por el sistema financiero para las pymes colombianas (Stephanou Constantinos, 2008), no solo condicionan el monto prestado, sino también apuntan al consumo de la fuente de proveedores, cuyo costo implícito es elevado y disminuye la generación de utilidades y la liquidez.

La existencia de un marco regulatorio para segundo mercado y una posición de interés de los empresarios pymes, reclama la creación de figuras regulatorias para otorgar garantías a la emisión y estímulos tributarios y económicos para empresas que busquen listarse. La claridad en estas condiciones posibilitará en el mediano plazo dar el salto y poner en marcha la negociación de estos títulos de deuda corto plazo.

En Colombia, el segundo mercado visto como una opción para satisfacer la financiación de las pymes mediante emisión de títulos, es también un escenario para dinamizar la transferencia de liquidez desde inversionistas pequeños y medianos hacia las pymes; contar con una palanca permanente de inversión en capital de trabajo; desarrollar mejores prácticas empresariales unidas con la expectativa de rentabilidad del título percibida por el inversionista. Lo anterior será una señal de confianza en el futuro de las pymes para beneficiarse de las innovaciones financieras que ofrezca el mercado.

Por otra parte, desde la mirada de los inversionistas de corto plazo, no encuentran una oferta diversificada de productos financieros que movilicen su liquidez de acuerdo con las expectativas temporales de rentabilidad y riesgo; es por ello que la emisión de un TPD ampliaría la oferta por vencimientos y rentabilidad para satisfacer estas necesidades.

La decisión de la pyme de ingresar como emisor de deuda en el segundo mercado, invita a la transformación de pensamiento y acción, para convertirse en un emisor empresarial formal, revelando información transparente y completa de su realidad económica y los resultados de su desempeño operativo y financiero a todos los grupos de interés, en especial a los inversionistas.

Lo anterior es fundamental para generar confianza y facilitar el ingreso al mercado público de valores colombiano de perfiles nuevos de emisores, con las condiciones adecuadas para dinamizar y posicionar el mercado alternativo “Segundo Mercado”, reflejándose en volúmenes de negociación que brinden soluciones integrales para el emisor-inversor, en un

ambiente de control y vigilancia, respaldado por los actores involucrados en el mercado de valores. Por esto la presencia de la Cámara de Riesgo Central de Contraparte CRCC como proveedor de infraestructura para segundo mercado, tendrá la oportunidad de crear un modelo operativo que contribuya a la transparencia del mercado y a honrar las obligaciones derivadas de las negociaciones de TPD's.

Desde el punto de vista jurídico, la propuesta de un título valor de renta fija emitido por pymes en el marco del segundo mercado y con denominación Título de pago diferido TPD, es viable jurídicamente en Colombia, generando espacios de apertura a la discusión y solución sobre las alternativas financieras para estas unidades empresariales, que aportan al país no solo productos y servicios, sino también generación de empleo y valor para la economía nacional.

Las necesidades de financiación de las pymes, son una oportunidad para el diseño y estructuración de productos financieros sencillos, como el propuesto en esta investigación, denominado "Título de Pago Diferido".

La puesta en marcha y utilización de este nuevo producto financiero en el segundo mercado, demanda la articulación de voluntades y recursos de los agentes que intervienen en el proceso de negociación: El Estado con los entes de supervisión, y control; la Bolsa de Valores; las entidades garantes; los estructuradores, colocadores y compensadores; los creadores de mercado; los inversionistas con sus políticas de portafolios de inversión diversificados en el corto plazo y la pyme con buenas prácticas operativas y financieras que generen confianza, mejoren su estructura financiera y le permitan ingresar a un mercado no intermediado.

### **Declaración conflicto de intereses**

Los autores declaran no tener ningún conflicto de intereses

### **Agradecimientos a colaboradores**

Bolsa de Valores de Colombia BVC, Bolsa de Comercio de Buenos Aires BCBA, Cámara Argentina de Sociedades y Fondos de Garantía –CASFOG, Cámara de Comercio de Bucaramanga CCB, ACOPI seccional Santander, Fondo de Garantías de Santander FGS.

