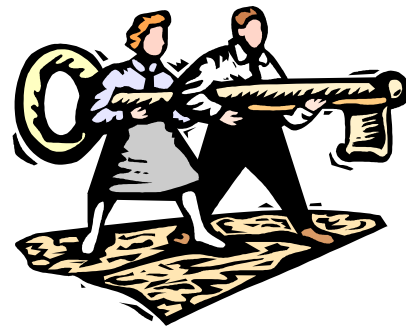




EVALUACIÓN DE LA EFECTIVIDAD DEL MERCADO DE CAPITALES COMO ALTERNATIVA DE FINANCIACIÓN PARA LAS PYMES EN COLOMBIA



GONZALO ANGEL MUÑOZ

gonzaloangel@hotmail.com - gdangel@cuaao.edu.co

Evaluación de la efectividad del mercado de capitales como alternativa de financiación para las Pymes en Colombia

Tradicionalmente solo las grandes empresas se han vinculado a las Bolsas de Valores para la negociación de sus acciones y demás títulos valores emitidos por ellas. Por consiguiente los requisitos para las cotizaciones y, en general, para las transacciones se han fijado según sus características.

Sin embargo, existe una nueva realidad económica que impone la necesidad de abrirle espacio a las micro, pequeñas y medianas empresas (MIPYMES) en el mercado bursátil. Esta realidad esta compuesta por los siguientes hechos:

- Este tamaño de empresas ha tomado una gran importancia en la estructura productiva del país.
- Las pequeñas y medianas empresas industriales tienen gran potencial exportador. Tienen importantes requerimientos financieros que no se pueden satisfacer exclusivamente en el sistema bancario, ya sea por los costos, por los plazos o por los montos ofrecidos.
- Poco a poco se rompe la resistencia al cambio así como al temor de los pequeños y medianos empresarios a dar a conocer su información con la sospecha de darles gabelas a la competencia.
- El favorable tratamiento a las acciones.

En estas condiciones, la Superintendencia de Valores 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 los títulos valores de micro, pequeñas y medianas empresas (MIPYMES) para inducir las a una ampliación de la oferta de títulos, en beneficio del ahorro y la inversión.

Las micro, pequeñas y medianas empresas (MIPYMES), son aquellas que se definen a partir del tamaño de su planta de personal y del tamaño de sus activos (medidos en salarios mínimos vigentes S.M.L.V), según la ley MIPYME (LEY 590 de Julio 10 de 2000.

Las MIPYMES representan el 96 % de las empresas existentes en el país, éstas contribuyen con el 63 % del empleo nacional, con el 25 % del PIB, con el 25 % de las exportaciones totales y con el 50 % de los salarios generados de la nación.

Los problemas que en general enfrentan las MIPYMES son los siguientes: Acceso limitado al financiamiento y en condiciones desfavorables, deficiencias de administración de sus unidades productivas, complicados procesos de legalización y falta de liderazgo gremial, se presentan disgregados, lo cual ocasiona desinformación de las medidas del gobierno.

Con la presente investigación y teniendo en cuenta el marco conceptual anterior, se trata de responder a las preguntas siguientes:

- 1- ¿ Cómo facilitar a las micro, pequeñas y medianas empresas (MIPYMES) el acceso al capital en condiciones favorables de manera que les permita desarrollar sus proyectos ?
- 2- ¿ Es el Mercado Balcón, el medio efectivo que ofrece el Mercado Público de Valores, como alternativa de financiamiento para las MIPYMES en Colombia ?
- 3- ¿ La actual legislación sobre la promoción y participación de las MIPYMES en el mercado de capitales del país, ofrece garantías de participación y desarrollo en ese mercado ?

Gonzalo Ángel Muñoz.

gonzaloangel@hotmail.com

- gdangel@cuaao.edu.co

**EVALUACIÓN DE LA EFECTIVIDAD DEL MERCADO DE CAPITALES
COMO ALTERNATIVA DE FINANCIACIÓN PARA LAS PYMES EN
COLOMBIA**

GONZALO ANGEL MUÑOZ

**UNIVERSIDAD AUTÓNOMA DE BUCARAMANGA
INSTITUTO TECNOLÓGICO Y DE ESTUDIOS SUPERIORES DE MONTERREY,
MÉXICO – CORPORACIÓN UNIVERSITARIA AUTÓNOMA DE OCCIDENTE, CALI.**

SANTIAGO DE CALI 2003

**EVALUACIÓN DE LA EFECTIVIDAD DEL MERCADO DE CAPITALES
COMO ALTERNATIVA DE FINANCIACIÓN PARA LAS PYMES EN
COLOMBIA**

GONZALO ANGEL MUÑOZ

**Trabajo escrito presentado como requisito parcial para optar al
Título de: Magíster en Administración y Finanzas**

**Dr. HAROLD RIZO O.
Director Escuela de Posgrados**

**Dr. DARIO QUIROGA P.
Director de Tesis**

**Dr. JOHANIO MARULANDA
Director Metodología**

**UNIVERSIDAD AUTÓNOMA DE BUCARAMANGA
INSTITUTO TECNOLÓGICO Y DE ESTUDIOS SUPERIORES DE MONTERREY,
MÉXICO – CORPORACIÓN UNIVERSITARIA AUTÓNOMA DE OCCIDENTE, CALI.**

SANTIAGO DE CALI 2003

NOTA DE ACEPTACIÓN

Aprobada por el Director de Escuela de Posgrados, el Director de Tesis y el Asesor en Metodología, en Cumplimiento de los requisitos Exigidos por la Universidad y la Escuela de Posgrados.

Dr. HAROLD RIZO O.
Director Escuela de Posgrados

Dr. DARIO QUIROGA P.
Director de Tesis

Dr. JOHANIO MARULANDA
Director Metodología

Santiago de Cali, Mayo de 2003

DEDICATORIA

A Dios por el privilegio de la vida, a mis padres, porque sin ellos no sería lo que soy, a mis hijos Diana Paola, Andrés Fernando y Stephanía por su esfuerzo y dedicación por superarse, y a Gilma, por su comprensión, su compañía y aliento, en este proyecto.

AGRADECIMIENTOS

A todas las personas que con su dedicación y esfuerzo han hecho de la Universidad, un centro de investigación y formación de líderes, tales Como:

Al Dr. PEREZ H. Luis, por su dirección y visión del futuro

Al Dr. RIZO O. Harold, por su sensibilidad social en la Maestría.

Al DR. QUIROGA P. Darío, por su colaboración y dirección de Tesis.

Al Dr. GONZALEZ Carlos Humberto, por su asesoría y apoyo.

A la Señorita Ampudia Maria del Pilar, por la diligencia en todo lo relacionado con la coordinación de la Maestría.

TABLA DE CONTENIDO

	Pág.
INTRODUCCIÓN	19
1. MARCO DE REFERENCIA	23
1.1 ANTECEDENTES	23
1.2 DESCRIPCIÓN DEL PROBLEMA	25
1.3 FORMULACIÓN DEL PROBLEMA	26
1.4 JUSTIFICACIÓN DEL PROYECTO	26
1.5 OBJETIVOS DE LA INVESTIGACIÓN	26
1.5.1 Objetivo general	26
1.5.2 Objetivos específicos	27
1.6 MARCO METODOLÓGICO	27
1.6.1 Fuentes de información	27
1.7 MARCO CONCEPTUAL	27
1.7.1 El mercado público de valores	27
1.7.1.1 Ventajas que ofrece el mercado público de valores.	27
1.7.1.2 Definición de inversión	28
1.7.1.2.1 Rentabilidad de la inversión	29
1.7.1.3 Superintendencia de valores	30
1.7.1.4 Registro nacional de valores e intermediarios de la superintendencia de valores.	31
1.7.1.5 Títulos valores	32
1.7.1.5.1 Circulación de los títulos valores.	32
1.7.1.5.2 Clases de endosos	33
1.7.1.5.3 Títulos valores en los cuales se puede invertir	34
1.7.1.5.3.1 Acciones	34
1.7.1.5.3.1.1 Tipos de acciones	34
1.7.1.5.3.1.2 Características de la acción	36
1.7.1.5.3.1.3 Función económica de la acción	37
1.7.1.5.3.1.4 Ventajas que otorga la acción	38
1.7.1.5.4 Bonos y papeles comerciales	38
1.7.1.5.5 Sociedades y tipos de títulos que puede emitir	39
1.7.1.5.6 Pagos a seguir para emitir valores	39
1.7.1.5.7 Exigencias de la superintendencia de valores para autorizar una oferta	40
1.7.1.5.8 Otras opciones de emisión de títulos valores los inversionistas.	40
1.7.1.5.8.1 Inscripción anticipada	40
1.7.1.5.8.2 Segundo mercado	40
1.7.1.5.9 Requisitos especiales que las empresas inversionistas deben cumplir para emitir títulos valores.	41
1.7.1.5.10 Inversionistas institucionales	42

1.7.1.5.10.1 Sociedades fiduciarias	42
1.7.1.5.10.2 Operaciones permitidas	42
1.7.1.5.10.3 Operaciones prohibidas	44
1.7.1.5.10.4 Operaciones prohibidas con los recursos del fondo común ordinario.	44
1.7.1.5.10.5 Posibles inversiones	46
1.7.1.5.10.6 Con recursos propios	46
1.7.1.5.10.7 Con recursos del fideicomiso	46
1.7.1.5.10.8 Con recursos del fondo común	47
1.7.1.5.10.9 De que pueden ser dueños	48
1.7.1.5.10.10 Posibles inversiones	48
1.7.1.5.10.11 Sociedades administradoras de fondos de pensiones y de cesantías	49
1.7.1.5.10.11.1 Operaciones permitidas	49
1.7.1.5.10.11.2 Operaciones prohibidas	49
1.7.1.5.10.11.3 Posibles inversiones	50
1.7.1.5.10.11.4 De que pueden ser dueños	51
1.7.1.5.10.12 Fondos mutuos de inversión	51
1.7.1.5.10.12.1 Características	52
1.7.1.5.10.12.2 Objetivos socio – económicos	53
1.7.1.6 Bolsas de valores	54
1.7.1.6.1 Orígenes de las bolsas de valores	55
1.7.1.6.2 Funcionamiento de la bolsa de valores	55
1.7.1.6.3 Características de las bolsas de valores	55
1.7.1.6.4 Funciones de la bolsa	56
1.7.1.6.5 Importancia de las bolsas en el desarrollo económico del país	56
1.7.1.6.6 Inicio de las bolsas de valores en Colombia	57
1.7.1.6.6.1 ¿Qué razones motivaron la integración de las bolsas de valores de Bogotá, Medellín y Occidente?	59
1.7.1.6.6.2 ¿Qué beneficios traerá la integración para Colombia, el mercado bursátil, los emisores y los inversionistas?	59
1.7.1.6.6.3 ¿Para qué sirve?	59
1.7.1.7 Compra y venta de títulos valores	60
1.7.1.8 Indicadores bursátiles	62
1.7.1.9 Indicadores para el mercado de renta fija	64
1.7.1.10 Indicadores económicos más utilizados	65
1.7.1.11 Escala de calificación de valores	65
1.7.1.11.1 Escala de certificación para títulos a largo y corto plazo.	65
1.7.2 Matriz para la formulación de estrategia.	67
1.8 MARCO TEÓRICO	68
1.8.1 Teoría Q de la inversión	68
1.8.2 Aspectos generales de la teoría de la valuación de las acciones.	70
1.8.2.1 Valuación de acciones comunes	71

1.8.2.1.1 Crecimiento nulo de los dividendos	72
1.8.2.1.2 Crecimiento constante de los dividendos	73
1.8.2.1.3 Valuación de las acciones con base en el valor futuro de la acción	75
1.8.3 Otras teorías generales sobre costo de emisión y el costo de capital. La estructura óptima de capital	76
1.9 MARCO JURÍDICO	78
1.9.1 Código de comercio	79
1.9.2 Decreto 400 de mayo 22 de 1995	79
1.9.3 Decreto 1200 de diciembre de 1995	79
1.9.4 Ley 590 de 2000	79
2. EXPERIENCIA DE SEGUNDOS MERCADOS EN EL MUNDO	82
2.1 FRANCIA	82
2.2 ESPAÑA	84
2.3 INGLATERRA	85
2.4 VENEZUELA	87
2.4.1 Importancia de la PYMI en el desarrollo económico y social	87
2.4.2 Componentes esenciales para incorporar las PYME al mercado de capitales	88
2.5 COSTA RICA	89
2.6 MÉXICO	89
2.6.1 Antecedentes	90
2.6.2 Definición	90
2.6.3 Propósito	91
2.6.4 Participantes	91
2.6.5 Requisitos de inscripción y mantenimiento	91
2.6.6 Procedimiento para la inscripción de acciones	92
2.6.7 Sistema de operación	92
2.6.8 Reglas básicas de operación	93
2.6.9 Suspensión de operaciones	94
2.6.10 Suspensión de registros	94
2.6.11 Índice de precios	94
2.6.11.1 Expresión matemática	95
2.6.12 Instituciones reguladoras	95
2.6.13 Marco jurídico y normativo	96
2.7 PORTUGAL	96
2.7.1 Requisitos para la emisión de títulos valores	96
2.7.2 Requisitos para la emisión de acciones	96
2.7.3 Requisitos para la emisión de bonos	97
3. CARACTERÍSTICAS PROPIAS DEL SEGUNDO MERCADO	98
3.1 GENERALIDADES	101
3.2 INVERSIONISTAS CALIFICADOS	101
3.3 TÍTULOS A NEGOCIAR	101
3.4 DOCUMENTOS REQUERIDOS PARA HACER PARTE DEL SEGUNDO MERCADO	102
3.5 EL PROSPECTO	103

3.6 PROCESO DE OFERTA PÚBLICA	104
3.6.1 Autorización de la oferta por parte de la superintendencia de valores.	104
3.6.2 Inicio del proceso promocional a través de comisionistas de bolsa, dirigido a potenciales inversionistas poniendo a disposición, información sobre la empresa emisora.	104
3.7 PROCESO DE OFERTA PRIVADA	104
3.8 PERIODICIDAD DE ENVIO DE INFORMACIÓN EN EL SEGUNDO MERCADO	105
3.9 CUADROS COMPARATIVOS ENTRE EL MERCADO PRINCIPAL Y EL SEGUNDO MERCADO	105
3.10 DERECHOS DE INSCRIPCIÓN Y LOS VALORES DE CUOTAS QUE DEBEN CANCELAR LOS EMISORES DEL SEGUNDO MERCADO.	106
3.10.1 Derechos de inscripción	106
3.10.2 Valor de las cuotas	107
3.10.2.1 Costos comparativos al emitir acciones y bonos	108
3.10.3 Periodo de liquidación	108
3.10.4 Derechos por reasignación de oferta pública	109
3.11 INTERMEDIARIOS FINANCIEROS	109
3.11.1 Sociedades comisionistas	109
3.11.1.1 Operaciones permitidas	109
3.11.1.2 Operaciones que pueden realizar por cuenta en el mercado primario.	110
3.11.1.3 Límites de estas operaciones	110
3.11.1.4 Operaciones que pueden realizar por cuenta en el mercado secundario	111
3.11.1.4.1 Segundo mercado	111
3.11.1.4.1.1 Inversionistas que participan	112
3.11.1.4.1.2 Títulos que pueden emitirse	112
3.11.1.4.2 Principios generales que se deben cumplir cuando se realizan estas operaciones	112
3.11.1.4.3 Límites que deben cumplir estas operaciones	113
3.11.1.5 Posibles inversiones	114
3.11.1.6 Inversiones prohibidas	114
3.11.2 Sociedades administradoras de inversión	115
3.11.2.1 Operaciones permitidas	115
3.11.2.2 Posibles inversiones	115
3.11.2.3 Límites de las administradoras de inversión	115
3.11.3 Sociedades fiduciarias	116
3.11.4 Banca de inversión	117
3.11.4.1 Actividades principales de la banca de inversión	117
4. EXPERIENCIA DEL SEGUNDO MERCADO EN SANTIAGO DE CALI	119
4.1 EXPERIENCIA DE LA BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA	119

4.1.1	Motivos de la poca efectividad del segundo mercado en Santiago de Cali	121
4.1.1.1	Motivos Operativos	121
4.1.1.2	Motivos macroeconómicos	125
4.1.1.3	Motivos mesoeconómicos	126
4.1.1.4	Motivos macroeconómicos	126
4.1.1.5	Motivos del mercado	127
4.1.1.6	Motivos coyunturales Valle del Cauca	128
5.	PLAN ESTRATÉGICO Y MERCADEO PARA LA REACTIVACIÓN DEL SEGUNDO MERCADO	132
5.1	CARACTERÍSTICAS GENERALES DEL ENTORNO DE LAS MIPYME EN SANTIAGO DE CALI	132
5.1.1	Entorno económico	132
5.1.1.1	Crecimiento económico	133
5.1.1.2	Comportamiento del sector industrial en el Valle del Cauca	134
5.1.1.3	Comportamiento del comercio en la ciudad de Cali, primer trimestre de 2000	135
5.1.1.4	Inversión neta de capitales en sociedades de Cali, enero – mayo de 2000	140
5.1.1.4.1	Índice de desempeño patrimonial de las sociedades de Cali	141
5.1.1.4.2	Concordatos	143
5.1.1.5	La inflación en Cali	143
5.1.1.6	Sector Externo	149
5.1.1.7	Política fiscal	151
5.1.2	Tamaño del mercado	152
5.1.3	Fuentes de financiación	160
5.1.3.1	Entidades (actores) públicas financieras	160
5.1.3.2	Entidades (actores) privadas financieras	161
5.1.3.3	Entidades (actores) públicas no financieras	161
5.1.3.4	Entidades (actores) privadas no financieras	161
5.1.3.5	La ley MIPYME y el entorno favorable a la creación	161
5.1.3.6	de nuevas empresas en Colombia.	164
5.1.3.7	Productividad	166
5.1.3.8	Tasas de Interés de colocación y captación	169
5.1.3.9	Entorno legal	169
5.1.4	Cultura bursátil	169
5.1.5	Entorno competitivo	171
5.1.5.1	Amenaza de nuevos entrantes	171
5.1.5.2	Poder del cliente	173
5.1.5.3	Amenazas de productos sustitutos	174
5.1.5.4	Poder de los proveedores	174
5.1.5.5	Rivalidad entre competidores	174
5.2	ANÁLISIS INTERNO	175
5.2.1	Definición de segundo mercado	175

5.2.2	Portafolio de servicios	175
5.2.3	Difusión	176
5.2.4	Dirección y manejo	176
5.2.5	Operación	176
5.2.6	Recursos	177
5.3	DIAGNÓSTICO	177
5.3.1	Oportunidades y amenazas	177
5.3.1.1	Amenazas	177
5.3.1.2	Oportunidades	177
5.3.1.3	Matriz de evaluación del factor externo (EFE)	178
5.3.2	Fortalezas y debilidades	179
5.3.2.1	Debilidades	179
5.3.2.2	Fortalezas	179
5.3.2.3	Matriz de evaluación del factor interno (EFI)	179
5.3.3	Matriz TOWN (DOFA)	180
5.4	PLAN ESTRATÉGICO Y DE MERCADO	182
5.4.1	Objetivo del plan estratégico y de mercado	182
5.4.1.1	Objetivo general	182
5.4.1.2	Objetivos específicos	182
5.4.2	Estrategias y programas	183
5.4.2.1	Disminución de costos	183
5.4.2.2	Fondo de garantías	184
5.4.2.3	Emisiones conjuntas	186
5.4.2.4	Vinculación de los inversionistas al segundo mercado.	186
5.4.2.4.1	Inversión del 1% de utilidades	187
5.4.2.4.2	Market makers	187
5.4.2.5	Captación de MYPIMES con apoyo de gremios y asociaciones.	188
5.4.2.5.1	Difusión y sensibilización de MIPYMES	188
5.4.2.5.2	Difusión y sensibilización a inversionistas institucionales	188
5.4.2.5.3	Capacitación y seguimiento a MIPYMES	189
5.4.3	Control	189
5.4.4	Cronograma de actividades	190
5.4.5	Caso práctico de apalancamiento (endeudamiento), con emisión de acciones o acudir a la consecución de pasivos.	190
	CONCLUSIONES	196
	RECOMENDACIONES	200
	BIBLIOGRAFÍA	204
	ENTREVISTAS	207
	ANEXOS	208

INTRODUCCIÓN

El surgimiento de empresarios y la aparición de nuevas empresas constituye uno de los factores críticos esenciales para el desarrollo de cualquier sistema económico. Queda demostrado en el resurgir de muchas economías a lo largo de la historia contemporánea, que la figura del empresario se revela como la pieza clave por su capacidad de estimular el proceso económico y crear puestos de trabajo.

Hoy día, con el advenimiento de la globalización, el ambiente empresarial está "rodeado" del entorno nacional e internacional, y éste, desempeña un papel estelar en el éxito competitivo de las empresas.

Porqué algunas naciones tienen éxito y otras fracasan en la competencia internacional?

Esta pregunta está hoy día sobre el tapete de dirigentes y gobiernos. La competitividad ha pasado a ser una de las preocupaciones cardinales del Gobierno y de la industria, en cada una de las naciones. Aunque dice M. Porter (1984), que las que compiten, son las empresas. Entonces, se hace necesario replantear la importancia que tienen el entorno, las instituciones y las políticas gubernamentales, para fomentar, regular e incentivar la creación y el mantenimiento de las empresas.

Si mencionáramos solo uno de los factores de producción, como lo son los Recursos de Capital, vistos como la cuantía y costo de capital disponibles para financiar la industria, encontramos que hay necesidad de la intervención de los gobiernos en la regulación de los mercados financieros, aunque por efectos de la globalización de los mercados, ésta debe de ser muy discreta y sutil.

La mundialización de los mercados de capital y los grandes flujos de capital entre las naciones, están haciendo más similares las condiciones nacionales, sin prisa pero sin pausa. Colombia no se ha quedado atrás.

Con la creación de la Ley 590/00 (Ley Mipyme), se crea por primera vez una verdadera política de estado para el sector de las PYMES rurales y urbanas, reconociéndoles su importancia como componente fundamental del tejido empresarial e industrial del país y su impacto social y político para la nación.

Pero el problema de las PYMES, más que coyuntural es un problema estructural. Se necesita de todo un plan estratégico que abarque aspectos financieros, administrativos y operativos y de gestión. Incluso, el utilizar la unión entre las MIPYMES con similares características de procesos productivos, y de productos homogéneos, dirigidos y orientados por organismos privados o públicos y por regiones (clusters, M. Porter 1984), favorece el desarrollo y el fortalecimiento de las MIPYMES, creándose con esas sinergias, conglomerados alineados con un mismo objetivo (chaevols, en los japoneses).

Aunque Colombia cuenta con apoyos externos: Comunidad Europea, el Fondo Multilateral de Inversiones (FOMIN), y también con ayudas de la C.A.F.; el acceso al crédito institucional para las MIPYMES, sigue siendo un espejismo.

En concreto, las MIPYMES se encuentran en una situación especialmente desfavorable cuando los bancos comerciales rehuyen de operar con ellas con créditos a mediano y largo plazo, dada su percepción de riesgos asumido.

Por lo tanto, la alternativa de Financiación con los pasivos internos (patrimonio), vía emisión, resulta atractivo, teniendo en cuenta que la Bolsa de Valores de Colombia (Antes Bolsas de: Bogotá, Medellín y de Cali), está interesada en promover el desarrollo del Mercado de Capitales a través del denominado "SEGUNDO MERCADO". Este constituye un importante instrumento de la política de modernización y desarrollo económico, y contribuye al proceso de desintermediación financiera y agiliza el proceso canalizador del ahorro hacia la inversión.

El departamento de planeación y desarrollo de la Bolsa de Colombia tiene como objetivo la creación de nuevos productos. El proyecto del Segundo Mercado fue creado por medio de la resolución 400 del 1995 y, desde el punto de vista normativo, lo que se busca es sensibilizar de alguna manera los requisitos de información que se deben enviar a la Superintendencia de Valores para autorizar la oferta pública y para inscribir el título de renta.

En el caso colombiano existen hechos que permiten pensar en el éxito de un Segundo Mercado:

- La existencia de un conjunto de títulos valores no inscritos en bolsa, pero si en el Registro Nacional de Valores; estos títulos involucran Bonos, Papeles Comerciales y Acciones de Sociedades Anónimas cuyo universo se considera superior a diez mil empresas y de las cuales sólo cerca de ciento sesenta y dos están inscritas en bolsa, lo que quiere decir que el 1.62% esta cotizando en bolsa.

- La modificación de las condiciones de inscripción para facilitar el ingreso al mercado de las Sociedades Anónimas pequeñas y medianas para que tengan facilidad de “apalancarse” en el mercado sacando provecho de las condiciones favorables que este presente.

A facilitar la inscripción en bolsa, se pretende resolver el problema que la inelasticidad de la oferta de títulos le plantea a los inversionistas institucionales, los cuales manejan un volumen creciente de recursos sobre los que, en algunos casos, están obligados a dar una remuneración mínima a sus ahorradores.

Las MIPYME se deben enfrentar ante una “barrera de entrada” debido a que deben disputar los fondos prestables con las grandes empresas presentes de tiempo atrás en el Primer Mercado, empresas cuyas perspectivas y solidez son claras para los inversionistas.

En términos generales, se ha manejado hasta el presente dos ideas sobre las características que debería tener el Mercado Balcón:

- Puesto que es necesario crear un interés y un conocimiento por parte de los inversionistas sobre las condiciones y perspectivas de las nuevas empresas que se inscriben en bolsa, parecería conveniente establecer un proceso especial de difusión de información y de promoción de las nuevas empresas que ingresen al mercado. Esta promoción, que probablemente tendrá que asumir la forma de reuniones de las firmas comisionistas en el curso de las cuales los directivos de las empresas en cuestión presenten sus empresas, supondría que se muestre a los inversionistas cuál es el peso relativo que dentro de su sector respectivo tiene la empresa, cuáles son sus proyectos en el futuro inmediato y mediano, y debe posiblemente incluir proyecciones auditadas de las cuentas de la empresa.

Este proceso sería, previo a la introducción en el mercado de empresa y contribuiría a ambientar dicha introducción la cual, en un primer periodo, mientras se le crea un mercado estable supondría reglas específicas para transar las acciones emitidas por dichas empresas. Estas reglas operativas serían probablemente menos ágiles que las ahora vigentes puesto que su objetivo sería el de tratar de suplir la falla de familiaridad de los agentes con la empresa dándoles un tiempo mayor de asimilación de las negociaciones a efectuarse sobre los títulos de esas empresas. Esta pérdida de agilidad tendría como contrapartida para los tenedores de acciones de estas empresas que quieran preocuparse por liquidez secundaria, el tener la posibilidad de contar con un mejor mercado.

- Una segunda características tiene que ver, ya no con la vía para crearle mercado a las nuevas empresas, sino con los mecanismos para

incitarlas a inscribirse en bolsa. Porque, aunque es claro que las medidas que se derivarían de lo expuesto anteriormente suponen, de suyo, un estímulo para que nuevas empresas entren en el mercado, debe tenerse presente que estas empresas tendrían que realizar ciertos esfuerzos adicionales respecto de lo exigido a las ya presentes en el mercado (elaboración de proyecciones, evaluación de suposición relativa en el sector, presentación ante los agentes) y contarían durante un periodo con un mercado menos ágil.

Si a ello se agrega el hecho ya mencionado de que dichas empresas no tienen una percepción directa de los beneficios de la inscripción en bolsa, debe forzosamente concluirse que es necesario reflexionar sobre la posibilidad de ofrecer un estímulo adicional para que nuevas empresas se inscriban. Este estímulo debería asumir la forma de un tratamiento tarifario preferencial para las empresas que se encuentren en el segmento, tratamiento que debe, por lo menos, compensar los eventuales costos adicionales en que incurrirá la empresa en virtud de su presentación ante el mercado y que debe igualmente constituir una suerte de compensación por la menor agilidad operativa que tendrá el segmento.

Con la presente investigación se pretende presentar y evaluar "la efectividad del mercado de capitales como alternativa de financiación para las MIPYMES en Colombia" y no un estudio exhaustivo de las características de las Mipymes como tal. Hay que tener en cuenta que el 68 % de las empresas en Colombia, son familiares, y de acuerdo a su composición o conformación de su junta directiva, todos sus miembros pertenecen al grupo familiar, y al momento de decidir emitir acciones y ofrecerlas a través de la bolsa de valores, se presenta la disyuntiva de aceptar o no, a personas ajenas a la familia.

Así mismo se pretende con esta investigación, que sirva como punto de referencia a los micro, pequeños y medianos (Mipymes) empresarios, para cuando se hayan decidido aprovechar las bondades del SEGUNDO MERCADO (Mercado Balcón), puedan tener una visión general de todo el proceso de financiación, con una emisión de acciones, sus costos y sus características.

1. MARCO REFERENCIAL

Aquí se presentan todas las exposiciones doctrinales de la investigación, de dónde viene éste tema, por qué se desarrollo y cuál es su finalidad.

1.1 ANTECEDENTES

La revisión previa del conocimiento en torno al tema de investigación arrojó como resultado la siguiente información:

Tradicionalmente solo las grandes empresas se han vinculado a las Bolsas de Valores para la negociación de sus acciones y demás títulos valores emitidos por ellas. Por consiguiente los requisitos para las cotizaciones y, en general, para las transacciones se han fijado según sus características.

Sin embargo, existe una nueva realidad económica que impone la necesidad de abrirle espacio a las micro, pequeñas y medianas empresas (MIPYMES) en el mercado bursátil. Esta realidad esta compuesta por los siguientes hechos:

- Este tamaño de empresas ha tomado una gran importancia en la estructura productiva del país.
- Las pequeñas y medianas empresas industriales tienen gran potencial exportador. Tienen importantes requerimientos financieros que no se pueden satisfacer exclusivamente en el sistema bancario, ya sea por los costos, por los plazos o por los montos ofrecidos.
- Poco a poco se rompe la resistencia al cambio así como al temor de los pequeños y medianos empresarios a dar a conocer su información con la sospecha de darles gabelas a la competencia.
- El favorable tratamiento a las acciones.

En estas condiciones, la Superintendencia de Valores 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 los títulos valores de micro, pequeñas y medianas empresas (MIPYMES) para inducir las a una ampliación de la oferta de títulos, en beneficio del ahorro y la inversión. (Sánchez, 1996).

La micro, pequeña y mediana empresa (MIPYMES), es aquella que se define a partir del tamaño de su planta de personal y del tamaño de sus activos (medidos en salarios mínimos vigentes S.M.L.V), según la ley MIPYME (LEY 590 de Julio 10 de 2000) así:

Tabla 1 Clasificación de la micro, pequeña y mediana empresa según el tamaño de su planta de personal y el tamaño de sus activos

Tamaño	No. trabajadores	Tamaño activos
1- Micro	Menos de 10 trabajadores	Inferiores a 501 S.M.L.V.
2- Pequeña	Entre 11 y 50 trabajadores	Entre 501 y 5001 S.M.L.V.
3- Mediana	Entre 51 y 200 trabajadores	Entre 5001 y 15000 S.M.L.V.

FUENTE: Ley 590 de 2000

El Segundo Mercado operará mediante el sistema de remate en pública subasta al mejor postor de las acciones y demás títulos valores que emitían 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 ella un representante de la empresa interesada en la colocación, expone la clase de títulos que se van a negociar, sus condiciones y la información adicional que le exige la bolsa. Asimismo, se debe publicar en un periodo aquella información que pueda interesarle a los inversionistas, varios días antes de la rueda de negociación.

Como principales ventajas y beneficios que este mercado trae para las MIPYMES son:

- Dado que sus títulos y acciones son colocados directamente en el Mercado Bursátil y no deben recurrir a operaciones de crédito con intermediarios financieros, parte del margen de intermediación que deben

pagar puede ser ahorrado, lo cual significa una disminución en los costos financieros.

- La ampliación del número de acreedores hace menos vulnerable la empresa frente a prácticas de concentración monopolística.
- Puesto que las empresas diseñan, con cierto grado de autonomía, el plazo de amortización de los títulos que expide, puede tener un mayor control de los flujos de caja, con lo cual logra un manejo más racional, técnico y acorde con sus propias circunstancias.
- Esta oportunidad mejora la capacidad de negociación con los intermediarios de crédito.

En relación con los inversionistas, la principal ventaja de este Segundo Mercado es la oportunidad de una mayor diversificación del portafolio de inversiones, aminorando el riesgo y, en muchos casos, mejorando la rentabilidad, pues es indudable que muchas empresas podrán ofrecer interesantes márgenes de descuento en sus títulos o atractivas tasas de interés.

1.2 DESCRIPCIÓN DEL PROBLEMA

En Colombia, las MIPYMES representan un sector que en términos comparativos “pesan” lo suficiente como para tenerlas en cuenta cuando se trata de medidas encaminadas al fortalecimiento y expansión del crecimiento económico sostenido.

Las MIPYMES representan el 96 % de las empresas existentes en el país, éstas contribuyen con el 63 % del empleo nacional, con el 25 % del PIB, con el 25 % de las exportaciones totales y con el 50 % de los salarios generados de la nación.

Los problemas que enfrentan las MIPYMES son los siguientes:

- 1- Acceso limitado al financiamiento y en condiciones desfavorables.
- 2- Deficiencias de Administración de sus unidades productivas
- 3- Debilidad en las estructuras que las agrupan
- 4- Complicados procesos de legalización
- 5- Dificultad para obtener insumos de calidad y a precios competitivos
- 6- Falta de conocimiento del mercado y mala vinculación con el mismo
- 7- Falta de liderazgo gremial, se presentan disgregados, lo cual ocasiona desinformación de las medidas del gobierno.

8- No obstante la promulgación de la Ley Mipyme, se ha generado muchas expectativas sobre todo en el mercado financiero, pero los esfuerzos de estos, no han generado los resultados esperados.

9- El mercado de capitales en Colombia es todavía muy pequeño, lo cual ocasiona altos costos, aversión alta al riesgo, y falta de incentivos tributarios de manera integral, como para promover y realizar con éxito un Mercado Balcón.

1.3 FORMULACIÓN DEL PROBLEMA

4- ¿ Cómo facilitar a las micro, pequeñas y medianas empresas (MIPYMES) el acceso al capital en condiciones favorables de manera que les permita desarrollar sus proyectos ?

5- ¿ Es el Mercado Balcón, el medio efectivo que ofrece el Mercado Público de Valores, como alternativa de financiamiento para las MIPYMES en Colombia ?

6- ¿ La actual legislación sobre la promoción y participación de las MIPYMES en el mercado de capitales del país, ofrece garantías de participación y desarrollo en ese mercado ?

1.4 JUSTIFICACIÓN DEL PROYECTO

La siguiente investigación se justifica llevarla a cabo por la razón que se expone a continuación:

Por su conveniencia, debido a que sirve de información fundamental para el sector de la micro, pequeña y mediana empresa en la ciudad de Santiago de Cali, acerca del funcionamiento del segundo mercado y las ventajas que este ofrece como medio alternativo de capitalización y financiación de las mismas a un menor costo, conllevando así a los sectores de manufactura, servicios y comercio a un estado más dinámico, creando de esta manera el crecimiento de los mismos, fortaleciendo a su vez el mercado de capitales, generando mayor oportunidades de empleo y bienestar para la comunidad caleña en general.

1.5 OBJETIVOS DE LA INVESTIGACIÓN

Aquí se presentan los fines de la investigación o los propósitos por los cuales fue creada.

1.5.1 Objetivo general. Determinar la importancia que tiene el segundo mercado como alternativa de financiación y capitalización para las MIPYME en Santiago de Cali.

1.5.2 Objetivos específicos. Los objetivos específicos son los siguientes.

- Estudiar las características propias del segundo mercado en Santiago de Cali.
- Investigar el volumen de financiación que ha otorgado el Segundo Mercado a las MIPYMES vinculadas a este.
- Plantear estrategias de promoción y mercadeo necesarias para incrementar la vinculación de las MIPYME al segundo mercado.

1.6 MARCO METODOLÓGICO

Presentación de las técnicas que fueron necesarias poner en práctica para el desarrollo de la investigación.

1.6.1 Fuentes de información. La información primaria no será necesaria para el desarrollo de los objetivos ni para la solución del problema de la investigación debido a que los indicadores de las variables hallados para este fin sólo pueden ser consultados por medio de la información secundaria.

Como información secundaria se recurrirá a la recolección y análisis de libros, revistas, periódicos, servicios de Internet y varias bibliotecas de Santiago de Cali, además, instituciones que nos brinden información específica para la investigación como DANE, Cámara de Comercio de Cali, Bolsa de Valores de Colombia, y la Supervalores.

1.7 MARCO CONCEPTUAL

Se presentan las diferentes definiciones y funciones de las variables más importantes que se han de tener presentes en el trayecto de éste proyecto.

1.7.1 El Mercado público de valores. Es el conjunto de operaciones realizadas por inversionistas con el fin de negociar títulos valores permitiendo, entre otras cosas canalizar eficientemente el ahorro del público al sector productivo.

1.7.1.1 Ventajas que ofrece el mercado público de valores. Acceder a los servicios ofrecidos por el Mercado Público de Valores pueden brindar ventajas como las siguientes:

- Obtener recursos financieros a menor costo.

- Puesto que se obtiene directamente de los inversionistas los recursos financieros necesarios.

Ejemplo:

- Si se solicita un crédito a una entidad financiera por \$1.000 millones, el costo financiero para los primeros 3 años ascenderá a \$1.300 millones aproximadamente, sin incluir los gastos generados por las garantías exigidas por el establecimiento de crédito.
- Si se emiten bonos ordinarios por ese mismo monto, los costos financieros y los gastos totales de emisión serán \$1.100 millones aproximadamente. Ahorro estimado: \$200 millones.
- Diseñar las fuentes de recursos financieros de acuerdo con sus necesidades específicas.
- El cliente define las condiciones: plazos, tasa de interés, amortización y modalidad.
- Capitalizar la compañía.
- Se puede encontrar en el Mercado de Valores inversionistas en acciones que deseen apoyar sus proyectos o el desarrollo de su empresa.
- Optimización la estructura financiera de la empresa.
- Se puede mejorar la composición de endeudamiento, atender y programar más eficientemente las necesidades financieras.
- También se pueden obtener fuentes de recursos no concentradas que garantizan estabilidad e independencia crediticia.
- Proyección de la imagen corporativa de la entidad.
- El Mercado de Valores es un medio eficaz para dar a conocer las oportunidades y fortalezas de las compañías.

1.7.1.2 Definición de inversión. Invertir es una forma de utilizar el dinero con el fin de obtener más dinero en periodos de tiempo elegidos según las necesidades, protegiéndose de la inflación y obteniendo ganancias adicionales.

Estas inversiones se pueden conformar en un portafolio de inversiones con valores como acciones, bonos, y otros títulos valores, combinando volúmenes, plazos y rentabilidades, que se ajusten a los proyectos del inversionista. La constitución del portafolio la puede efectuar la persona interesada en efectuar la inversión o invertir el dinero en portafolios ya conformados y administrados por sociedades fiduciarias o por sociedades comisionistas o con la ayuda de un comisionista de bolsa.

Los comisionistas de bolsa son profesionales especializados en la compra y venta de valores, dando a conocer las alternativas que brinda el

mercado de capitales. Por sus servicios cobra una comisión¹ que debe ser previamente acordada con el inversionista, la cual queda registrada en el comprobante de liquidación que expide la bolsa. Además pueden efectuar operaciones por cuenta propia adquiriendo a favor y en nombre propio valores inscritos en bolsa con el objeto de imprimirle liquidez y estabilidad al mercado de capitales, en este caso no cobra comisión, sino que su ganancia o pérdida es el resultado de la diferencia entre el precio al que adquirió el título y el precio al que lo vendió. El comisionista debe informar constantemente al inversionista que está actuando en estos casos en posesión propia del título.

1.7.1.2.1 Rentabilidad de la inversión. La rentabilidad de la inversión puede ser de tipo fijo o variable.

- **Renta fija:** la rentabilidad de la inversión esta dada por una tasa fija de interés, pactada para todo el periodo de duración de la inversión, es decir, el inversionista conoce la rentabilidad de su inversión en el momento de la operación bursátil.

Algunos ejemplos de títulos de renta fija en los cuales se puede invertir son los siguientes: Certificados de Depósitos a Término (CDT), bonos (públicos y privados), aceptaciones bancarias y financieras, certificados cafeteros, títulos de ahorro cafetero (TAC), papeles comerciales, títulos de tesorería TES y títulos inmobiliarios.

- **Renta variable:** La rentabilidad de la inversión esta ligada a las utilidades obtenidas por la empresa en la cual se efectuó dicha inversión, así como a las posibles variaciones en los precios de los títulos, dados por las condiciones existentes en el mercado. El inversionista desconoce la rentabilidad de su inversión en el momento de realizar la operación bursátil.

Algunos ejemplos de este tipo de papeles son los siguientes. Acciones ordinarias, acciones con dividendo preferencial y acciones privilegiadas.

- **Descuento:** A este grupo pertenecen aquellos títulos cuya rentabilidad esta representada en el descuento que recibe el adquiriente en la fecha de operación. La diferencia entre el valor que tiene el título el

¹ La tarifa de comisión que cobran las firmas comisionistas no está fijada por la Superintendencia de Valores, sin embargo ésta ha establecido los principios que rigen su cobro como son la no-discriminación entre clientes; que el valor de la comisión alcance para cubrir los costos de la operación, la libre competencia y el deber de informar al inversionista antes y después de efectuar una operación. En caso de renta fija, la comisión debe ser expresada en términos de rentabilidad efectiva.

día de la redención y el valor en que se compra en el mercado secundario, constituye la rentabilidad del papel.

Se trata de títulos con un valor único, cifra en la que podría decirse que está incorporada la rentabilidad, y cuyo pago de esa cantidad global se hace por el emisor o garante únicamente en la fecha de redención.

Algunos ejemplos de este tipo de papeles son los siguientes: Acciones ordinarias, acciones con dividendo preferencial y acciones privilegiadas.

1.7.1.3 Superintendencia de valores: Es una entidad de servicio que tiene como fin especial organizar, regular y promover las actividades realizadas a través del Mercado Público de Valores, así como efectuar el seguimiento y supervisión de los agentes que actúan en dicho mercado, con el fin de proteger los intereses de los inversionistas y velar por la transparencia del mercado.