### **Referencias bibliográficas**

1. ANIF. (Mayo de 2015). Financiamiento. (A. N. Financieras, Ed.) *La Gran Encuesta Pyme*, 29-30. Recuperado en Agosto de 2015
2. Argentina, M. (Ed.). (Octubre de 2012). (Melipal, Productor) Recuperado en 2012, de Informe Industrial: [http://www.informeindustrial.com.ar/verNota.aspx?nota=Las%20PyMES%20llenar%20la%20Bolsa\\_\\_480](http://www.informeindustrial.com.ar/verNota.aspx?nota=Las%20PyMES%20llenar%20la%20Bolsa__480)
3. Banco Mundial. (Abril de 2012). Recuperado en julio de 2014, de Informe, La situación de las PyMES en América Latina.



4. Bolsa de Comercio de Rosario. (2011). *Financiación avalada por una SGR*. Informe Semanal, Dirección de Informaciones y Estudios Económicos, Rosario, Argentina.
5. Casanovas, M., & Bertrán, J. (2013). *La financiación de la empresa. Cómo optimizar las decisiones de financiación para crear valor* (1a ed.). Barcelona, España: Profit.
6. Circular Única BVC, Boletín normativo 027-028 (14 de 09 de 2015).
7. Decreto 2555. (15 de Julio de 2010). Decreto 2555. *Normas en materia del sector financiero, asegurador y del mercado de valores*. Bogotá, Colombia.
8. Dinero. (26 de Octubre de 2012). Pymes. *Dinero*, p.90.
9. Dumrauf, G. L. (2015). Análisis cuantitativo de bonos. En G. L. Dumrauf, *Análisis Cuantitativo de Bonos* (pág. 440). Buenos Aires: Alfaomega.
10. EMIS . (Mayo de 2015). Benchmark. *Selekt*. Colombia: EMIS.
11. EMIS Benchmark. (2015).
12. FCB-Fiduciarias. (Junio de 2014). (L. H. Carvajal H, & I. C. Barragán A, Entrevistadores) Bucaramanga, Colombia.
13. Fedesarrollo. (2011). Perspectivas Económicas 2011-2012. *Conferencias ANIF* (pág. 44). Medellín: ANIF.
14. Instituto Argentino de Mercado de Capitales. (2013). *Resumen Bursátil*. Instituto Argentino de Mercado de Capitales, Buenos Aires. Recuperado en septiembre de 2014
15. Lerner, C. (15 de septiembre de 2014). Financiamiento SGR. (Y. Pinzon, Entrevistador) Buenos Aires, Argentina.
16. Ley No. 694. (8 de Julio de 2005). *Ley 964 Diario Oficial*. Bogotá, Colombia.
17. Marcos, C. A., & Barralla, G. (2012). *La situación de las PyMES en América Latina*.
18. Parga, A. (Octubre de 2013). Ingreso de las Pymes al mercado de valores: “El segundo mercado” en Colombia y la experiencia internacional. (ANIF, Ed.) *Coyuntura Pyme ANIF*, 43, 17-18. Recuperado el 2014
19. Pérez Hernández, F. (2012). *Economía financiera de la empresa*. Madrid: Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, Universidad Autónoma de Madrid.
20. Pérez-Carballo Veiga, J. (2011). Los principios de la financiación empresarial. En J. Pérez-Carballo Veiga, *La estructura de capital: cómo financiar la empresa* (págs. 49-50). Madrid, España: ESIC. Recuperado en julio de 2015
21. Stephanou Constatinos, R. C. (2008). *Bank Financing to Small and Medium - Sized Enterprises (SMEs) in Colombia*. World Bank. Recuperado en febrero de 2014
22. Torres, O. C. (2007). *Bases para un sistema regional de garantías comerciales recíprocas*. Montevideo: Secretaría General ALADI.
23. World Bank. (2007). *Colombia, Bank Financing to Small- and Medium-Sized Enterprises (SMEs) in Colombia*. World Bank, Colombia and Mexico Country Management Unit. Recuperado en noviembre de 2014.