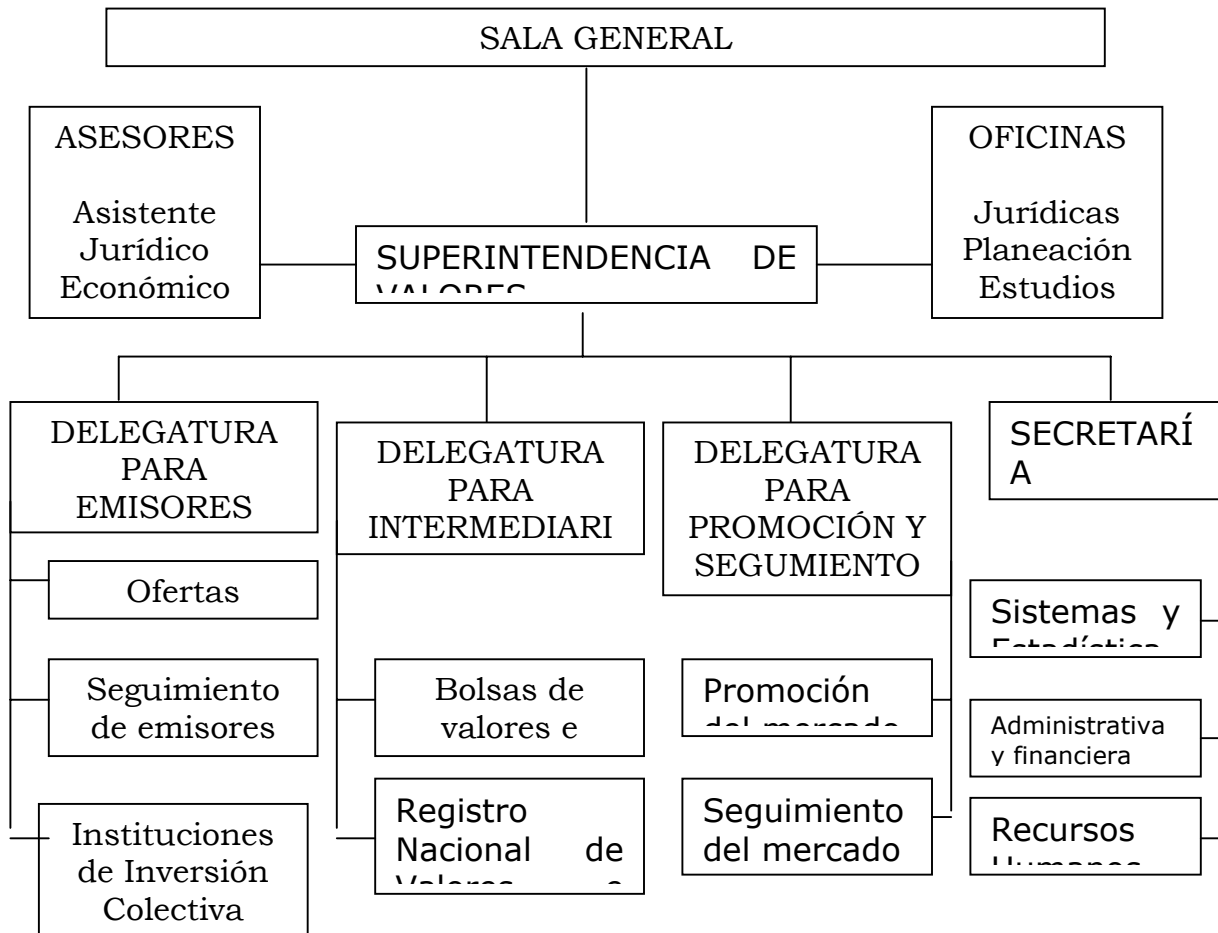
Las entidades que prestan servicios en el mercado público de valores, tales como las bolsas de valores, las firmas comisionistas de bolsa, los comisionistas independientes, los depósitos centralizados de valores², las sociedades administradoras de fondos de inversión, los fondos de garantía que se constituyen en el Mercado Público de Valores, las sociedades administradoras de los depósitos centralizados de valores y las calificadoras de valores, se encuentran debidamente reglamentadas y vigiladas.

Para la Superintendencia de Valores la política principal consiste en promover el Mercado Público de Valores. Por lo anterior, siempre está dispuesta a asesorar, atendiendo consultas y recibiendo sugerencias en la División de Ofertas Públicas de la Delegatura para Emisores.

En la figura 1.1 observamos el Organigrama de la Superintendencia de Valores que nos muestra la organización de su funcionamiento interno.

² Depósito Centralizado de Valores, DECEVAL, entidad que se encarga de manejar y controlar las transferencias, registros, pagos de interés, y otros aspectos relacionados con la administración de la emisión. También puede contratar los servicios de una sociedad fiduciaria para que cumpla con éstas funciones.

Figura 1 Organigrama de la superintendencia de valores



Fuente: www.supervalores.gov.co. Su gran oportunidad. 2003

1.7.1.4 Registro nacional de valores e intermediarios de la superintendencia de valores. A través del registro Nacional de Valores e Intermediarios de la Superintendencia de Valores, los inversionistas pueden consultar acerca de la situación económica, financiera y jurídica de los emisores e intermediarios. Cualquier persona interesada en invertir en el mercado público de valores, puede consultar dicha información en las pantallas instaladas en la sede de la Superintendencia de valores.

Los inversionistas tiene la posibilidad de conocer la siguientes información de los emisores de títulos:

- Listado de títulos inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios.

- Información básica de los emisores de valores como número y clase de acciones en circulación, composición accionaria, capacidad instalada y número de empleados.
- La composición accionaria de la empresa. Aquí se presenta a los veinte principales accionistas de las compañías emisoras.
- Estados financieros trimestrales que le indican la situación financiera de las empresas.
- Información de fin de ejercicio que comprende estados financieros de cierre, actas de asambleas, proyectos de distribución de utilidades y estructura orgánica de la empresa.
- Estados financieros consolidados de una empresa matriz y sus vinculadas.
- Prospectos de emisión y colocación.
- Información eventual relacionada con hechos jurídicos, administrativos o económicos que puedan influir favorable o desfavorablemente sobre la negociabilidad de los títulos.

En cuanto a los intermediarios o comisionistas de bolsa, existen dos tipos de información que se puede consultar:

- Estados Financieros
- Información básica: hace referencia a los nombres de los representantes legales, dirección y teléfono de la empresa, y si ésta ha sido objeto de sanciones por parte de la Superintendencia de Valores.

1.7.1.5 Títulos valores. Los títulos valores son documentos negociables en los cuales están incorporados los derechos que el inversionista tiene.

1.7.1.5.1 Circulación de los títulos valores. La transferencia del título de una persona a otra, en la forma tal que el adquirente quede legitimado en los derechos que incorporan el título, es lo que se denomina Ley de Circulación.

De acuerdo con la norma de circulación los títulos pueden ser normativos, a la orden y al portador.

- **Títulos nominativos:** El título valor es nominativo cuando en él, o en la norma que rige su creación, se exija la inscripción del tenedor del título en el registro que lleva su creador. Sólo será reconocido como

tenedor legítimo quien figure a la vez en el texto del documento y en el registro del emisor. La transferencia de un título nominativo por endoso dará derecho al adquirente a obtener su inscripción en el registro del creador del título.

- **Títulos a la orden:** El título valor es a la orden cuando se expide favor de determinada persona agregando la cláusula a la orden o expresando que es transferible por endoso o que es negociable. Para la transmisión de la propiedad de estos títulos se requiere su endoso y entrega material.

- **Títulos al portador:** Esta clase de títulos no se expiden a favor de persona determinada y la transmisión de su propiedad se efectúa mediante la entrega del título.

1.7.1.5.2 Endosos. El requisito para la circulación de los títulos valores es su endoso, acto que se materializa con la firma de su legítimo propietario. Por vía de expedición el título puede circular sin la firma del legitimado por las siguientes causas:

- Por herencia, legado, venta o fusión de la sociedad o establecimiento de comercio respectivo.

- Cuando los bancos reciben títulos para el bono en cuenta del tenedor que los entregue, en cuyo el banco anotará en el título la calidad con que actúa y a continuación firmará en el mismo título o en la hoja adherida.

- Comercio interbancario, en el que basta el sello del banco endosante para tenerse como cumplido el requisito del endoso.

1.7.1.5.2.1 Clases de endoso. Existen varias clases de endoso:

- **Endoso ordinario pleno o especial:** En el cual, quien endosa señala la persona a la cual se trasmite todos los derechos derivados del título.

- **Endoso incompleto o en blanco:** Quien endosa solo firma, absteniéndose de señalar la persona a favor de la cual se transfiere el título. Para el ejercicio del derecho incorporado, el tenedor debe llenar con su nombre el endoso en blanco. Este endoso convierte el título a la orden en título al portador, con las ventajas y riesgos que conlleva a esta clase de títulos.

- **Endoso sin responsabilidad:** En el que se anota la leyenda "sin mi responsabilidad" o cualquiera similar, y que la virtud de liberar al

comisionista de responsabilidad frente a los tenedores posteriores del título por el pago del derecho incorporado en el mismo, pues es principio legal que el tenedor último del título en razón de la solidaridad, puede exigir el pago al emisor del título, a los endosantes o a unos y otros, salvo que el endoso hubiera sido sin responsabilidad.

Esta clase de endoso no significa que el Comisionista deje de responder ante la Bolsa y ante sus comitentes de la autenticidad e integridad de los valores negociados, de la autenticidad de la firma de sus comitentes y de la validez y suficiencia de los poderes de los representantes de sus clientes.

- **Endoso en garantía:** Si al endosar el título se anotan las palabras "en garantía", "en prenda", o similares, significará que se está constituyendo en crédito prendario sobre este título, lo cual no confiere ningún poder de disposición a favor del acreedor prendario, pero sí lo faculta para cobrar el título, si este vence primero que la obligación garantizada y retener el dinero hasta el vencimiento de ésta.

- **Endoso en procuración:** Mediante la utilización de las expresiones "en procuración", "al cobro", o similares, no se transfiere la propiedad del título; sólo se otorgan facultades al endosatario para ejercer las funciones propias de un representante designado para el cobro del título, como son su presentación para la aceptación por el deudor, para protestarlo, o para cobrarlo extrajudicialmente o judicialmente.

1.7.1.5.3 Títulos valores en los cuales se puede invertir. Las Bolsas de Valores permiten brindar a los inversionistas una gran diversificación de títulos para realizar inversiones, como son las Acciones, Bonos, Papeles Comerciales, Certificado de Depósito a Termino (CDT), Aceptaciones Bancarias y Financieras, Títulos de Tesorería (TES) y Titularización.

1.7.1.5.3.1 Acciones. Al invertir en una acción, el inversionista obtiene participación en las utilidades que logre la empresa y adicionalmente puede obtener beneficios generados por la diferencia entre el precio al cual se compró y el precio al cual se vendió la acción y eventualmente por la venta de los derechos de suscripción. Debido a estos tres componentes estos títulos se consideran de renta variable.

1.7.1.5.3.1.1 Tipos de Acciones. Existen diferentes clases de acciones en las cuales se puede invertir:

- **Acciones Ordinarias:** Este tipo de acciones da el derecho de percibir dividendos, a participar y a votar en la Asamblea de Accionistas.

- **Acciones Preferenciales:** Estas acciones dan al inversionista el derecho de recibir un dividendo mínimo con preferencia sobre accionistas ordinarios, una vez se hayan constituido las reservas legales y estatutarias; y al reembolso preferencial de su inversión en caso de disolución de la sociedad; pero no podrá participar en las decisiones tomadas por la Asamblea de Accionistas ni tomar decisiones excepto en los siguientes casos:

- Cuando se trate de modificar el régimen dispuesto en los estatutos para dichas acciones. Cualquier modificación debe tener la aprobación del 70% de las acciones con dividendo preferencial.

- Cuando se trate de votar sobre la disolución anticipada, fusión, transformación de la sociedad o el cambio de su objeto social.

- Cuando el dividendo preferencial no haya sido pagado en su totalidad, durante dos ejercicios anuales consecutivos; en este evento los titulares de estas acciones conservan su derecho de voto hasta tanto le sean pagados la totalidad de los dividendos acumulados.

- Cuando la Asamblea disponga el pago de dividendo en acciones liberadas.

- Cuando el órgano estatal que ejerza la inspección y vigilancia de la Sociedad, establezca que sus administradores han ocultado los beneficios que hubieran aumentado las utilidades líquidas susceptibles de distribuirse entre los accionistas.

- Cuando se suspenda o cancele la inscripción de las acciones en la Bolsa de Valores o en el Registro Nacional de Valores; en este caso los titulares de las acciones conservarán el derecho de voto hasta que desaparezca las irregularidades que determinaron dicha cancelación o suspensión.

- En los demás eventos señalados en los estatutos.

- **Acciones Privilegiadas:** Esta clase de acciones otorga a su titular, además de los derechos consagrados para las acciones ordinarias, los siguientes privilegios:

- Un derecho preferencial para su reembolso en caso de liquidación hasta concurrencia de su valor nominal.

- Un derecho a que de las utilidades se les destine, en primer término, una cuota determinable o no. La acumulación no podrá extenderse a un periodo superior a 5 años.
- Cualquier prerrogativa de carácter exclusivamente económico. En ningún caso podrán otorgarse privilegios que consistan en voto múltiple, o que priven de sus derechos de modo permanente a los propietarios de acciones comunes.
- **Acciones Nominativas:** La acción será nominativa cuando se exija, para efectos de transmisión, el endoso y la inscripción en el libro de registro de la sociedad.
- **Acciones Suscritas:** Implican una obligación de realizar efectivamente un aporte al fondo social y tienen la posibilidad de circular.
- **Acciones en Reserva:** Admiten la posibilidad de vincular nuevos accionistas.
- **Acciones Liberadas y No Liberadas:** No existe una obligación legal de pagar inmediatamente el importe de una acción suscrita; se puede cancelar una tercera parte de ella y el remanente cubrirse dentro del año siguiente a la suscripción. Mientras se expiden los títulos definitivos sus beneficiarios reciben certificados provisionales, que se convertirán en acción una vez estén totalmente liberados.
- **Acciones de Capital:** Implican un aporte al fondo social consistente en dinero en efectivo o cualquier otro bien susceptible de ser apreciado en dinero (corporal o incorporal, mueble o inmueble).
- **Acciones de Goce o Industria:** El socio de industria realiza un aporte en la obligación de hacer, generalmente responde a una actividad laboral en beneficio de la sociedad. Se puede pactar que a medida que realice la prestación libere las cuotas de capital o tan pronto la termine de cumplir.

1.7.1.5.3.1.2 Características de la Acción. Las siguientes son las características propias de las acciones:

- La Acción representa un derecho porcentual de participación o corporativo, incorporado al documento circulante, que muestra a su vez el aporte del accionista y no el precio mediante el cual adquirió la acción en el mercado, ni tampoco el valor nominal de este derecho. Del mismo

modo es medida del grado de participación del accionista en el capital social de la sociedad.

- La Acción es indivisible. En virtud de este principio, cuando la acción pertenece a varias personas, estas no pueden ejercer por separado sus derechos; se hace necesario nombrar a un representante que ejercerá los derechos propios de esta calidad.
- La Acción es negociable, su enajenación corresponde a un acto jurídico. A pesar de ser libremente transferible, para que este acto surta efecto frente a terceros deberá inscribirse en el libro de registro de accionistas.
- Aceptando su carácter de título valor, la acción es un título que encuentra su origen en el contrato de sociedad, sin el cual carecerá de sustento.
- La Acción es imprescriptible, por cuanto lleva implícito el goce de una posición jurídica que no puede ser arbitrariamente violada.
- La Acción incorpora derechos patrimoniales, como la participación en los beneficios de la sociedad a través del dividendo.
- El derecho a percibir dividendos no se puede excluir estatutariamente, en tanto que el derecho de suscripción preferencial de acciones a pesar de que tampoco se puede excluir en los estatutos sociales si es renunciable, previo al consentimiento expreso de los accionistas.
- La Acción incorpora, una vez halla verificado el aporte, derechos de intervención en la administración de la sociedad, tales como el derecho de elección, el de inspección y el de impugnación de los acuerdos o actos sociales. Estos derechos son inderogables, sin embargo tienen su excepción en la exclusión del derecho por razones de suspensión o de conflicto de interés.

1.7.1.5.3.1.3 Función económica de la acción. La función económica de la acción tiene profunda relación con la función económica de la sociedad anónima, la cual por su carácter instrumental constituye un medio eficaz para la desconcentración de la riqueza. Las sociedades en sus dos modalidades, abiertas y cerradas, se caracterizan por su vocación para movilizar grandes sumas de capital en los sectores en que ellas participan. La política legislativa nacional, busca estimular la apertura de las sociedades en procura de la democratización de la propiedad

accionaria y la consiguiente desconcentración de la riqueza mediante la dilución del poder accionario en el mayor número posible de accionista.

1.7.1.5.3.1.4 Ventajas que otorga la acción. Al realizar una inversión en acciones, se obtienen las siguientes ventajas:

- Los dividendos recibidos están exentos del impuesto de renta, dado que dicho impuesto ha sido cancelado previamente por la sociedad emisora.
- La inversión en acciones es deducible del patrimonio para el cálculo de la renta presuntiva.
- Las utilidades provenientes de la compra y venta de acciones, es decir, la valorización, no constituyen ganancia ocasional para quienes lo reciben, y además están exentos de impuesto a la renta.

1.7.1.5.4 Bonos y papeles comerciales. Cuando la Empresa necesita endeudarse o sustituir pasivos puede emitir:

- **Bonos ordinarios:** Son títulos que representan una parte de un crédito constituido a su cargo. Le permiten obtener financiación a largo plazo (más de un año).
- **Otros Bonos:** Además de los bonos ordinarios existen en el mercado colombiano, bonos de prenda, bonos de garantía general y específica, bonos pensionales, bonos convertibles en acciones, bonos Fogafin, bonos para la seguridad, bonos de solidaridad 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.
- **Bocas.** Bonos convertibles en acciones: En una 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 total o parcialmente 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.
- **Papeles comerciales:** Son pagares emitidos masiva o serialmente y ofrecidos públicamente que satisfacen sus 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 (monto, plazo, tasa, modalidad de amortización, garantía y momento en que desea obtener los recursos).

1.7.1.5.5 Sociedades y tipo de títulos que pueden emitir. Las diferentes clases de sociedades y los títulos que se pueden emitir se pueden apreciar en el cuadro 1.2:

Tabla 2. Sociedades y tipos que pueden emitir

	Acciones	Bonos	Bocas	Papeles comerciales	Originar 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.supervalores.gov.co. Su gran oportunidad. 2003

1.7.1.5.6 Pasos a seguir para emitir títulos valores. Para emitir títulos valores es necesario llevar a cabo los siguientes pasos:

- Determinar las necesidades de recursos, capitalización y endeudamiento a corto o largo plazo.
- Definir la clase de título y estructurar la emisión, determinando las condiciones básicas tales como – monto, plazo, tasa y amortización.
- Obtener las autorizaciones internas – Junta Directiva o Asamblea de Accionistas de acuerdo con los estatutos de la compañía.
- Obtener las autorizaciones de la entidad que vigila la empresa, si es el caso, se debe tramitar el permiso de la Superintendencia de Valores para la oferta pública e inscripción en el Instituto Nacional de Valores (éstos tramites pueden adelantarse simultáneamente). Si se desea darle una 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 encuentran inscritos.

1.7.1.5.7 Exigencias de la superintendencia de valores para autorizar una oferta. A continuación se muestran los requerimientos que deben tener listos las MIPYME para ejecutar una emisión:

- 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 y 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.

1.7.1.5.8 Otras Opciones de emisión de títulos valores para los inversionistas. Existen otras modalidades de Emisión de Títulos Valores para los inversionistas por medio de la Bolsa de Valores.

1.7.1.5.8.1 Inscripción anticipada. La empresa puede solicitar la autorización de la oferta pública bajo ésta modalidad. Así le permite efectuarla en el momento que considere más conveniente durante los dos años siguientes sin requerir más permisos. Con ésta alternativa, sólo debe pagar el 30% del valor de los derechos de inscripción en el Registro Nacional de Valores.

1.7.1.5.8.2 Segundo mercado. Normalmente, sólo 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 las 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 las pequeñas y medianas empresas (MIPYMES) para emitir títulos valores con el fin de ampliar la oferta de títulos en beneficio del ahorro e inversión a menor costo (Bolsa de Colombia, 1996).

- **Otros documentos de soporte:** dependiendo de las condiciones específicas de la emisión pueden requerirse otros documentos. Sólo se pedirá la información absolutamente indispensable.
- Pago de los derechos de oferta y de inscripción en el Registro Nacional de Valores.

1.7.1.5.9 Requisitos especiales que las empresas inversionistas deben cumplir para emitir títulos valores. El siguiente cuadro No. 1.3, clasifica los requerimientos para las Acciones, Bocas, Bonos y papeles comerciales en general.

Tabla 3. Requisitos especiales que las empresas inversionistas deben cumplir para emitir títulos valores

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

Fuente: www.supervalores.gov.co . Su gran oportunidad. 2003

El Segundo Mercado operará mediante el sistema de remate en pública subasta al mejor postor de las acciones y demás títulos valores que 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 ella, un representante de la empresa interesada en la colocación, 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 un periódico aquella información que pueda interesarle a los inversionistas, varios días antes de la rueda de negociación.

Este esquema le permite a la empresa dirigir la oferta exclusivamente a grandes inversionistas. Por consiguiente, simplifica su trámite de

autorización y el cumplimiento de algunos requisitos, disminuyendo además algunos costos.

Este sistema le brinda a las MIPYME como principales ventajas, una disminución de costos financieros; ampliación del número de acreedores, 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.

1.7.1.5.10 Inversionistas institucionales. Algunas empresas como las que se nombran a continuación, se dedican a invertir. Muchas de esas inversiones son en adquisición de títulos valores dentro del mercado bursátil, para así generar rentabilidad y poder cumplir con su objetivo social.

1.7.1.5.10.1 Sociedades fiduciarias. La fiducia es un mecanismo elástico y flexible, pues realiza todas las finalidades lícitas que las necesidades y la imaginación de los clientes determinen.

Mediante la fiducia, una persona natural o jurídica llamada fideicomiso o constituyente entrega a una sociedad fiduciaria uno o más bienes concretos, despojándose o no de la propiedad de los mismos con el objeto de que dicha fiduciaria cumpla una determinada finalidad, en provecho del mismo fideicomitente o de quien este determine, el cual es llamado beneficiario.

Terminada la fiducia, los bienes son devueltos al fideicomitente o entregados a quien este señale.

La sociedad fiduciaria nunca adquiere la propiedad absoluta de los bienes recibidos a títulos de fiducia.

1.7.1.5.10.2 Operaciones permitidas. Las sociedades fiduciarias pueden llevar a cabo las siguientes funciones:

- Administrar fondos de pensiones de jubilación e invalidez, previa autorización de la Superintendencia Bancaria, la cual se podrá otorgar cuando la sociedad acredite capacidad técnica de acuerdo con la naturaleza del fondo que se pretende administrar.
- Prestar servicios de asesoría financiera.
- Administrar fondos de pensiones, previa autorización de la Superintendencia Bancaria.

- Administrar fondos comunes y fondos especiales de inversión. Emitir bonos por cuenta de un fideicomiso, constituido por un número plural de sociedades.
- Representar a los tenedores de bonos.
- Emitir títulos de deuda, para financiar proyectos inmobiliarios en los que esté prevista una fiducia de garantía.
- Celebrar contratos para la utilización de la red de oficinas, de los establecimientos de crédito, para operaciones de recaudo, pago, enajenación, recepción de toda clase de bienes muebles e inmuebles.
- Tener la calidad de fiduciarios, obrar como fideicomisarios, albaceas, administradores, registradores de acciones y bonos, curadores de herencia, mandatarios, depositarios, curadores de bienes de dementes, menores, sordo mudos, ausentes y personas por nacer, o para ejercer cualesquiera otra funciones fiduciarias.
- Obrar como agente fiscal, o de transferencia de cualquier corporación, y en tal carácter, recibir y entregar dinero, traspasar, registrar y refrendar títulos de acciones, bonos u otras constancias de deudas, y obrar como apoderado o agente oficioso de cualquier persona o corporación nacional o extranjera, para cualesquiera objetos legales.
- Obrar como fideicomisario en virtud de cualquier hipoteca o bonos emitidos por cualquier corporación nacional o extranjera y aceptar y ejecutar cualquier otro fideicomiso no prohibido por la ley.
- Aceptar y ejecutar fideicomisos para administrar bienes por cualquier causa, y servir de agente para el manejo de tales propiedades o para ejecutar cualesquiera negocios en relación con ellas.
- Obrar en los casos procedentes de acuerdo con la ley, por orden de cualquiera autoridad judicial competente de las personas que tengan facultad legal para designarlo con tal objeto, como síndico o fideicomisario, o curador de bienes o como depositario de sumas consignadas en cualquier juzgado, ya en beneficio de tal menor o de otra persona, corporación o entidad, ya en cualquier otro carácter fiduciario.
- Recibir, aceptar y ejecutar todos aquellos encargos legales, deberes y facultades, relativos a la tenencia, manejo y disposición de cualquier propiedad raíz o mueble, donde quiera que esté situada, y las rentas y utilidades de ella o de su venta, en la forma que se le nombre por cualquiera autoridad judicial competente, persona, corporación u otra

autoridad, y será responsable, respecto de todas las partes interesadas, por el fiel cumplimiento de tal encargo o facultad que acepte.

- Recibir, aceptar y ejecutar cualesquiera encargos o facultades que se le confieren o encomienden por cualquier persona o personas, corporación nacional, extranjera u otra autoridad, por concesión, nombramiento, traspaso, legado o de otra manera, o que se haya confiado o traspasado por orden de cualquiera autoridad judicial competente, y recibir, tomar, manejar, conversar y disponer de acuerdo con los términos del poder o fideicomiso, de cualquier propiedad raíz o mueble que pueda ser objeto de tal poder o fideicomiso.

1.7.1.5.10.3 Operaciones prohibidas. La siguiente es la operación que las sociedades fiduciarias no deben ejecutar:

- Los encargos y contratos Fiduciarios que celebren las sociedades fiduciarias no podrán ser ejecutados con obligaciones de resultado, salvo en aquellos casos en que así lo prevea la ley.

1.7.1.5.10.4 Operaciones prohibidas con los recursos del fondo común ordinario. Las instituciones fiduciarias que administren fondos comunes de inversión se abstendrá de realizar las siguientes operaciones:

- Conceder créditos a cualquier título con dineros del fondo.
- En el caso de los fondos comunes ordinarios de inversión dar en prenda, otorgar avale, establecer otro gravamen que comprometa los a vos del fondo. En los demás casos, se requerirá que el fiduciario haya sido expresamente autorizado en el contrato o el reglamento de administración para gravar los bienes que integran el fondo.
- Celebrar con los activos del fondo, operaciones de reporto que representen más del treinta por ciento (30%) del portafolio de inversión. Tales operaciones sólo podrán realizarse hasta límite establecido, cuando tengan por objeto dotar al fondo de liquidez.
- Actuar como contraparte del fondo común de inversión que administra, en desarrollo de los negocios que constituye el giro ordinario de éste.
- Utilizar agentes, mandatarios u otro tipo de intermediarios en la realización de las operaciones propias de la administración de fondos, a menos que ellos resulte indispensable para la realización de la operación propuesta.

- Delegar de cualquier manera las responsabilidades que como administrador del fondo le corresponden.
- En el caso de fondos comunes ordinarios de inversión, obtener créditos a cualquier título para la realización de los negocios del fondo salvo que, tratándose de títulos adquiridos en el mercado primario, ello corresponda a las condiciones de la respectiva emisión. En los demás casos se requerirá que el fiduciario se halle expresamente autorizado para ello en el contrato o en el reglamento de administración.
- Celebrar con los recursos que conforman el fondo común ordinario negocios de administración sobre los mismos con otras entidades autorizadas para el efecto.
- Llevar a cabo prácticas inequitativas o discriminatorias en detrimento de los intereses de los constituyentes y adherentes o de los beneficiarios designados por éstos, sea que las mismas tengan por objeto el beneficio del administrador fiduciario o de terceros.
- Celebrar operaciones de crédito con la misma institución o para provecho de ésta, salvo que en cada caso, y con pleno conocimiento de causa, la Superintendencia Bancaria la autorice previamente en atención a la inexistencia de conflictos de interés actuales o potenciales.
- Utilizar fondos de los fideicomisos por virtud de los cuales hayan recibido recursos que puedan ser destinados al otorgamiento de créditos, para realizar operaciones de cualquier clase en las que resulten o puedan resultar deudores las siguientes personas:
 - ◆ Los directivos o administradores de la sociedad, principales o suplentes, los revisores fiscales principales o suplentes y los socios accionistas de la misma sociedad titulares por si, o por interpuesta persona, de una participación igual o superior al diez por ciento (10%) del capital social.
 - ◆ Los parientes en cuarto grado de consanguinidad o segundo de afinidad, o único civil, o los cónyuges de las personas enumeradas en el inciso anterior.
 - ◆ Los demás fideicomisos que administre.
 - ◆ Las corporaciones, fundaciones y sociedades civiles o comerciales matrices o subordinadas de la respectiva institución fiduciaria.

- Aceptar los contratos fiduciarios de inversión o los derechos en ellos contenidos como garantía de créditos que hayan concedido a los clientes fiduciarios.

- Invertir los recursos del fondo en títulos emitidos, aceptados, avalados o garantizados en cualquier otra forma por la propia institución fiduciaria.

1.7.1.5.10.5 Posibles inversiones. Las sociedades Fiduciarias pueden realizar inversiones, ya sea con recursos propios, con recursos del fideicomiso y con los recursos del fondo común ordinario.

1.7.1.5.10.6 Con recursos propios. Pueden cumplir con los siguientes:

- Invertir previa autorización general del gobierno, en acciones de sociedades anónimas cuyo único objeto sea la prestación de servicios técnicos o administrativos necesarios para el giro ordinario de sus negocios.

- En el capital de sociedades administradora de fondos de pensiones y cesantías.

- Deberán invertir \$50.000 en seguridades de las autorizadas como fondos de ahorros, y colocar los títulos a disposición del superintendente bancario como depósito de garantía del cumplimiento de sus obligaciones para con el público.

1.7.1.5.10.7 Con recursos del fideicomiso. Al igual que con recursos propios pueden:

- En cualquier clase de bien de conformidad con las instrucciones impartidas por el constituyente a través de operaciones de fideicomiso de inversión, de administración con garantía inmobiliaria, testamentaria, para titularización, etc.

1.7.1.5.10.8 Con recursos del fondo común ordinario. Este fondo estará constituido únicamente por los siguientes recursos sobre los cuales el fiduciario ejerza una administración colectiva:

- Por las sumas de dinero aportadas para su conformación por los constituyentes o adherentes al momento de la celebración del contrato respectivo, y las que se entreguen en ejecución del mismo.

- Por los intereses, dividendos, o cualquier otro tipo de ingreso generado por los activos que integran el fondo.
- Por el producto de las operaciones de venta de activos, así como los créditos que puedan obtenerse para la adquisición de títulos en el mercado primario, cuando ellos correspondan a las condiciones de la respectiva emisión.
- Por los recursos cuya permanencia en el fondo común tendrá un carácter eminentemente transitorio con arreglo a la finalidad del respectivo negocio fiduciario.
- En el fondo común ordinario, los recursos deberán destinarse forzosamente a la inversión en títulos de deuda emitidos, aceptados, avalados o garantizados en cualquier otra forma por la Nación, otras entidades de derecho público, el Banco de la República, los establecimientos bancarios, las corporaciones financieras, las corporaciones de ahorro y vivienda, las compañías de financiamiento comercial, las cajas de ahorro y los organismos cooperativos de grado superior de carácter financiero, vigilados por la Superintendencia Bancaria, o en cualquier otro título que autorice expresamente la Superintendencia Bancaria, siempre y cuando las sociedades emisoras, aceptantes o garantes de los títulos de que trata este artículo no sean matrices ni subordinadas de la institución fiduciaria.
- Los recursos del fondo podrán destinarse a la celebración de operaciones activas de reporto, siempre que éstas se realicen sobre los anteriores títulos.
- Invertir no menos del veinticinco por ciento (25%) del activo del fondo común ordinario, en depósitos o títulos de deuda cuyo vencimiento máximo no exceda de 30 días comunes y hayan sido emitidos o garantizados por la Nación, el Banco de la República, la Financiera Energética Nacional (FEN) u otros establecimientos de crédito del país.
- En bonos ordinarios o comunes inscritos en bolsas de valores.
- Dentro de las carteras de inversión del fondo no podrán mantenerse títulos de un mismo emisor, aceptante o garante que representen más del diez por ciento (10%) de portafolio. No obstante, dicha participación podrá ser hasta del veinte por ciento (20%) de portafolio cuando la inversión tenga por objeto títulos de deuda emitidos, aceptados o garantizados por los establecimientos bancarios, las corporaciones financieras, las corporaciones de ahorro y vivienda, las compañías de financiamiento comercial, las cajas de ahorro o los

organismos cooperativos de grado superior de carácter financiero, vigilados por la Superintendencia Bancaria.

- Quedan exceptuados de la limitación porcentual establecida los títulos de deuda pública o emitidos por el Banco de la República.

1.7.1.5.10.9 De qué pueden ser dueños. Las sociedades Fiduciarias pueden ser dueños de bienes raíces con sujeción a las limitaciones impuestas por las leyes y a las siguientes reglas:

- Los necesarios para el acomodo de sus negocios y excepcionalmente, con sujeción, instrucciones que sobre el particular imparta la Superintendencia Bancaria, podrá emplearla para su propio uso obtener una renta.
- Los que sean traspasados en pago de deudas contraídas en el curso de sus negocios, cuando no exista otro procedimiento razonable para su cancelación.
- Los que sean adjudicados en subasta pública por razón de hipotecas constituidas a su favor.
- Podrán recibir bienes muebles en dicción siempre que estos le hayan sido traspasados en pago de deudas previamente contraídas en el curso de sus negocios, cuando no exista otro procedimiento razonable para su cancelación.
- De bienes muebles e inmuebles necesarios para el desarrollo de los negocios propios de su actividad en las condiciones que señale el reglamento.

1.7.1.5.10.10 Posibles inversiones. Las sociedades Fiduciarias pueden invertir en:

- En acciones de sociedades anónimas cuyo único objeto sea la prestación de servicios técnicos o administrativos necesarios para el giro ordinario de sus negocios, previa autorización general del gobierno.
- En acciones de sociedades de transporte de carga, portuarias, operadoras aeroportuarias, terminales de carga, comercializadoras de agenciamiento de carga o de agenciamiento marítimo, siempre que tengan por objeto exclusivo una, cualquiera o varias de las actividades antes señaladas, previa autorización de la Superintendencia Bancaria. Estas inversiones no podrán exceder el cincuenta por ciento (50%) del patrimonio técnico del Almacén general de depósito.

- En títulos de alta liquidez de establecimiento de crédito, para el desarrollo de su objeto social como obligación conexas.
- Inmuebles que sean necesarios para el logro adecuado sus fines. También en muebles para tal fin, en las inversiones que autorice la ley.

1.7.1.5.10.11 Sociedades administradoras de fondos de pensiones y de cesantías. Las inversiones de éstas sociedades representan comúnmente montos muy elevados de dinero, por lo que se consideran de mucha importancia en el mercado de valores. Ahora según la Ley MIPYME estos fondos podrán adquirir títulos de emisión colectiva. Dichos fondos podrán adquirir dichos títulos por grupos organizados de MIPYMES, que a su vez, obtengan el respaldo de emisores debidamente inscritos y registrados, y de conformidad con las disposiciones que regulen dichos fondos.

1.7.1.5.10.12 Operaciones permitidas. Las siguientes son las operaciones que puedan realizar:

- Administración de un fondo de cesantías.
- Administración de fondos de pensiones, de jubilación e invalidez.
- Contratación con entidades de crédito para la utilización de su red, para el recaudo, pago y transferencia de las prestaciones o aportes del fondo de cesantía.
- Apropiación de su propio patrimonio para cubrir las bajas en rentabilidad de los fondos, cuando ella esté por debajo del DTF.

1.7.1.5.10.13 Operaciones prohibidas. No podrán llevar a cabo las siguientes operaciones:

- Invertir en su matriz, los recursos de los fondos.
- Conceder créditos a cualquier título con dineros del fondo.
- Dar en prenda los activos del fondo, otorgar avales o establecer cualquier otro gravamen que comprometa dichos activos, salvo cuando se trate de actos destinados a garantizar créditos obtenidos para la adquisición de los mismos.
- Celebrar con los activos del fondo operaciones de reporto en un porcentaje superior al establecido por la Superintendencia Bancaria. Tales

operaciones sólo podrán realizarse cuando tengan por objeto dotar de liquidez a los fondos.

- Actuar como contraparte del fondo que administran, en desarrollo de los negocios que constituyen el giro ordinario de éstos.
- Utilizar agentes, mandatarios u otro tipo de intermediarios en la realización de las operaciones propias de la administración del fondo, a menos que ello resulte indispensable para la realización de la operación propuesta, con excepción de los comisionistas de bolsa de valores.
- Delegar de cualquier manera las funciones y responsabilidades que como administrador del fondo le corresponde.
- Llevar a cabo prácticas inequitativas o discriminatorias en detrimento de los intereses de los aportantes de los fondos.
- Invertir los recursos del fondo en títulos emitidos, aceptados, avalados o garantizados en cualquier forma por la propia administradora.
- Rechazar los dineros correspondientes al auxilio de cesantía que consignent los empleadores y aportantes independientes.
- Realizar operaciones entre los fondos que administran.
- Actuar como intermediarios en la negociación de valores.

1.7.1.5.10.14 Posibles inversiones. Pueden realizar las siguientes inversiones.

- Previa autorización de la Superintendencia de Valores, podrán invertir un porcentaje de sus recursos en los títulos inscritos en el Registro Nacional de Valores que, en los casos previstos por la ley, emitan los empleadores o las organizaciones en que participen los trabajadores afiliados como cooperativas y fondos de empleados, entre otros.
- En los recursos de los fondos de valores de adecuada rentabilidad, seguridad y liquidez, en las condiciones y con sujeción a los límites que para el efecto establezca el gobierno nacional, para lo cual oirá previamente a una comisión designada por el Consejo Nacional Laboral.
- Invertir, previa autorización general del gobierno, en acciones en sociedades anónimas cuyo único objeto sea la prestación de servicios técnicos o administrativos necesarios para el giro ordinario de sus negocios.

1.7.1.5.10.15 De qué pueden ser dueños. Pueden apropiarse de:

- Productos, mercancías semovientes, acciones de otras corporaciones o bonos de renta (income bonds) u otras seguridades semejantes que hayan sido recibidas por él como garantía de préstamos o para asegurar los que haya hecho previamente de buen fe.
- De bienes raíces con sujeción a las limitaciones impuestas por las leyes, y a las siguientes reglas:
 - Los necesarios para el acomodo de sus negocios; excepcionalmente, con sujeción a las instrucciones que sobre el particular imparta la Superintendencia Bancaria, podrán emplear la parte razonable no necesaria para obtener su propio uso con el fin de obtener una renta.
 - Los que sean traspasados en pago de deudas previamente contraídas en el curso de sus negocios, cuando no exista otro procedimiento razonable para su cancelación.
 - Los que sean adjudicados en subasta pública por razón de hipotecas constituidas a su favor.

1.7.1.5.10.16 Fondos mutuos de inversión. Los Fondos Mutuos de Inversión son una persona jurídica de derecho privado con ánimo de lucro, cuyo objeto es la inversión, en valores determinados por la ley, de dineros provenientes de los aportes periódicos que hacen los trabajadores a él afiliados y de la contribución, también periódica, de la empresa que lo constituye, con previo cumplimiento de los requisitos legales exigidos para su creación.

Gran parte de los recursos de los Fondos Mutuos deben ser orientados hacia el mercado accionario y de capitales, y por ende, propender al desarrollo del país, con la filosofía de promover el ahorro de los trabajadores a mediano y largo plazo, con el fin de asegurarles una reserva económica cuando se desvinculen de las empresas.

Un fondo también podría ser organizado por grupos de empresas que funcionen en una misma región, o por grupo de empresas que se dediquen a una sola actividad.

1.7.1.5.10.16.1 Características. Como características fundamentales de los Fondos Mutuos de Inversión se pueden determinar:

- Son personas jurídicas de derecho privado.

- Su origen es legal.
- Su creación se origina de un acuerdo de voluntades entre la empresa y los trabajadores de las mismas.
- Para su constitución se deben observar ciertos requisitos legales y se debe obtener la aprobación de la Comisión Nacional de Valores.
- Existe una estrecha relación entre la empresa y los trabajadores afiliados al Fondo, pues la gestión realizada a través de la Junta del mismo es paritaria.
- El Fondo persigue el lucro en el desarrollo de sus operaciones, en beneficio exclusivo de sus afiliados. Esta característica los dota de una naturaleza jurídica única y los diferencia de otras entidades que tienen finalidades o formas de operación similares.
- El monto del aporte de la empresa proviene del acuerdo entre esta y los trabajadores afiliados al Fondo.
- Se estimula la estabilidad de los trabajadores en la empresa a través de tres mecanismos:
 - a) Congelación de los aportes durante los tres primeros años;
 - b) Abono progresivo de la contribución de la empresa;
 - c) Distribución del Fondo de perseverancia.
- El régimen de inversionistas está definido por la ley, es de carácter taxativo y es controlador por el Gobierno.
- El riesgo de la inversión es asumido por todos los miembros del Fondo.

1.7.1.5.10.16.2 Objetivos socio-económicos. Se destacan los siguientes objetivos:

- Prestar valiosa colaboración a los planes que en materia de desarrollo tiene programado el país, a través de una legislación razonable que no cambie su filosofía ni su naturaleza, y que además se adecue a sus necesidades actuales.
- Promover y administrar al ahorro colectivo en forma sistemática, para hacerlo más rentable a través de su canalización hacia la inversión, en busca de los mejores rendimientos posibles.

- Dinamizar el proceso ahorro-inversión mediante la vinculación de ahorros a la inversión productiva, ahorros que tradicionalmente se han inclinado más hacia el consumo.
- Aumentar el ingreso real del empleado mediante la contribución obligatoria de la empresa en un 50% del aporte del trabajador y mediante los rendimientos de las inversiones del Fondo.
- Beneficiar económicamente a los trabajadores, no solo con la participación que les corresponde en la contribución correlativa a sus aportes por parte de la empresa y con la obtención de las utilidades de su inversión, sino con la posibilidad que se les brinda de administrar sus ahorros en forma técnica y eficiente.
- Estimular las relaciones entre empresarios y trabajadores para evitar conflictos que afectan la productividad de la empresa.
- Desarrollar el mercado de capitales y evitar su fuga a través de un sistema de inversión coherente que propenda por su incremento real.
- Diversificar la inversión, para evitar la concentración de capital en un solo sector y para proteger los recursos de los riesgos socio – políticos latentes en la economía.
- Liberar al ahorrador del riesgo que implica toda inversión al asumirlo el Fondo, para lograr, de este modo, su distribución de manera que no afecte en forma considerable a un solo inversionista.
- Constituir un estabilizador de las oscilaciones dentro de la Bolsa de Valores, así como brindar a los trabajadores la oportunidad de tener acceso al mercado bursátil.
- Fortalecer el mercado de capitales, fomentar el ahorro y ofrecerle una nueva fuente de financiación y consolidación a la industria, puntos fundamentales de una economía subdesarrollada. Los Fondos Mutuos de Inversión contribuirán a mitigar las grandes tensiones sociales que caracterizan a dichas naciones. Los Fondos Mutuos de Inversión estarían tal vez en condiciones de romper el esquema de un mercado deficiente de capitales a causa de la reducida cuota de ahorro nacional y el bajo nivel de la renta per cápita.

1.7.1.6 Bolsas de valores. La Bolsa de Valores es un mercado en el cual compradores y vendedores de valores concretan negocios a través de sus comisionistas de bolsas. Las Bolsas de Valores son entidades

privadas cuyos accionistas son las firmas comisionistas, pudiendo también serlo asociaciones o corporaciones sin ánimo de lucro.

La ventaja de invertir en las bolsas 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 normas legales y por cuya estricta aplicación velan las bolsas de valores.

Además las negociaciones a través de bolsas conllevan una adecuada formación de precios, dada por la competitividad, eficiencia y los flujos de información oportunos, suficientes y claros entre oferentes y demandantes que participan en este mercado.

Las Bolsas de Valores cuentan con una Cámara de Compensación y Liquidación, la cual se encarga de registrar, liquidar y compensar las operaciones de contado o a plazo efectuadas en las bolsas por comisionistas.

Las funciones de liquidar las operaciones de contado o a plazo, de recibir y entregar los valores y dineros correspondientes a las operaciones realizadas y de adelantar los trámites necesarios para atender el traspaso de los títulos nominativos negociados, son una eficiente herramienta con la cual cuentan las bolsas para el seguro cumplimiento de las operaciones.

1.7.1.6.1 Orígenes de las bolsas de valores. En los siglos XV y XVI con la ampliación del mundo económico, el comercio tuvo fuertes tropiezos ya que eran necesarias grandes sumas de dinero que los comerciantes estaban en la imposibilidad de conseguir, esto originó los primeros mercados en las principales ciudades de Europa. Con el transcurrir del tiempo, las personas que se dedicaban a invertir y a practicar el cambio y el tráfico de productos procedentes de la tierra y la industria se reunían en lugares determinados para comerciar, dando origen a la palabra bolsa en el siglo XVIII en la ciudad de Brujas (Bélgica).

1.7.1.6.2 Funcionamiento de la bolsa de valores. Este funcionamiento se lleva a cabo en dos pasos, la rueda de negociación y el sistema de liquidación y de compensación.

- La rueda de negocios es una reunión que se realiza en la Bolsa de Valores donde se efectúan las transacciones todos los días hábiles y con un horario determinado. Los comisionistas asisten a esta reunión para así

ofrecer los títulos valores que desean negociar, con la presencia del Presidente de la Bolsa. La compra y venta de transacciones se lleva a cabo en forma continua, se registra y luego se efectúan las operaciones pertinentes. Cada firma comisionista tiene su cabina telefónica, lo que facilita y agiliza las operaciones ya que la comunicación es el medio más importante.

- 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 determinan los saldos a cargo o a favor de cada comisionista. Luego sigue el proceso de compensación que es 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.

1.7.1.6.3 Características de las bolsas de valores. Las Bolsas 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 comerciantes.
- Es un mercado de competencia perfecta donde no se encuentran físicamente las mercancías (títulos valores) sobre los cuales se contrata.
- Rapidez y facilidad tanto para comprar como para vender los valores mobiliarios que en ella se negocian.
- Formación objetiva (impersonal) de los precios.
- Las cotizaciones bursátiles reflejan la situación económica y política de un país y repercuten en la economía en general.

1.7.1.6.4 Funciones de la bolsa. Las Bolsas de Valores cumplen con varias funciones:

- Canalizar el ahorro hacia empresas creadoras de riqueza y fuentes de trabajo, somete a las empresas a un juicio de la racionalidad económica permitiendo al ahorro dirigirse a las inversiones más productivas y favoreciendo en ese sentido 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 un equilibrio entre las dos.

- La Bolsa de Valores de transparencia al mercado con información completa.
- En periodos de auge, es decir, cuando la producción industrial está en un buen periodo, la captación de inversiones se eleva y en periodos de crisis éstas bajan la intensidad.

1.7.1.6.5 Importancia de las bolsas en el desarrollo económico del país. La asignación racional de los recursos económicos de una nación constituye un elemento clave para lograr niveles de desarrollo económico más altos. Esto es aún mas acertado cuando se trata de economías con un grupo de desarrollo incipiente en las cuales sus recursos de capital son escasos.

Las Bolsas de Valores conforman 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. Son un canal ágil para la transparencia de los mismos con criterio de racionalidad y eficiencia económica.

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.

Permite que se dé un crecimiento empresarial dinámico y con éste un mayor desarrollo económico.

La ausencia de la Bolsa dificultaría en buena parte la transferencia de los recursos, y con ello el crecimiento empresarial ya que es ésta el sitio de encuentro entre el sector financiero y el sector real de la economía.

1.7.1.6.6 Inicio de las bolsas de valores en Colombia. En Colombia la Bolsa nació con el desarrollo del país durante los años 20. La transformación de una economía basada en mayor parte por la agricultura, el comercio y la creciente industrialización hizo necesaria la acumulación de capitales para crear las empresas pioneras del desarrollo industrial.

En consecuencia se fundó el 28 de noviembre de 1928 la Bolsa de Bogotá S.A., con 24 compañías inscritas y 17 firmas comisionistas miembros de la entidad.

La Bolsa inició operaciones con el público el 1 de abril de 1929. Aunque en ese año no existía legislación especial sobre Bolsas de Valores, los gestores de los estatutos de la Bolsa de Bogotá establecieron que las actividades de la Bolsa serían inspeccionadas por la Superintendencia Bancaria, que los revisó y les impartió su aprobación, antes que fueran legalizados.

Posteriormente, en 1934, se creó la Bolsa de Colombia siendo comisionistas independientes, la idea surgió a raíz de factores positivos que se daban en el momento como fueron el gran impulso que tomaba el país, el alza en las cotizaciones de acciones y bonos, el aumento en el volumen de las operaciones y el incremento en el valor de los puestos en la Bolsa de Bogotá. La principal causa para que se organizara esta nueva Bolsa fue el volumen de transacciones en moneda extranjera que atrajo muchas personas a realizar este negocio, por las remuneraciones que recibían por su servicio.

Se inició la competencia entre las Bolsas con base en menores tarifas de comisionistas por parte de la nueva entidad, las cuales llegaron a ser del 50%, mas la inscripción gratuita de Sociedades Anónimas. A esto se sumó la organización apresurada, sin bases ni normas de la nueva Bolsa y fue así como poco a poco se estaba llegando a la quiebra de las dos entidades que luego de un acuerdo de las directivas de la Bolsa de Bogotá determinó la fusión de ambas sociedades.

Superados los obstáculos iniciales, la Bolsa de Bogotá registró un riguroso crecimiento en el volumen de sus operaciones, contribuyendo en forma definitiva al surtimiento de las Sociedades Anónimas. El aumento de estas últimas conllevó a la ampliación del mercado accionario y de los volúmenes de transacción en la Bolsa de Bogotá, que desembocó en la creación de una nueva Bolsa de Valores, en la ciudad de Medellín el 19 de enero de 1961.

El desarrollo económico que se estaba dando en el Sur-occidente Colombiano dio paso a la creación de un mercado bursátil propio con el fin de canalizar el alto flujo de recursos que se originaba en la región. Fue así como el 20 de enero de 1983 se constituyó la Bolsa de Occidente S.A., la cual desarrolló una labor muy representativa para la economía de la región. Su crecimiento fue mucho mejor de lo proyectado, según los estudios realizados antes de su creación.

Y por iniciativa privada de las tres Bolsas de Valores del país, el 3 de julio de dos mil uno, se realizó la fusión de esas tres instituciones en una y se nació, la BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA.

La Bolsa de Valores de Colombia vista hoy (marzo de 2003) ha hecho un esfuerzo importante por mejorar su infraestructura. Su reto ahora es consolidarse y trabajar en la autorregulación y el desarrollo de su visión común. El cambio es evidente. Mientras en el primer semestre del 2001 las transacciones de renta fija, por ejemplo, ascendían a \$2 billones, tan solo en enero de este año (2003), ya se han registrado negocios por casi \$3 billones. Luego de la fusión de las tres Bolsas: Bogotá, Medellín y Occidente en la BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA, el mercado de capitales del país adquirió una dinámica nunca antes vista. Buena parte de esa transformación se debe al desarrollo de una infraestructura integrada más acorde con las necesidades del mercado, que ofrece un amplio portafolio de productos y mejor calidad de información.

Dentro de los planes para este año 2003, siguen siendo ambiciosos pues tendrán que llevarse a cabo las actividades contempladas en el acuerdo firmado con el Banco Interamericano de Desarrollo, BID, cuyo propósito es promover el desarrollo del mercado de capitales del país. La magnitud de las inversiones para este proyecto, son del orden de los US\$2 millones.

En síntesis, la bolsa no solo deberá consolidar todos los proyectos que ha venido llevando a cabo durante los últimos años sino además tendrá que enfrentarse al reto de cumplir a cabalidad todas sus funciones. En los últimos años, la prioridad fueron los proyectos de infraestructura; pero ahora deberá actuar también en función de los grupos de interés. Es el momento de buscar una visión común que integre sus preocupaciones y expectativas sobre el mercado.

1.7.1.6.6.1 ¿Qué razones motivaron la integración de las bolsas de valores de Bogotá, Medellín y Occidente? El mercado de capitales colombiano se ha caracterizado por su baja liquidez (volúmenes negociados reducidos) y por su escasa profundidad (pocos instrumentos financieros disponibles). A su vez, la gran diversidad de escenarios de negociación hacia aún más costosa la negociación de valores y representaba a futuro la dificultad más importante para desarrollar un mercado de valores con más participantes y mayores posibilidades de negocios.

1.7.1.6.6.2 Qué beneficios traerá la integración para Colombia, el mercado bursátil, los emisores y los inversionistas? Muchos. Al ser un escenario centralizado de negociación de títulos valores, será más fácil para cada agente económico demandar u ofrecer determinado activo financiero. Así, los inversionistas encontrarán más y mejores oportunidades de inversión, los emisores podrán de manera más ágil y económica captar los recursos que necesitan para su actividad y el mercado bursátil tendrá un espacio más propicio para su operación. En

consecuencia, la economía colombiana se beneficia en su conjunto por cuanto se provee un mejor espacio para el flujo de recursos del ahorro hacia la inversión.

1.7.1.6.6.3 ¿Para qué sirve?. La Bolsa de Valores de Colombia tiene entre sus funciones:

- Servir de lugar de negociación de títulos valores a través de las ruedas (reuniones públicas de negociación en Bolsa) establecidas para ello.
- Inscribir títulos o valores para ser negociados en la Bolsa realizando previamente la revisión de los requisitos legales establecidos para tal fin.
- Mantener en funcionamiento un mercado organizado que ofrezca a sus participantes condiciones de seguridad, honorabilidad, corrección, transparencia (información) y formación de precios de acuerdo con la compra y venta de títulos y la reglamentación establecida para tal fin.
- Fomentar las transacciones de títulos valores. - Reglamentar y vigilar las actuaciones de sus miembros y velar por el cumplimiento de las disposiciones legales que permitan el desarrollo favorable del mercado y de las operaciones bursátiles.

1.7.1.7 Compra y venta de títulos valores. A continuación se presenta la forma y los diferentes pasos que se deben tener en cuenta para la transacción eficiente de los títulos valor, ya éstos son de diferente manejo, a comparación de cualquier otro bien comercial.

Cuando se efectúan 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 contado acciones, su registro y liquidación, es decir la determinación de valor en pesos 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 de los 3 días hábiles siguientes al registro de la operación; sin embargo, el cumplimiento podrá anticiparse o postergarse hasta por 3 días hábiles adicionales a la fecha de cumplimiento y liquidación inicial. Para el caso de títulos de renta fija, el plazo para su liquidación no podrá exceder de 5 días hábiles contados a partir del día siguiente del registro de la operación.

Una compra o venta de valores es considerada 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 realizará con posterioridad al día 5 y con un plazo máximo de 270 días hábiles.

Para comprar un título a través de una bolsa de valores se deben llevar a cabo los siguientes pasos:

- El inversionista debe consultar a un comisionista de bolsa miembro de la bolsa donde se va a 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.
- Una vez recibida la asesoría del comisionista de bolsa, el inversionista debe decidir en qué títulos va a invertir acordando con éste el valor de la comisión.
- Realizada la operación de compra de los títulos, el inversionista recibe un comprobante de liquidación o papeleta³ expedida por la respectiva bolsa.
- El comisionista lleva a cabo las órdenes recibidas buscando siempre conseguir el mejor precio y condiciones para su cliente.
- El inversionista debe exigir el número de orden con el cual se registró su operación.
- La bolsa exigirá el cumplimiento de las obligaciones contraídas. La entrega de los respectivos títulos se efectuará de acuerdo con las condiciones de la operación pactada y la liquidación oficial de la bolsa. Si un inversionista decide vender los títulos que tiempo atrás había comprado, debe realizar los siguientes pasos:
 - Le comunica a un comisionista de bolsa su deseo de efectuar la venta de los títulos.
 - El comisionista consulta los precios actuales en bolsa, para informar a su cliente. El comisionista lleva a cabo las órdenes recibidas buscando siempre conseguir el mejor precio y condiciones para el inversionista.
 - El inversionista debe exigir el número de su orden con la cual se registró su operación.

³ La papeleta de bolsa incluye información completa sobre las características de la operación realizada por la inversionista.

- El inversionista debe dar instrucciones a su comisionista sobre el precio al cual deberá ofrecer sus títulos y además acordar con este valor de la comisión.
- El inversionista recibe el comprobante de liquidación en donde se conforma la realización de la operación.
- La entrega de los dineros recibidos por la venta se efectuará de acuerdo con las condiciones de la operación pactada y de la liquidación oficial de la bolsa.

Tanto en la compra como en la venta de títulos, el comisionista de bolsa registra las órdenes diariamente en un sistema electrónico, al cual debe ingresarlas en estricto orden cronológico y bajo el criterio de primero en tiempo, primero en derecho. Dicho sistema asigna una numeración consecutiva, el cual debe ser exigido por el inversionista. Además los comisionistas deben llevar un Registro de Operaciones donde relacionan cada una de las operaciones que han sido ejecutadas.

1.7.1.8 Indicadores bursátiles. Estos índices son los más usados a la hora de realizar una transacción en Bolsa de títulos valor:

- **Precio anterior:** Corresponde al precio al cual se realizó la última transacción del día anterior.
- **Precio máximo:** Corresponde al máximo precio que alcanzó la acción durante la rueda.
- **Precio mínimo:** Corresponde al mínimo precio que alcanzó la acción durante la rueda.
- **Volumen (\$ Miles):** Corresponde al valor total de las operaciones de una acción, negociadas durante una rueda. Está expresada en pesos.
- **Cantidad:** Es el volumen total de acciones negociadas durante una rueda.
- **Relación Q – Tobin (veces):** Este indicador bursátil relaciona el precio de mercado con el valor patrimonial de una acción e indica si la acción esta subvaluada o sobrevaluada con respecto a su valor en libros. Si la Q – Tobin es menor que 1, significa que el precio de mercado de la acción es menor que su valor patrimonial. Si es mayor que 1, quiere decir que el precio de mercado de la acción es mayor que su valor patrimonial.

- **Relación RPG:** Indica el número de años requeridos para recuperar el capital invertido en la compra de una acción, a través de las utilidades generadas por la empresa.
- **Cantidad negociada (millones):** Es el valor nominal en pesos de la totalidad de los títulos que se negocian diariamente en las bolsas de valores del país.
- **Valor transado (millones):** Es el total en pesos que efectivamente se giró por la compra o venta de títulos de renta fija.
- **Tasa:** Es la tasa efectiva anual promedio a la cual se negociaron los diferentes papeles.
- **IBB, IBOMED E IBO (índices de bolsas del país):** Es el indicador bursátil del mercado ordinario de las Bolsas de Bogotá, Medellín y Colombia respectivamente. Refleja las fluctuaciones que por efectos de oferta y demanda o por factores externos del mercado, sufren los precios de las acciones. Es el instrumento más representativo, ágil y oportuno para evaluar la evolución y tendencia del mercado accionario. Cualquier variación de su nivel es el reflejo del comportamiento de este segmento del mercado, explicando con su aumento las tendencias alcistas en los precios de las acciones y, en forma contraria, con su reducción la tendencia hacia la baja de los mismos.
- **Índice vallejo:** Este indicador tiene en cuenta las transacciones en las Bolsas de Bogotá, Medellín y Occidente. Se puede presentar diaria, semanal o mensualmente. Este índice se calcula sobre la muestra de las empresas más representativas en el mercado y de esta forma se puede apreciar las diferentes tendencias del mismo.
- **Índice de bursatilidad accionaria (IBA):** Clasifica una acción como de alta, media, baja o mínima Bursatilidad. Mide la comercialidad de una acción determinada por la frecuencia, número de operación y volúmenes negociados mensualmente en el mercado secundario.
- **Mercado primario:** Se habla de mercado primario para referirse a la colocación de títulos que se emiten o salen por primera vez al mercado. A este ocurren las empresas y los inversionistas, para obtener recursos y para realizar sus inversiones, respectivamente.
- **Mercados secundarios:** Se refiere a la compra y venta de valores ya emitidos y en circulación. Proporciona liquidez a los propietarios de títulos. Se realiza entre inversionistas.

- **Indicador beta:** Es un indicador de riesgo que permite establecer cómo ha sido el comportamiento de la rentabilidad de una acción en relación con el comportamiento de la rentabilidad del mercado accionario. Si el valor de BETA para una acción es igual a 1, significa que los rendimientos de esta varían de manera proporcional a los rendimientos del mercado. Un BETA mayor que 1 significa que el rendimiento de la acción varía de manera más que proporcional al rendimiento del mercado. Un Beta menor que 1 significa que la acción tiene menos riesgo en el mercado.

- **Índice de gini:** Es un índice de concentración de la propiedad accionaria de una empresa. Cuando la propiedad de las empresas esta distribuida igualitariamente entre todos los accionistas, es decir, cuando hay total desconcentración, el resultado de GINE es 0. Cuando la desigualdad o concentración de la propiedad es total el indicador es 1.

- **Precio de mercado:** Es el precio al cual se cotiza una acción en las bolsas de valores. Está determinado por oferta y demanda de dicha acción, así como por el desempeño del emisor.

- **Valor patrimonial de la acción:** Es el resultado de dividir el patrimonio de la empresa, según aparece registrado en el balance general, por el número de acciones en circulación.

- **Capitalización bursátil del mercado:** Es un indicador que resulta de multiplicar el número total de acciones en circulación de las empresas inscritas en bolsa por su último precio de mercado. Se expresa en dólares para efectuar comparaciones con otros países.

- **Volúmenes en términos bursátiles:** Es la sumatoria de las operaciones de compra y venta de las diferentes especies tanto de renta fija como de renta variable, realizados en un periodo de tiempo. Se puede expresar diaria, semanal, mensual o anualmente.

1.7.1.9 Indicadores para el mercado de renta fija. Son variables cuyo objeto es mostrar el valor constante y rentabilidad de los títulos ligados a ellos, éstos son:

- **DTF:** Es un indicador que recoge el promedio semanal de la tasa de captaciones de los certificados de Depósito a Término (CDTs) a 90 días de los bancos, corporaciones, financieras, de ahorro y vivienda y compañías de financiamiento comercial y es calculado por el Banco de la República.

- **UVR.** Unidad de Valor Real Constante. Unidad de cuenta que, a partir del primero de enero del 2000, permite realizar operaciones de

crédito hipotecario en el largo plazo a través de ajustes de su valor de acuerdo con la capacidad adquisitiva de la moneda legal. Su cálculo se hace a través de la inflación acumulada de los últimos tres meses. Por ejemplo, si la inflación del primer mes es 5%, la del segundo es 3% y la del tercero es 1%, la inflación acumulada de los tres meses es igual a la multiplicación de $1.05 \times 1.03 \times 1.01$. Este resultado se mensualiza para sacar la inflación de un mes, y esta es la tasa a la cual crece la UVR entre un día y otro durante el período que se está analizando. Su valor es calculado por el Banco de la República para cada uno de los días del año.

- **TBS:** Es la tasa promedio de captación a través de CDT y CDAT de las entidades financieras, calculada diariamente por la Superintendencia bancaria para diferentes plazos.
- **TCC:** Es la tasa promedio de captación de los certificados de Depósito a Término de las corporaciones financieras y es calculada por el Banco de la República.
- **IRBB, TRB E IBOR:** Son los indicadores de rentabilidad de las bolsas de Bogotá, Medellín y Occidente respectivamente, corresponde al promedio de la rentabilidad de las transacciones en instrumentos de renta fija en el mercado secundario en cada una de las bolsas.

1.7.1.10 Indicadores económicos más utilizados. Se refiere a los índices macroeconómicos más comunes que se deben tener en cuenta en las operaciones bursátiles ya que afectan el valor de los títulos. Son:

- **Tasa de inflación:** Mide el crecimiento del nivel general de precios de la economía. La inflación es calculada mensualmente por el DANE sobre los precios de una canasta básica de bienes y servicios de consumo para las familias de ingresos medios y bajos. Con base en éstas se calcula un índice denominado índice de Precios al Consumidos (IPC). La inflación corresponde a la variación periódica de ese índice.
- **Producto interno bruto (PIB):** Mide la producción total de bienes y servicios de la economía, generado por empresas que actúan dentro del país.
- **Devaluación y reevaluación:** La devaluación se expresa a través de una tasa que indica la pérdida de poder adquisitivo del peso frente a otra moneda de referencia. La Reevaluación es la apreciación del peso frente a otra moneda.

- **Tasa representativa del mercado (TRM):** Es el valor del dólar y lo calcula diariamente el banco de la República, tomando el promedio del precio de las operaciones de compra y venta de los dólares, realizadas por entidades financieras en las principales ciudades del país.

1.7.1.11 Escala de calificación de valores. Es una opinión profesional que produce una agencia calificadora de riesgos, sobre la capacidad de un emisor para pagar el capital y los intereses de sus obligaciones en forma oportuna. Para llegar a esa opinión, las calificadoras desarrollan estudios, análisis y evaluaciones de los emisores.

1.7.1.11.1 Escala de calificación para títulos a largo y corto plazo. Ver cuadro 1.4. y 1.5. siguientes:

Tabla 4. Escala de calificación para títulos valores de largo plazo

A.A.A.	Emisiones con la más alta calidad crediticia. Prácticamente no tienen riesgo	B+	Emisiones situadas por debajo del grado de inversión. Existe el riesgo de que no puedan cumplir sus obligaciones. Los factores de protección financiera fluctúan ampliamente con los ciclos económicos.
AA+ AA AA-	Emisiones con alta calidad crediticia y con fuertes factores de protección. Riesgo modesto.	B B-	
A+ A A-	Emisiones de buena calidad crediticia y con factores de protección adecuados. Sin embargo en períodos de bajas económicas, los riesgos son mayores y más variables.	CCC	
BBB+ BBB BB-	Los factores de protección al riesgo son inferiores al promedio; no obstante, se consideran suficientes para una inversión prudente. Son vulnerables a los ciclos económicos.	DD	Las emisiones de esta categoría se encuentran en incumplimiento de algún pago u obligación.
	Emisiones situadas por debajo del grado de inversión. Pero se estima probable que cumplan sus obligaciones al vencimiento.	EE	Sin suficiente información para calificar.

Fuente: www.drcolombia.com.co. Duff and Phelps de Colombia. 2003

Tabla 5. Escala de calificación para títulos valores de corto plazo

NIVEL	DESCRIPCIÓN
ALTO	La más alta seguridad de pago oportuno. Factores de liquidez y protección muy buenos.
BUENO	Emisores con buena certeza en el pago oportuno. Sin embargo, las necesidades continuas de fondos pueden incrementar los requerimientos totales de financiamiento, Los factores de riesgo son mayores, están sujetos a variaciones.
SATISFACTORIO	Es de esperar que se dé el pago oportuno. La liquidez es satisfactoria y otros factores de protección hacen que la emisión sea calificada como inversión aceptable. Los factores de riesgo son mayores, están sujetos a variaciones.
NO ALCALZA A CALIFICAR PARA INVERSION	Emisiones con característica de emisiones especulativa. La liquidez no es suficiente para garantizar el servicio de la deuda. Los factores de operación están sujetos a un alto grado de variación.
INCUMPLIMIENTO	Las emisiones se encuentran en incumplimiento de algún pago u obligación.
SIN INFORMACION	Sin suficiente información para calificar.

Fuente: www.drcolombia.com.co. Duff and Phelps de Colombia. 2003

1.7.2 Matriz para la formulación de estrategia⁴. La matriz TOWS. Para el desarrollo y la aplicación de detecciones de las relaciones entre las variables más importantes para la formulación de estrategias, aparece la Matriz Tows desarrollada por el Boston Consulting Group. Esta técnica sirve para analizar la situación competitiva de una organización, e incluso de una nación.

La matriz TOWN es un marco conceptual para un análisis sistemático que facilita el apareamiento entre las amenazas y oportunidades externas con las debilidades y fortalezas internas de la organización.

La identificación de las fortalezas y debilidades de las compañías, así como de las oportunidades y amenazas presentes en las condiciones externas, se considera como una actividad común de las empresas. Lo que suele ignorarse es que la combinación de estos factores puede requerir de distintas decisiones estratégicas. La Matriz Town surgió justamente en respuesta a la necesidad de sistematizar esas decisiones; T significa "amenazas" (threats), O "oportunidades", W "debilidades" (weaknesses) y S "fortalezas" (strengths). A esa matriz también se le conoce en español como la MATRIZ FODA, acrónimo formado con las iniciales de: fortalezas, oportunidades, debilidades y amenazas. Es muy conocida en nuestro medio, con el nombre de matriz DOFA. El punto de partida del modelo son las amenazas dado que en muchos casos las compañías proceden a la planeación estratégica como resultado de la percepción de crisis, problemas o amenazas.

Figura 2. Matriz TOWS (DOFA) para la formulación de estrategias.

Factores Internos	Fortalezas internas (S): por ejemplo, cualidades administrativas, operativas, financieras, de comercialización, investigación y desarrollo, ingeniería.	Debilidades internas (W): por ejemplo, debilidades en las áreas incluidas en el cuadro de "fortalezas".
Factores externos		
Oportunidades externas (O) (considérense también los riesgos): por ejemplo, condiciones económicas presentes y futuras, cambios políticos y sociales, nuevos productos, servicios y tecnología.	Estrategia SO: Maxi-maxi Potencialmente la estrategia más exitosa, que se sirve de las fortalezas de la organización para aprovechar las oportunidades.	Estrategia WO: Mini-maxi Por ejemplo, estrategia de desarrollo para superar debilidades a fin de aprovechar oportunidades.
Amenazas externas (T): por ejemplo, escasez de energéticos, competencia y áreas similares a las del cuadro superior de "oportunidades".	Estrategia ST: Maxi-mini Por ejemplo, uso de fortalezas para enfrentar o evitar amenazas.	Estrategias WT: Mini-mini Por ejemplo, atrincheramiento, liquidación o sociedad en participación.

⁴ KOONTZ Harold- WEHRICH Heinz. Administración, una perspectiva global. 11ª edición. McGraw Hill. México . 2001. p. 172 y 173

1. La estrategia WT (en el extremo inferior derecho de la figura) persigue la reducción al mínimo tanto de debilidades como de amenazas y puede llamarse estrategia "mini-mini". Puede implicar para la compañía la formación de una sociedad en participación, el atrincheramiento o incluso la liquidación, por ejemplo.
2. La estrategia WO pretende la reducción al mínimo de las debilidades y la optimización de las oportunidades. De este modo, una empresa con ciertas debilidades en algunas áreas puede desarrollar tales áreas, o bien adquirir las aptitudes necesarias (como tecnología o personas con las habilidades indispensables) en el exterior, a fin de aprovechar las oportunidades que las condiciones externas le ofrecen.
3. La estrategia ST se basa en las fortalezas de la organización para enfrentar amenazas en su entorno. El propósito es optimizar las primeras y reducir al mínimo las segundas. Así, una compañía puede servirse de sus virtudes tecnológicas, financieras, administrativas o de comercialización para vencer las amenazas de la introducción de un nuevo producto por parte de un competidor.
4. la situación más deseable es aquella en la que una compañía puede hacer uso de sus fortalezas para aprovechar oportunidades (estrategias SO). Ciertamente, las empresas deberían proponerse pasar de las demás ubicaciones de la matriz a ésta. Si resienten debilidades, se empeñarán en vencerlas para convertirlas en fortalezas. Si enfrentan amenazas, las sortearán para concentrarse en las oportunidades.

1.8 MARCO TEÓRICO

Toma como base al Economista James Tobin, como principio de la inversión en Títulos Valor y su comportamiento en el mercado:

1.8.1. Teoría Q de la inversión. La inversión en activos financieros esta determinado por la teoría del economista estadounidense James Tobin, la cual es una estimación del valor que concede el mercado de valores a los activos e una empresa en relación con el costo de producirlos.

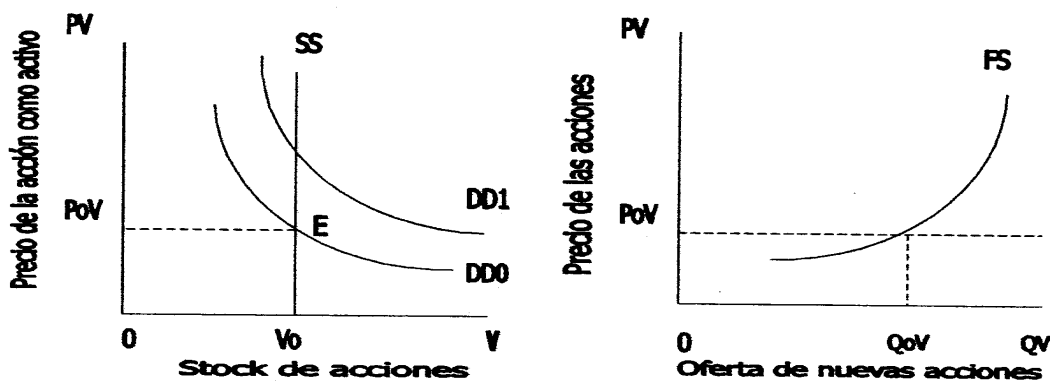
Cuando el cociente es alto, las empresas quieren producir más activos, por lo que la inversión es rápida.

Del mismo modo, P_v que es el valor de las acciones de las empresas en el mercado, puede concebirse como el precio de un bien existente en relación con el costo de producir un bien nuevo.

Cundo éste cociente es alto se produce una enorme cantidad de bienes.

En la figura 1.3, de la página siguiente, muestra el comportamiento del precio de las acciones con respecto al stock de acciones y oferta de nuevas acciones.

Gráfica de la teoría Q de la Inversión



Fuente: Dornbusch, Rudiger - Fischer, Stanley. Macroeconomía, 1994.

Figura 3. Gráfica de la teoría Q de la inversión

La curva FS representa la oferta de acciones de una nueva emisión en función de su precio. Esta curva muestra la cantidad de acciones que los empresarios desean vender. La posición de la curva FS depende de los costos de los factores de producción utilizados por el sector empresarial y de los factores tecnológicos que afecten el costo de producto terminado.

La curva FS se denomina a veces curva de oferta flujo, ya que representa el flujo de activos financieros de una nueva emisión que entre en el mercado en un determinado periodo. En cambio, la curva de oferta stock, SS, representa la cantidad total de activos financieros que hay en el mercado en un momento determinado de tiempo.

Dado el precio de los activos financieros fijados en el mercado, P_{oV} , los empresarios ofrecen la cantidad Q_{oV} a ese precio. Cuanto más alto es éste, mayor es la oferta de nuevas acciones. Por lo tanto, la oferta de nuevas acciones no es nada más que la inversión bruta en acciones, es decir, los aumentos totales de activos financieros.

Cualquier factor que afecte la demanda del stock de activos financieros, afecta a su precio como activo, PV, y por lo tanto a la tasa de inversión

en acciones. Así mismos, cualquier factor que desplace la curva de oferta-flujo FS, afecta la tasa de inversión.

Si hacemos la suposición que suba la tasa de interés, desciende la demanda de acciones y baja su precio, lo cual provoca a su vez, un descenso de la tasa de emisión de nuevas acciones.

Como el stock de acciones existente es tan grande en relación con la tasa de emisión, se puede prescindir de la influencia de la oferta actual de acciones de nuevas emisiones en el precio de la acción a corto plazo. Sin embargo, conforme va pasando el tiempo y nuevas emisiones aumentan el stock de acciones se desplaza la curva hacia la derecha (Tobin, 1970).

Cuando el precio de las acciones es alto, una empresa puede conseguir una gran cantidad de dinero, vendiendo relativamente pocas acciones. Cuando es bajo, tiene que vender más acciones para conseguir una determinada cantidad de dinero. Los propietarios de la empresa, los accionistas existentes, estarán más dispuestos a que se vendan acciones para conseguir más dinero si tienen que vender pocas acciones para ello, es decir, si el precio es alto. Se espera que las empresas esté mas dispuestas a vender acciones para financiar cuando la bolsa de valores está en alza que cuando esta en baja.

Para estimar el costo de alquiler del capital, los economistas suponen a veces que el proyecto de inversión se financiará por medio de créditos y de acciones. El costo del capital en acciones suele medirse por medio del cociente de los dividendos de la empresa y el precio de sus acciones. En ese caso, es evidente que cuando más alto sea el precio de la acción, menor será el costo de capital en acciones de capital.

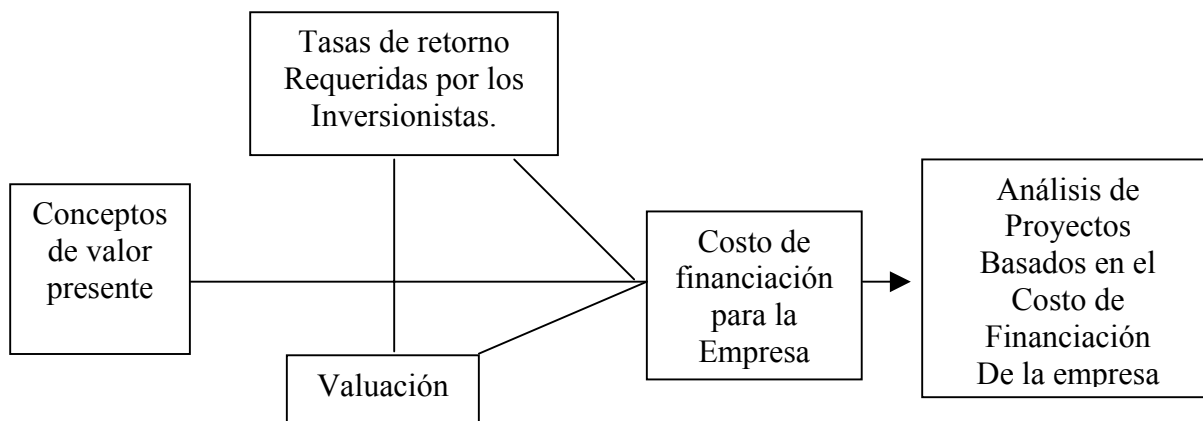
1.8.2 Aspectos generales de la teoría de la valuación de las acciones. La valuación es el núcleo mismo de las finanzas y ayuda a diferenciarlas de otras disciplinas. Los factores que determinan la valuación de un activo financiero son variados. Es muy importante tener en cuenta ante todo, el valor del dinero en el tiempo. Para nuestro caso (financiación a través de emisión de acciones), la valuación de las acciones se basa en la determinación del valor presente de los beneficios futuros de la propiedad del patrimonio.

¿Cómo establecen los inversionistas las tasas de retorno que exigen a su "inversión"?

Cuando se sabe cuántos accionistas potenciales están interesados en nuestra emisión de acciones y cual es la tasa de retorno requerida, entonces se observa qué debe pagarles el emisor para atraerlos.. El costo

de la financiación corporativa (capital)⁵, se utiliza posteriormente para analizar si un proyecto es aceptable para invertir en él o no.

Figura 4. Proceso para el análisis de proyectos



La valuación de un activo financiero se basa en determinar el valor presente de flujos de caja futuros. Por consiguiente, se necesita conocer el valor de los flujos de caja futuros y la tasa de descuento que se ha de aplicar a ellos para determinar el valor corriente.

La tasa de retorno requerida determinada por el mercado, que es la tasa de descuento, depende del nivel de riesgo que se percibe en el mercado, asociado al título valor en sí mismo. También es importante la idea de que las tasas de retorno requeridas están determinadas competitivamente entre las muchas compañías que buscan capital financiero. Para el caso de una compañía de reconocido nombre en el mercado, Bavaria, o Avianca por ejemplo, debido a su bajo nivel de riesgo financiero, retornos relativamente altos, y fuerte posición en el mercado, aumenten su deuda de capital a un costo significativamente más bajo del que pueden conseguir algunas PYMES, con problemas financieros. Esto implica que los inversionistas están dispuestos a aceptar bajo retorno ante un bajo riesgo, y viceversa. El mercado distribuye el capital entre las compañías con base en el riesgo, la eficiencia y los retornos esperados, que se basan en alto grado de desempeño pasado.

1.8.2.1 Evaluación de acciones comunes. El propietario de una acción común puede interpretar su valor como el valor presente de un flujo esperado de dividendos futuros. Aunque a corto plazo los accionistas pueden ser influenciados por un cambio en las ganancias u otras variables, el valor definitivo de cualquier posesión reside en la distribución de las

⁵ Block Hirt. Fundamentos de Gerencia Financiera. McGraw Hill. Bogotá. 2001. p269

utilidades en la forma de pago de dividendos. Aunque el accionista puede beneficiarse de la retención y reinversión de las utilidades por parte de la corporación, en algún punto las utilidades tienen que convertirse en flujo de efectivo para ese accionista. Un modelo de valuación de acciones basado en dividendos que se esperan en el futuro, denominado **modelo de valuación de dividendos**⁴ puede enunciarse como:

$$P_0 = \frac{D_1}{(1 + K_e)^1} + \frac{D_2}{(1 + K_e)^2} + \dots + \frac{D_{\infty}}{(1 + K_e)^{\infty}}$$

En donde:

P_0 = Precio de la acción hoy

D = Dividendo para cada año

K_e = La tasa de retorno requerida para las acciones comunes (tasa de descuento).

Esta fórmula, modificada, se aplica generalmente en tres circunstancias diferentes:

1. Crecimiento nulo de los dividendos.
2. Crecimiento constante de los dividendos.
3. Crecimiento variable de los dividendos.

1.8.2.1.1 Crecimiento nulo de los dividendos. Bajo la circunstancia de crecimiento nulo, las acciones comunes son muy similares a las acciones preferentes. Las acciones comunes pagan un dividendo constante cada año.

$$P_0 = \frac{D_0}{K_e}$$

P_0 = Precio de las acciones comunes hoy.

D_0 = Dividendo anual corriente de las acciones comunes (un valor constante)

K_e = Tasa de retorno requerida para acciones comunes.

⁴ Ibid., p 282

1.8.2.1.2 Crecimiento constante de los dividendos. Una empresa que aumenta los dividendos a una tasa constante es una situación más probable. Quizá una empresa decide aumentar sus dividendos en 5 % o 7 % por año.

El método de valuación general es:

$$P_0 = \frac{D_1 (1+g)^1}{(1+K_e)^1} + \frac{D_2 (1+g)^2}{(1+K_e)^2} + \dots + \frac{D_{\infty} (1+g)^{\infty}}{(1+K_e)^{\infty}}$$

En donde,

P_0 = precio de las acciones comunes hoy

$D_0 (1+g)^1$ = dividendo en el año 1, D1

$D_0 (1+g)^2$ = dividendo en el año 2, D2, y así sucesivamente

g = tasa de crecimiento constante de los dividendos

K_e = tasa de retorno requerida para acciones Comunes (tasa de descuento)

Como se observa en la fórmula P_0 , el precio corriente de las acciones es el valor presente del flujo futuro de dividendos que crece a una tasa constante. Si se puede anticipar el patrón de crecimiento de futuros dividendos y determinar la tasa de descuento, se puede calcular con la siguiente información, a manera de ejemplo:

D_0 = dividendo de los últimos 12 meses (suponemos \$1500)

D_1 = primer año, \$2000 (tasa de crecimiento, 7 %)

D_2 = segundo año, \$2200 (tasa de crecimiento, 7 %)

D_3 = tercer año, \$ 2500 (tasa de crecimiento, 7 %) etc.

K_e = tasa de retorno requerida (tasa de descuento), 12 %

Entonces,

$$P_0 = \frac{\$2000}{(1.12)^1} + \frac{\$2200}{(1.12)^2} + \frac{\$2500}{(1.12)^3} + \dots + \frac{\text{Dividendo infinito}}{(1.12)^{\infty}}$$

Para hallar el valor de las acciones, se toma el valor presente del dividendo de cada año. No es una tarea fácil cuando la fórmula pide tomar el valor presente de un flujo infinito de dividendos crecientes. Por fortuna, la fórmula de P_0 , se puede resumir en una forma mucho más útil si se cumplen dos condiciones:

1. La firma tiene una tasa de crecimiento constante de los dividendos (g)
2. La tasa de descuento (K_e) excede la tasa de crecimiento (g)

Estos supuestos permiten resumir la fórmula a la forma práctica de cálculo siguiente, y que se constituye en la ecuación básica para hallar el valor de las acciones comunes, la cual se conoce como el MODELO DE VALUACIÓN de crecimiento constante de los dividendos.

$$P_0 = \frac{D_1}{K_e - g}$$

Esta fórmula es mucho más fácil de usar, si la comparamos con P_0 , en donde:

P_0 = precio de las acciones hoy

D_1 = Dividendo al final del primer año

K_e = tasa de retorno requerida (tasa de descuento)

g = tasa de crecimiento constante de los dividendos

Con base en los datos utilizados arriba mencionados, tenemos:

$$D_1 = \$2000$$

$$K_e = .12$$

$$g = .07$$

Y entonces P_0 , se calcula como:

$$P_0 = \frac{D_1}{K_e - g} = \frac{\$ 2.000}{.12 - .07} = \$ 40.000$$

Por tanto, dado que la acción tiene \$2.000 de dividendo al final del primer año, una tasa de descuento de 12 % y una tasa de crecimiento constante de 7 %, el precio corriente de la acción es de \$ 40.000.

Al analizar más de cerca la fórmula anterior (Po "resumida") y los factores que influyen en la valuación, por ejemplo, ¿ cuál es el efecto anticipado sobre la valuación si Ke (la tasa de retorno requerida, o tasa de descuento) aumenta como un resultado de inflación o aumento del riesgo ? Por intuición, se esperaría que el precio de la acción descendería si los inversionistas exigieran un retorno más alto y los dividendos y la tasa de crecimiento se mantuvieran iguales. Eso es precisamente lo que sucede.

Si D1 se mantiene en \$2000 y la tasa de crecimiento (g) es 7 %, pero Ke aumenta de 12 % a 14 %, el nuevo precio de la acción sería ahora de \$ 28.571,43

$$P_o = \frac{D_1}{K_e - g} = \frac{\$ 2.000}{.14 - .07} = \$ 28.571.43$$

De modo similar, si la tasa de crecimiento (g) aumenta mientras D1 y Ke permanecen constantes, se puede esperar que el precio de la acción aumente. Suponiendo que D1 \$2000, Ke queda en su nivel anterior de 12 %, y g aumenta de 7 % a 9 %, el precio de la acción sería en esta ocasión de \$ 66.666.67

$$P_o = \frac{D_1}{K_e - g} = \frac{\$ 2.000}{.12 - .09} = \$ 66.666.67$$

Por supuesto, que no nos debe de sorprender que una tasa de crecimiento que se incrementa, induce el mayor precio de la acción.

1.8.2.1.3 Valuación de las acciones con base en el valor futuro de la acción. Según hemos visto en los puntos anteriores, la valuación de una acción se ha relacionado con el concepto del valor presente de futuros dividendos. Éste es un concepto válido pero supóngase que se desea abordar el tema desde el punto de vista ligeramente diferente. Supóngase que se va a comprar una acción para mantenerla durante tres años y después venderla. Se desea saber el valor presente de esa inversión. En cierto modo, esto equivale al análisis de valuación del bono. Se recibirá un

dividendo durante tres años (P3). ¿Cuál es el valor presente de los beneficios? Lo que se hace es agregar el valor presente de tres años de dividendos y el valor presente del precio de las acciones después de tres años.

Haciendo un análisis del crecimiento constante del dividendo, el precio de la acción después de tres años es simplemente el valor presente de todos los dividendos futuros después del tercer año (del cuarto año en adelante. Por consiguiente, en este caso el precio corriente no es otro que el valor presente de los tres primeros dividendos más el valor presente de todos los dividendos futuros (que es equivalente al precio de la acción después del tercer año).

1.8.3 Otras teorías generales sobre costo de emisión y el costo de capital. La estructura óptima de capital. El fundamento de las teorías del costo del capital fue desarrollado en primera instancia por los profesores Modigliani y Miller a finales de 1950 y mediados de la de 1960⁵. En realidad ellos pasaron por un proceso evolutivo en donde propusieron muchas teorías y conclusiones diferentes acerca del costo de capital.

Sin embargo, y teniendo en cuenta que para el propósito de nuestra investigación, no es necesario profundizar en estas teorías, hay otra teoría referente al tema, y es el trabajo de David Durand, realizado a comienzos de la década de 1950, y quien fue el primero que trató de describir el efecto del apalancamiento financiero sobre el costo del capital y la valuación. El profesor Durand describió tres teorías diferentes de costo de capital: método del ingreso neto (IN), el del ingreso neto operacional (INO) y el tradicional⁶

Durante las dos últimas décadas, el rápido crecimiento de las empresas ha desafiado el ingenio de los gerentes financieros para lograr una financiación adecuada. La rápida expansión de las ventas puede generar una intensa presión sobre el inventario y las cuentas por cobrar, extrayendo los recursos de efectivo de la empresa y ocasionando una expansión del activo corriente. Algunos de los activos corrientes que aumentan se pueden financiar a través de las utilidades retenidas. Para nuestra investigación, una gran parte de las MIPYMES, se financian solo a través de la reinversión de las utilidades, pues el costo del dinero en el mercado no permite el fondearse por ese medio. En la mayoría de los casos, los fondos internos no permitirán contar con toda la financiación

⁵Franco Modigliani y Merton H. Miller, "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment", American Economic Review, Jun 1958, y Taxes and the Cost of Capital: A Correction", American Economic Review, June pp. 433-443

⁶ Véase David Durant, "Costs of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement", New York, 1952

necesaria y se tendrá que conseguir fuentes externas de fondos o recurrir a la Emisión de Acciones.

Para tomar la decisión de cómo financiarse, y sobre todo, como optimizar la mezcla entre pasivos internos (vía emisión de acciones) y pasivos externos (financieros, comerciales, etc.), representa para la gerencia, el definir cual será su ideal ESTRUCTURA FINANCIERA. Esta define la proporción entre pasivos y patrimonio. Pero esta decisión es trascendental para la vida de la empresa por el efecto directo que tiene sobre dos aspectos igualmente importantes: Las Utilidades y el COSTO DE CAPITAL. Afecta las utilidades porque mientras mayor sea la proporción de deuda con respecto al patrimonio, mayor será también la cantidad de intereses que deben pagarse y por lo tanto habrá una mayor presión sobre la utilidad operativa o Utilidad Antes de Intereses e Impuestos (UAI), en la medida en que deberá generarse un volumen mayor de estas utilidades.

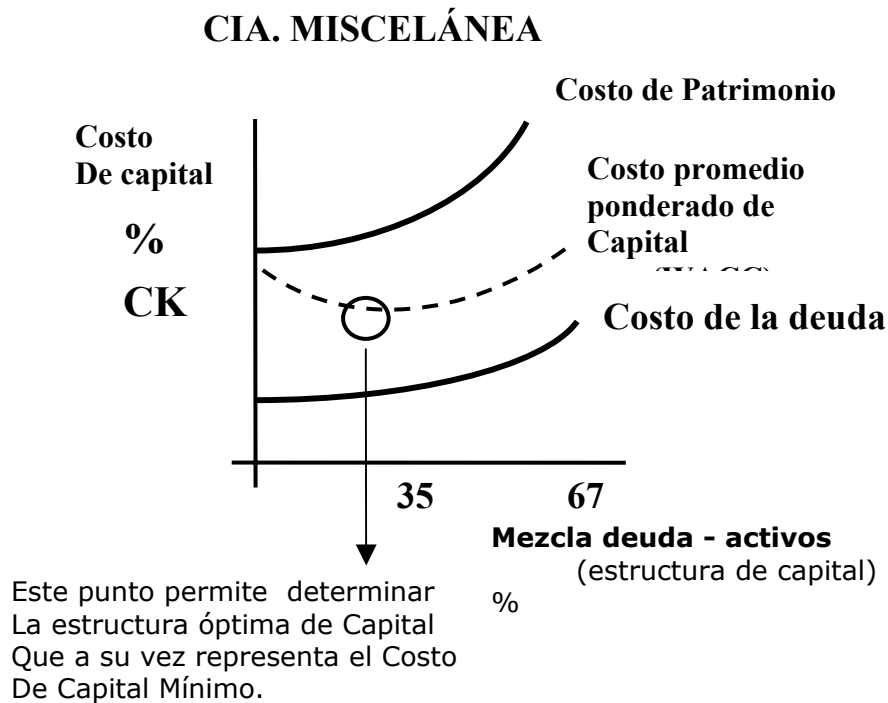
Por otra parte, la Estructura Financiera de la empresa afecta su COSTO DE CAPITAL⁷ (CK), elemento conceptual de gran importancia en la toma de decisiones financieras, que se define como el costo promedio ponderado de las diferentes fuentes que la empresa utiliza para financiar sus activos.

¿Cuándo debemos entonces financiar las necesidades de consecución de fondos con EMISIÓN DE ACCIONES y a qué costo?. ¿Tendrá acaso algún costo el patrimonio de los socios?. ¿Costará lo mismo la consecución de fondos a corto y a largo plazo?. ¿Cuál es el riesgo asociado a cualquiera de esas alternativas?. ¿Qué implicaciones tributarias conlleva el costo asociado a la consecución de fondos?

Para visualizar mejor y buscando que la investigación sirva para comprender los COSTOS y los RIESGOS que conllevan aplicar estas teorías y conceptos, presento un ejemplo sencillo, donde el lector podrá encontrar respuestas a los interrogantes presentados aquí... **Véase el numeral 5.4.5...**

⁷ García S. Oscar León. Administración Financiera, Fundamentos y Aplicación. Tercera edición, Prensas Moderna, Cali. 1999. pp.37-38-39

Figura 5. Curva del costo de capital



Fuente: CRUZ M. Juan Sergio. Lógicas y Dialécticas en las Decisiones de inversión. 3R Editores. Bogotá. 2001. p 306

1.9 MARCO JURÍDICO

Para el caso de nuestra investigación, cuyo objetivo es mostrar la viabilidad financiera para las MIPYMES, de capitalizarse a través de la emisión de ACCIONES (títulos valores) y su aceptación en el mercado de capitales canalizado en el Mercado Balcón, esos títulos valores deben de cumplir con la normatividad jurídica contenida en el código de comercio, en leyes y decretos reguladores de las actividades en general de las MIPYMES. Hay que tener en cuenta que unas sociedades de acuerdo a las partes o cuotas de interés social (llamadas de personas), como en el caso de las Sociedades Limitadas, las Sociedades Colectivas y las Sociedades en Comandita Simple, incluso las Sociedades Unipersonales, que se asimilan a las limitadas, tienen su capital representado de acuerdo a su aporte dentro del capital aportado en la sociedad, y las sociedades en donde el aporte de los socios está representado en títulos valores como las ACCIONES (llamadas de capital), como en el caso de las Sociedades Anónimas y las Sociedades en Comandita por Acciones, deben de cumplir con toda una serie de normas jurídicas, de tal manera, que garanticen los derechos y obligaciones de aquellas personas naturales o jurídicas que

previamente han adquirido esos derechos y obligaciones, al participar en dichas sociedades.⁸

Las personas interesadas en conocer más a fondo las normas jurídicas que rigen la emisión, suscripción, venta, recompra, derechos y obligaciones en general de estos títulos valores, lo mismo que la reglamentación completa pueden referirse a:

1.9.1 Código de comercio. Debido a que las normas jurídicas contenidas en el Código de Comercio, son de tipo taxativo, las personas interesadas en dichas normas, se pueden referir a:

- 1- Libro Segundo. De Las Sociedades Comerciales
- 2- Libro Tercero. De Los Bienes Mercantiles. Títulos: I, III. Capítulos: I, II, III y IV.

1.9.2 Decreto 400 de mayo 22 de 1995. Este decreto emanado de la Superintendencia de Valores, adscrita al Ministerio de Hacienda y Crédito Público, contiene en el Título Cuarto todo lo referente al tema del Segundo Mercado. El lector interesado en leer todo el documento, se puede documentar en ese decreto.

1.9.3 Decreto 1200 de diciembre 21 de 1995. Este decreto es igualmente emanado de la Superintendencia de Valores, y esta adscrita al Ministerio de Hacienda y Crédito Público. Las normas contenida en este decreto, hacen referencia en su Parte Tercera a las entidades que participan dentro del Mercado Público de Valores en su Título Primero, Bolsa de Valores, y en su capítulo primero Inscripciones de acciones en Bolsa, y en su capítulo segundo, tarifas y comisiones.

1.9.4 Ley 590 de 2000. Con la creación de esta Ley, se crea por primera vez, una verdadera política de estado para las MIPYMES rurales y urbanas, reconociéndoles su importancia como componente fundamental del tejido empresarial e industrial del país y su impacto social y político para la nación. Lo anterior nos indica que una ley orientada a generar las mejores condiciones para su creación y operación no es una iniciativa de interés marginal o favorable solo a unos pocos, por el contrario, se trata de una estrategia muy acorde con el propósito constitucional según el cual el estado "estimulará el desarrollo empresarial"

La normatividad de La Ley 590 de 2000⁹, contiene básicamente lo siguiente:

⁸ Decreto 837 de Mayo de 1971 y reformado con la Ley 222 de 1995

⁹ La Ley 590 de Julio 10 de 2000, es llamada LEY MIPYME

- Crea importantes espacios de concertación:
 - Consejo Superior de la Microempresa
 - Consejo Superior de la Pequeña y la Mediana empresa.

- REGISTRO ÚNICO DE LAS MIPYMES. Con el propósito de reducir los trámites ante el Estado, el Registro Mercantil y el Registro Único de Proponentes se integrarán en el Registro Único Empresarial, a cargo de las Cámaras de Comercio, el cual tendrá validez general para todos los trámites, gestiones y obligaciones, sin perjuicio de lo previsto en las disposiciones especiales sobre materias tributarias, arancelarias y sanitarias.

- Crea el Fondo FOMIPYME, un importante instrumento de cofinanciación del desarrollo de la micro, pequeña y mediana empresa en el país.

- Establece incentivos fiscales para la creación de Mipymes, al facultar a los entes territoriales para establecer regímenes impositivos especiales (períodos de exclusión, tarifas inferiores, etc.).

- Establece incentivos parafiscales para la creación de Mipymes. Reduce los aportes (SENA, ICBF y Cajas de Compensación) durante los tres primeros años de operación de estas empresas.

- La Ley Mipyme crea el ámbito para que las entidades financieras y las ONG's especializadas en crédito microempresarial dirijan sus recursos a este segmento.

- La Superbancaría a través de las Circulares Externas No. 50/2001 y 11/2002 establece la modalidad de microcrédito.

- AGRUPACIONES EMPRESARIALES. El Gobierno Nacional propugnará el establecimiento de parques industriales, tecnológicos, centros de investigación, incubadoras de empresas, centros de desarrollo productivo, centros de investigación, centros de desarrollo tecnológico y bancos de maquinaria, para el fomento de las MIPYMES.

- DEMOCRATIZACION ACCIONARIA.- El Gobierno Nacional estimulará la capitalización de las MIPYMES, propiciando la democratización accionaria.

- Crea la adquisición de títulos de emisión colectiva por parte de los Fondos de Pensiones.

- El gobierno nacional establece líneas de crédito para la CAPITALIZACIÓN empresarial, sin perjuicio de las ya existentes.

- Establece que el Fondo Nacional de Garantías (FNG) puede otorgar condiciones especiales de garantía a empresas especialmente generadoras de empleo hasta por un 80 % del crédito requerido.
- Crea el Fondo de Inversiones de Capital de Riesgo de Micro, Pequeñas y Medianas Empresas Rurales, EMPRENDER. El Sistema Ambiental SINA, facilitará el acceso de Mipymes.

2. EXPERIENCIA DE SEGUNDOS MERCADOS EN EL MUNDO

El 57% de las bolsas en el mundo cuentan con Segundos Mercados, y el 48% poseen incluso dos modalidades distintas de mercado especiales, que se diferencian por el mayor o menor nivel de exigencia¹⁰.

2.1 FRANCIA

Hasta 1983 existía en las bolsas francesas un mercado de la negociación de títulos valores para sociedades aún no admitidas en la rueda oficial denominado "Hors Cote". En 1977 se creó el "comportamiento especial" del mercado "Hors Cote" con la misión de servir de mercado de iniciación y brindar un ámbito para negociar títulos de sociedades interesadas en ser admitidas a la cotización oficial. La alternativa no resultó exitosa ya que el mercado principal era considerado muy exigente y costoso por las sociedades y el "Hors Cote" no era atractivo para el inversionista. A comienzos de 1983 la Comisión de Operaciones de Bolsa creó el Segundo Mercado (Second Marche) que funciona en la Bolsa de París en varias bolsas regionales teniendo el carácter de un mercado permanente, limpio y oficial. Se puso en marcha el 20 de marzo de 1996 con 15 empresas.

Las compañías con un importante componente tecnológico ocupan un lugar preferente, ya que en su mayoría son empresas industriales. A finales de 1996 la cifra de capital alcanzado se situó en torno a 1.054 millones de francos franceses, frente al inicialmente previsto de 1 millardo con una media de 86,1 millones por empresa.

En el Segundo Mercado, además de acciones, se negocian obligaciones y títulos extranjeros.

La COB adoptó nuevas disposiciones relativas al segundo mercado que consiste en:

- Obligatoriedad de que las sociedades que deseen su ingreso al segundo mercado den a conocer al público un prospecto de información general sobre la base de requisitos exigidos por la COB.
- Las sociedades del segundo mercado, luego de un periodo de prueba de tres años para ajustar sus procedimientos contables, deberán

¹⁰ Estudio realizado por la Federación Iberoamericana de Bolsas de Valores sobre Segundo Mercado en Bolsa.

publicar estas informaciones de la misma manera que las sociedades admitidas al mercado principal.

- Compañías de auditoría intervendrán en todas las etapas de los exámenes concernientes al control de cuentas del segundo mercado.

Se considera que los requisitos para ingresar al segundo mercado son menos costosos que para ingresar al mercado principal. Los costos de admisión se reducen en un 50% en relación con el mercado principal. El volumen de negocios alcanzado en operaciones bursátiles hasta el 31 de diciembre de 1996 supuso 5.804 millones de francos. No sólo es un mercado abierto a otros países, si no que uno de sus fines es la integración en un mercado europeo, EURO-NM¹¹.

Las empresas que cotizan en el segundo mercado abarcan la totalidad de los sectores de la actividad económica.

El éxito del segundo mercado queda demostrado al considerar la evolución dentro del mismo, debido al gran flujo de inversionistas nacionales e internacionales que demuestran la eminente solidez de este mercado en Francia.

La pequeña y mediana empresa de este país constituye una base importante de la economía del mismo, por lo cual, fue fundamental otorgarles mayores facilidades y ventajas de financiamiento y capitalización por medio del segundo mercado, logrando así mayor desarrollo económico de estas empresas, por consiguiente, obteniendo mejor bienestar para la comunidad en general.

Las diferencias de los dos mercados en Francia según las condiciones y requisitos que exigen para la admisión al mercado bursátil se relacionan en el siguiente cuadro:

Ver Tabla 6

Página siguiente

¹¹ El EURO-NM, aparece como resultado de la colaboración de tres estamentos. Le Nouveau Marché, de París, Le Nouveau Marché de la Bolsa de Bruselas, el Neuer Markt de Deutsche Borse A.G. de Frankfurt, estos dos últimos entraron en funcionamiento a principios de 1997, especialmente

Tabla 6. Condiciones de admisión en el mercado bursátil de Francia.

CONCEPTO	MERCADO PRINCIPAL	SEGUNDO MERCADO
APERTURA MÍNIMA	80.000 acciones	100% del capital
CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL MÍNIMA	150 millones de Francos	10 millones de Francos aproximadamente
COSTOS INDICATIVOS	Variable entre 100.000 y 4 millones de Francos	Reducidos escalonados en el tiempo.
VENTAJAS ESTRATÉGICAS	Notoriedad inmediata	Aclimatación progresiva al mercado bursátil.

Fuente: Carlos Fernando López. Ensayo realizado para la Bolsa de Occidente. 1999

2.2 ESPAÑA

En 1982 la Bolsa de Barcelona inaugura su Segundo Mercado y en 1986 la Bolsa de Madrid hace lo propio. El modelo seguido en la organización del segundo Mercado ha sido el USM de Londres y Second Marche en París.

Las empresas deben solicitar la admisión a cotizaciones en el segundo mercado de valores a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) y Sociedad Rectora de la Bolsa correspondiente. La contratación se realiza en corros especiales, cuyos resultados se publican por separado en el Boletín Oficial de Cotización.

Los requisitos a cumplir son:

- Capital mínimo desembolsado y reservas no inferiores a 25 millones de pesetas.
- Auditoría completa de la sociedad por expertos reconocidos.

- Suscripción de un contrato con una sociedad de contrapartida para facilitar la oferta de títulos y dinero al mercado.
- Las emisiones de obligaciones convertibles en acciones y de obligaciones hipotecarias por sociedades cuyas acciones coticen en el segundo mercado deberán tener un importe mínimo de 25 millones de Ptas.

Anualmente deben remitir a la CNMV y Sociedad Rectora: Memoria, balance y cuenta de pérdidas y ganancias auditadas.

El segundo mercado de valores se trata de un mercado marginal, entre otras razones por la escasa diferencia respecto al capital mínimo para cotizar en el primer mercado, la no existencia de ventajas fiscales, etc.

En Europa dependen totalmente de los primeros mercados, y el número de sociedades que cotizan y el capital que mueven es insuficiente para su correcto funcionamiento. La solución pasa por la creación de un Segundo Mercado de Valores a nivel Europeo, de modo que sea realmente efectivo.

2.3 INGLATERRA

En los años 70 Francia atravesaba por una situación que no era muy favorable para desarrollar la actividad bursátil, la realidad en que vivían las empresas de acceder al mercado de valores era desalentador, en especial para las empresas medianas que no estaban dispuestas a pagar los altos costos de admisión.

Ante estos hechos la Bolsa de Londres decidió crear el Segundo Mercado (Unlisted Securities Market, USM) en 1980, donde les permitían a las empresas interesadas en ingresar al Segundo Mercado, dar a conocer un folleto informativo elaborado conforme a un diseño de la Bolsa.

No se exigía a las empresas que utilizaran auditorías, aunque las entidades bancarias solicitaban este requisito; sin embargo la reputación del auditor, del intermediario y de los directivos de la firma constituyen el elemento decisivo en la determinación del nivel de precio de admisión de las sociedades que cotizan en el USM.

Al ser admitida la sociedad en el USM se compromete a suministrar a la bolsa de valores toda la información que asegure el conocimiento al inversionista de la situación de la compañía.

En la información que debe presentar la compañía esta la siguiente:

- Evolución de la sociedad.
- Pago de dividendos y su distribución.
- Estado de Ganancias y Perdidas anuales y semestrales.
- Modificaciones al capital de la sociedad.
- Informar en caso de cambios de la Junta Directiva.
- Dar a conocer los Balances anuales en un plazo de seis meses.
- Existen dos alternativas para la realización de ofertas de acciones:
- Colocación privada
- Oferta pública de venta

La primera alternativa se utiliza cuando se trata de montos hasta de 3 millones de libras y siempre que la capitalización bursátil de la sociedad no supere los 15 millones de libras.

Aproximadamente la mitad de las sociedades han recurrido a este mecanismo que reduce los costos ya que se evitan gastos de publicidad y comisiones de garantía.

La segunda alternativa que es obligatoria cuando se superan los límites mencionados anteriormente, implica poner a disposición del público las acciones, la colocación es efectuada bajo la responsabilidad y control de agentes bursátiles o bancos comerciales quienes fijan el precio inicial y reciben ofertas. La comisión fijada suele ser del 2%, a este costo la sociedad debe añadir los de publicidad. La cotización de acciones en el USM representa ventajas fiscales respecto a las efectuadas en el mercado oficial.

90El desarrollo del USM ha sido rápido, destacándose la variedad en el tamaño de las firmas y en la diversificación de los sectores económicos representados. También ha llevado a las autoridades bursátiles británicas a crear un tercer mercado con el propósito de satisfacer las necesidades de empresas muy pequeñas o jóvenes que aún no deseen ingresar al USM.

En el Segundo Mercado, además de acciones, se negocian obligaciones y títulos extranjeros.

Se considera que los requisitos para ingresar al Segundo Mercado son menos costosos que para ingresar al mercado principal. Estos costos se reducen en un 50%.

Las empresas que cotizan en el Segundo Mercado abarcan la totalidad de los sectores de la actividad económica. (López, 1997).

Las diferencias de los dos mercados en Inglaterra según las condiciones y requisitos que se exigen para la admisión a mercado bursátil se relacionan en el siguiente cuadro:

Tabla 7. Condiciones de admisión a la cotización en bolsa de Londres

CONCEPTO	MERCADO PRINCIPAL	SEGUNDO MERCADO
ANTIGÜEDAD EN EL REGISTRO	5 Años	3 años
CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL	700.000 Libras	No hay mínimo
ACCIONES EN MANOS DEL PÚBLICO	25% de total	10% del total
PUBLICIDAD	Publicidad del prospecto en dos periódicos nacionales.	Publicidad del anuncio del precio de las acciones en venta e indicación del lugar donde obtener el prospecto completo

Fuente: Bolsa de Colombia, 1999.

2.4 VENEZUELA

2.4.1 Importancia de la PYMI en el desarrollo económico y social.

La Pequeña y Mediana Industria (PYMI) tienen especial relevancia dentro del desarrollo económico y social de Venezuela, así como en la mayor parte de los países latinoamericanos, en virtud de que constituye un sector caracterizado por una baja concentración de capital y un uso extensivo de la mano de obra. Lo primero convierte a la PYMI en un sector clave para la promoción de la democratización del capital de la economía, financiamiento viable, tanto en la generación de instrumentos de crédito (obligaciones) como en la emisión de instrumentos que otorguen propiedad (acciones).

2.4.2 Componentes esenciales para incorporar las PYMI al mercado de capitales. Por definición, el mercado de capitales convencional no está orientado a la incorporación de empresas medianas o pequeñas, debido a las exigencias de volumen de capitalización y los complejos y costosos procesos técnicos y legales que implica una emisión.

Tradicionalmente se ha dicho que la PYMI solo puede encontrar recursos de financiamiento a través de los pasivos bancarios, de la búsqueda de nuevos socios o de los programas especiales que ofrece el Estado para fomentar el desarrollo industrial.

Pero esto no ha sido suficiente: En este proceso, es evidente que se requiere de una mayor audacia y creatividad, para permitir que empresas de, por ejemplo, entre 0,5 y 5 millones de dólares de patrimonio puedan encontrar el camino a un más dinámico medio de financiación, especialmente de sus proyectos de expansión.

Se ha ideado lo que se ha denominado "el mercado intermedio", es decir, una estructura semejante al mercado convencional, pero donde concurren empresas que, por su dimensión y capitalización, no pueden competir adecuadamente en el mercado bursátil existente.

En este "Segundo Mercado", se pueden negociar los mismos instrumentos (acciones, acciones preferidas, bonos y otros papeles de deuda), pero a la escala de esas empresas.

La idea de abrir la PYMI al mercado de valores encuentra respaldo en la percepción de que las empresas de este sector son posiblemente una fuente de extraordinarias expectativas de crecimiento de los negocios durante los siguientes 5 a 10 años. Las estadísticas llevadas en otros mercados demuestran que muchas empresas de dimensiones reducidas pasan a convertirse en grandes líderes industriales o de servicios en un lapso similar y que estas acceden al mercado de títulos valores solo cuando ya han crecido aceleradamente y maximizando su rentabilidad en la fase de crecimiento, más que en la de consolidación.

Por medio de la incorporación de las PYMI al mercado de capitales a través del Segundo Mercado, se crean las posibilidades de desarrollar una demanda adecuada de papeles emitidos por dichas empresas; promoción de la banca de inversión, u otras figuras semejantes, como entes promotores de proyectos, captadores de capital de riesgo y asesores en ingeniería financiera; atracción del capital financiero foráneo, en lo que

juega un papel importante el logro de el crecimiento sostenido con baja inflación, estabilidad política, seguridad jurídica.

2.5 COSTA RICA

El mercado organizado de valores en Costa Rica es relativamente joven. Se establece bajo la figura de la Bolsa Nacional de Valores, como parte de un esfuerzo estatal, que luego fue trasladado en su totalidad a manos privadas.

Durante estos primeros años, que han sido básicamente parte de un proceso de nacimiento y aprendizaje por parte del mercado en general, ha habido elementos que han tenido una fuerte incidencia sobre el desempeño y orientación del mercado de bolsa. Se puede citar, a manera de ejemplo, las crisis económicas de la década de los ochenta, así como la crisis de liquidez de finales de la misma década, que causaron una fuerte conmoción a todo el sistema financiero nacional.

Muchos de los cambiantes elementos que han marcado los medios de operación de este importante mercado, han hecho que éste haya desviado su atención a los objetivos de fondo que se deben perseguir. A raíz de esa situación comienzan a surgir, hacia finales de la década anterior, algunas iniciativas tendientes a crear un Segundo Mercado bursátil en el país. Estos esfuerzos se materializan con la creación de la Bolsa Electrónica de Valores de Costa Rica.

El razonamiento que motivó al grupo que consolidó la apertura de esta segunda instancia bursátil, es que era necesario crear elementos de competitividad para despertar en el mercado la necesidad de reenfocar el rumbo que se estaba siguiendo. La Comisión Nacional de Valores, como ente regulador, y con plena facultad legal para hacerlo, autoriza (en 1992) el funcionamiento del Segundo Mercado, y coincide en su decisión con los planteamientos anteriores.

2.6 MÉXICO

La función primordial de la Bolsa Mexicana de Valores (BMV) es proporcionar la infraestructura y los servicios necesarios para la realización eficaz de los procesos de emisión, colocación e intercambio de valores y títulos inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios (RNVI), y de otros instrumentos financieros. Dentro de este marco, y con el objetivo específico de proporcionar el desarrollo de la empresa de tamaño medio en sus proyectos de expansión y modernización, así como para optimizar su costo de capital, la BMV instrumentó el Mercado para la Mediana Empresa Mexicana (MMEX).

2.6.1 Antecedentes. El 8 de Marzo de 1993, la BMV anunció la instrumentación de una nueva sección dentro del mercado accionario, denominada "Mercado Intermedio" o "Sección B", para la inscripción, oferta pública y negociación de acciones emitidas por empresas de tamaño medio. En Julio de 1993 iniciaron las operaciones del Mercado Intermedio.

Los títulos accionarios inscritos en el Mercado Intermedio eran negociados bajo la modalidad de "Mercado de subasta" o de "llamada", a través de sistemas electrónicos. Este esquema de operación consistía en convocar a una subasta en la que podían participar todos los intermediarios mediante el ingreso de posturas de compra y venta, durante un horario predeterminado. Al término del periodo de tiempo señalado, el sistema, a través de un algoritmo, calculaba los precios a los cuales eran ejecutadas las ordenes, siempre que existieran contrapartes.

Con la finalidad de incrementar el número de emisores e inversionistas, así como para aumentar la dinámica en la negociación de las acciones, el 26 de agosto de 1996 inició la operación de estos títulos a través del Sistema Electrónico de Negociación, Transacción, Registro y Asignación para el Mercado de Capitales (BMV-SENTRA Capitales), bajo la modalidad de negociación continua. Es así como se crea el Mercado para la Mediana Empresa Mexicana (MMEX), en sustitución del Mercado Intermedio, ofreciendo una infraestructura moderna y adecuados sistemas de operación, en beneficio de todos los participantes en el mercado.

2.6.2 Definición. En el MMEX se colocan y negocian títulos accionarios emitidos por empresas mexicanas con un capital mayor a 20 millones de unidades de inversión (UDI), que cumplen con los requisitos establecidos por la Ley del Mercado de Valores, la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV) y la BMV. Las acciones son operadas a través del sistema electrónica BMV-ENTRA CAPITALES bajo la modalidad de operación continua. En este mercado participan, por cuenta propia o de sus clientes, todas las Casas de Bolsa¹¹ autorizadas para operar en la BMV.

2.6.3 Propósito. El propósito de MMEX es constituirse en una instancia eficiente para que las empresas que cumplan con los requisitos

¹¹ Las Casas de Bolsa actúan como intermediarios en el mercado bursátil de México y se ocupan de funciones como asesorar a las empresas en la colocación de acciones, asesorar a los inversionistas en la constitución de acciones, asesorar a los inversores en la constitución de sus carteras, realizar operaciones de compraventa de valores, recibir fondos por concepto de operaciones con valores, participar por medio de sus operaciones, en la negociación de valores en la BMV.

dispuestos puedan satisfacer necesidades de capital para la realización de proyectos de largo plazo y reducir el costo de financiamiento.

2.6.4 Participantes. El proceso de emisión, colocación e intercambio de títulos accionarios en el mercado bursátil se realiza a través de la intervención de emisores, casas de bolsa e inversionistas.

2.6.5 Requisitos de inscripción y mantenimiento. Los requisitos de inscripción y mantenimiento del listado con que deben cumplir las empresas en el MMEX, se encuentran establecidos en la Circular 11-22 de la CNBV.

Requisitos de Inscripción:

- Presentar un historial de operación de por lo menos tres años, salvo en los casos de empresas controladoras cuyas principales subsidiarias cumplan con este requisito. Tratándose de sociedades de nueva creación, por fusión o escisión, este requisito deberá acreditarse respecto de las sociedades fusionadas o a la sociedad escidente, según corresponda.
- Contar como mínimo con un capital contable de 20 millones de unidades de inversión (UDI).
- Demostrar que la sumatoria de resultados de los últimos tres ejercicios sociales arroja utilidades. Cuando se trate de sociedades con potencial de crecimiento, se podrán autorizar excepciones.
- Realizar una oferta pública de suscripción o venta de acciones que comprenda el 30% del capital pagado de la sociedad, después de la colocación.
- Alcanzar un mínimo de 100 accionistas una vez hecha la colocación, cuya inversión individual sea diversificada respecto al monto de la oferta.

Requisitos de Mantenimiento:

- Contar como mínimo con un capital contable de 10 millones de Udls, de acuerdo a la información financiera dictaminada de su último ejercicio social.
- Mantener distribuida entre el público inversionista, acciones representativas de por lo menos el 20% del capital social pagado de la sociedad.
- Contar con un mínimo de 50 inversionistas, cuya inversión individual sea diversificada.

2.6.6 Procedimiento para la inscripción de acciones. Las empresas interesadas en inscribirse en el MMEX deben presentar una solicitud a la CNBV para obtener la inscripción de sus acciones en el RNVI, y otra solicitud a la BMV para el listado de dichas acciones en la Bolsa. La información que debe contener la solicitud de inscripción se refiere a los siguientes aspectos:

- Características del capital social, en particular de su composición antes y después de realizarse la colocación de acciones.
- Características de la oferta pública, definiendo si es primaria o secundaria, y especificando número de acciones, valor nominal, series y porcentajes que representan.
- Información de carácter legal, incluidos los estatutos que rigen a la emisora y el acta de asamblea de accionistas que autoriza la emisión.
- Información técnico – económica, definiendo el giro o actividad de la empresa y cifras acerca de su capacidad instalada y utilizada, así como la participación que tiene en los mercados, entre otras.
- Estados financieros dictaminados.
- Información complementaria, incluidos los datos generales de los consejeros y funcionarios de las empresa, el prospecto de colocación y estadísticas sobre los derechos decretados en los tres últimos años.

2.6.7 Sistema de operación. La BMV no vende valores por si misma, y tampoco interviene en la fijación de precios y cotizaciones. Su función consiste en facilitar, controlar, informar, procesar administrativamente y mantener el orden y transparencia en las operaciones que realizan las Casas de Bolsa en el piso de remates o a través de los sistemas automatizados de negociación de valores. La BMV cuenta con la tecnología más moderna, segura y confiable para realizar transacciones en forma automatizada, tanto en el mercado de capitales como en el mercado de deuda. La alternativa de operación instrumentada por la BMV para la negociación de acciones en el MMEX es el sistema BMV-SENTRA Capitales, el cual permite al usuario, entre otras funciones:

- Registrar ofertas públicas.
- Consultar hechos y posturas.
- Ingresar órdenes en firme o de cruce.

- Cerrar operaciones
- Negociar "picos"
- Crear o modificar una o más carteras de valores, de acuerdo con la estrategia por él establecida.

La pantalla se divide en ventanas que conforman un esquema funcional que facilita el seguimiento del mercado y la oportuna toma de decisiones en un ambiente seguro y confiable.

2.6.8 Reglas básicas de operación. Toda operación con títulos inscritos en la BMV debe realizarse atendiendo a las reglas de operación establecidas, entre las que se encuentran las siguientes:

- **Lotes:** Se denomina "lote" a la cantidad mínima de títulos que convencionalmente se intercambian en una transacción. En el caso del MMEX, un lote se integra por mil títulos, cualquiera que sea el precio de estos.
- **Pujas:** Se denomina "puja" al importe mínimo en que puede variar el precio unitario de cada título y se expresa como una fracción del precio de valor de mercado o valor nominal de dicho título. Para que sea válida una postura que pretenda cambiar el precio vigente de cualquier título, lo debe hacer cuando menos por el monto de una puja.

Lotes y pujas cumplen con el propósito de evitar la excesiva fragmentación del mercado y permitir el manejo de volúmenes estandarizados de títulos. Las pujas para cada título se determinan de acuerdo a la siguiente tabla:

Ver Tabla 8
Página siguiente

Tabla 8. Determinación de pujas y lotes para cada título

PRECIOS (\$)		LOTES	PUJAS
Mínimo	Máximo		
0.01	0.20	1.000	0.001
0.21	5.00	1.000	0.01
5.02	20.00	1.000	0.02
20.05	50.00	1.000	0.05
50.10	En adelante	1.000	0.10

Fuente: Bolsa Mexicana de Valores, 1999

- **Picos:** Se denomina "pico" a la cantidad de títulos menor a la establecida para un lote. Los picos se negocian de manera independiente a los lotes, atendiendo a reglas específicas de operación.
- **Horario de operación:** La negociación de títulos accionarios en el MMEX se da sin recesos, de 08:30 a 15:00 horas.

2.6.9 Suspensión de operaciones. Para evitar fluctuaciones excesiva y erráticas en los precios, y con el objeto de procurar la incorporación de toda información relevante en el proceso de toma de decisiones por parte de los participantes en el MMEX, la BMV ha establecido un sistema de suspensión de operaciones. Si el precio del mercado de una acción se excede, con relación al precio de apertura, el rango de fluctuación del 5% establecido (a la alza o a la baja), su cotización es suspendida por el lapso determinado, al final del cual se reinicia la operación, tomando como base el precio de la última transacción concertada y fijando nuevos rangos de fluctuación.

2.6.10. Suspensión de registro. El consejo de administración de la BMV tiene la facultad de suspender el registro de un determinado valor, lo que automáticamente suspende su operación. Dicha suspensión se presenta si el emisor no cumple con las obligaciones, normas y requisitos administrativos, pero sobre todo, si al juicio de la BMV se suscitan, por razones imputables al emisor, condiciones que puedan causar perjuicios al público inversionista, u operaciones fuera de los sanos usos y prácticas del mercado. Al realizar y dar a conocer tal suspensión, la BMV debe fundamentar su decisión y fijarle un plazo de duración.

2.6.11 Índice de precios. La finalidad del cálculo o construcción de índices de precios accionarios es obtener el valor representativo de un conjunto de acciones, en un momento de tiempo. El principal indicador del comportamiento MMEX es el Índice de Precios para el Mercado de la

Mediana Empresa Mexicana (IP-MMEX). La base del cálculo del índice es marzo 10 de 1994 = 100.

El índice expresa un valor en función de los precios de una muestra balanceada, ponderada y representativa de las acciones cotizadas en el MMEX.

La muestra se integra por todas las emisoras que han realizado oferta pública de acciones en el MMEX, condición que se podría modificar conforme aumente el número de empresas listadas, seleccionando únicamente aquellas que por su bursatilidad reflejen de manera adecuada el comportamiento del mercado.

2.6.11.1 Expresión matemática. La fórmula indica que la suma del valor de todas las emisoras incluidas en la muestra, dividida entre la suma del valor de capitalización de dicha muestra del día hábil anterior, ajustada, determina la variación del IP-MMEX.

Cualquier cambio en el número de valores inscritos modifica la estructura del índice, debido a que el precio y/o valor de capitalización es utilizado como ponderador. Por ello, se requiere ajustar el valor de las emisoras que decreten derechos, aplicando un factor de ajuste (F_i) al valor de capitalización del día previo. En caso de no requerirse el ajuste, el factor es igual a 1.

Donde:

$$I_t = I_{t-1} \frac{\sum_i^n P_{it} Q_{it}}{\sum_i^n P_{it} Q_{it} F_{it}}$$

I_t = Índice en el día t
 P_{it} = Precio de la emisora i el día t
 Q_{it} = Número de acciones de la emisora i el día t
 F_i = Factor de ajuste por derechos decretados
 $t-1$ = Día hábil inmediato anterior
 i = 1,2,3 ..., n
 n = Número de emisoras en la muestra

2.6.12 Instituciones reguladoras. En virtud de que la BMV es una de las entidades responsables de supervisar y vigilar el adecuado cumplimiento de un parte importante de las disposiciones en materia bursátil, es considerada como una institución reguladora. Como tal, debe cuidar particularmente la integridad del mercado y promover normas estrictas de autorregulación. En sentido riguroso, las entidades que cumplen con la función reguladora del mercado accionario en la BMV son la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP) y la CNBV.

2.6.13 Marco jurídico y normativo. La BMV y los participantes en el mercado organizado de valores se encuentran sujetos, en su constitución y operación, a un conjunto de normas y disposiciones que están contenidas, entre otras, en la Ley del Mercado de Valores, Ley de Sociedades de Inversión, las circunstancias de la CNBV, Reglamento General Interior de la BMV, Código de Ética de la Comunidad Bursátil Mexicana.

2.7 PORTUGAL

El Segundo Mercado en Lisboa fue creado en enero de 1992, el cual está destinado al mercado de valores que no llena los requisitos para la admisión en el mercado con Presupuestos Oficiales¹², creado con el propósito principal de permitir a las pequeñas y medianas vincularse al mercado de valores.

2.7.1 Requisitos para la emisión de títulos valores. Las siguientes son las condiciones generales aplicables para la emisión de compañías vinculadas:

- Tener completo todo un año de actividad.
- Tener publicados sus reportes regulares en los dos años financieros anteriores a la aplicación de la emisión.

2.7.2 Requisitos para la emisión de acciones. Para la suscripción de acciones al mercado de valores es necesario cumplir con las siguientes condiciones:

- La emisión neta del valor no puede ser menor de 125 millones de escudos.
- Por lo menos el 10% del capital compartido debe estar repartido por el público.
- La compañía emisora debe firmar un contrato de liquidez sobre las acciones que va a suscribir, como determinación de la comisión del mercado de valores cuando:

¹² El mercado con Presupuestos Oficiales es aquel donde todas las acciones y otros papeles comerciales son permanentemente comerciales por medio de un sistema de conexión computarizada que funciona desde el 16 de Septiembre de 1991.

- La aplicación suscrita es requerida por accionistas con menos del 10% de los valores a suscribir.

- Los valores han estado condicionalmente suscritos en el Segundo Mercado.

2.7.3 Requisitos para la emisión de bonos. Para ofertar Bonos en el mercado de valores se deben seguir los siguientes requerimientos:

- La cifra del monto no puede ser menor a 50 millones de escudos.

- En caso de bonos convertibles en acciones, solo pueden ser suscritos si esas acciones, así sean emitidas por la misma compañía u otra entidad, fueron suscritas o simultáneamente inscritas en el Segundo Mercado o en el Mercado con Presupuesto Oficial.

- El pago del capital y los intereses deben ser razonablemente garantizados.

3. CARACTERÍSTICAS PROPIAS DEL SEGUNDO MERCADO

Tradicionalmente solo las grandes empresas se han vinculado a las Bolsas de Valores para la negociación de sus acciones y demás títulos valores emitidos por ellas. Por consiguientes los requisitos para las cotizaciones y, en general, para las transacciones se han fijado según sus características.

Si embargo, existe una nueva realidad económica que impone la necesidad de abrirle espacio a las micro, pequeñas y medianas empresas (MIPYME) en el mercado bursátil. Esta realidad está compuesta por los siguientes hechos:

- Poco a poco se rompe la resistencia al cambio así como el temor de los pequeños y medianos empresarios a dar a conocer su información con la sospecha de darles gabelas a la competencia.
- El favorable tratamiento a las acciones.

En estas condiciones, la Superintendencia de Valores plantea la necesidad de conformar un mercado paralelo al tradicional (o Primer Mercado) que se denomina "**Segundo Mercado**" o "**Mercado Balcón**", al cual podrían acceder los títulos valores de micro, pequeñas y medianas empresas (MIPYMES) para inducirlas a una ampliación de la oferta de títulos, en beneficio del ahorro y la inversión. Más tarde este MERCADO sería oficializado mediante la resolución 400 de 1995, y se incorpora luego en la LEY 590 DE 2000, mas conocida como LEY MIPYME.

A propósito de la resolución 400 de 1995, dice:

Art. 1.4.0.1.- Definición. Créase el **Segundo Mercado**, entendiéndose como tal las negociaciones de títulos cuya inscripción en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios se efectúe conforme a los requisitos establecidos en el presente título y cuya adquisición sólo puede ser realizada por los inversionistas autorizados.

Parágrafo 1o.- Para efectos de esta resolución se entiende por mercado principal las negociaciones de títulos inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios conforme a lo

Parágrafo 2o.- Los títulos que pertenezcan a una misma emisión no podrán hacer parte en forma simultánea del Segundo Mercado y del mercado principal. Así mismo, las acciones de una sociedad sólo podrán formar parte de uno de los dos mercados.

Según el artículo No. 36 de la Ley MIPYME¹² se menciona que:

El Gobierno Nacional estimulará la capitalización de las MIPYMES, propiciando la democratización accionaria; y en el artículo No. 37 promueve la adquisición de los Títulos de Emisión Colectiva por parte de los Fondos de pensiones¹³.

En el parágrafo de ese artículo se menciona que el Gobierno Nacional promoverá la asociatividad de las MIPYMES con el fin de consolidar su acceso al mercado de capitales.

La micro, pequeña y mediana empresa (MIPYME), es aquella que se define a partir del tamaño de su planta de personal y del tamaño de sus activos, así:

Tabla 9 Clasificación de la pequeña y mediana empresa según el tamaño de su planta de personal y del tamaño de sus activos.

Tamaño	No. trabajadores	Tamaño activos
1- Micro	Menos de 10 trabajadores	Inferiores a 501 S.M.L.V.
2- Pequeña	Entre 11 y 50 trabajadores	Entre 501 y 5001 S.M.L.V.
3- Mediana	Entre 51 y 200 trabajadores	Entre 5001 y 15000 S.M.L.V.

El Segundo Mercado Operará mediante el sistema de remate en pública subasta al mejor postor de las acciones y demás títulos valores que 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

¹² Ley MIPYME de Julio 10 de 2000, Con la creación de esta Ley, se crea por primera vez, una verdadera política de estado para las MIPYMES rurales y urbanas, reconociéndoles su importancia como componente fundamental del tejido empresarial e industrial del país y su impacto social y político para la nación.

¹³ Artículo No. 37, Ley 590 de 2000. LOS Fondos de Pensiones podrán adquirir títulos de emisión colectiva por grupos organizados de MIPYMES, que a su vez, obtengan el respaldo de emisores debidamente inscritos y registrados, y de conformidad con las disposiciones que regulan dichos fondos"

negociación y en ella un representante de la empresa interesada en la colocación, expone la clase de títulos que se van a negociar, sus condiciones y la información adicional que le exige la bolsa. Asimismo, se debe publicar en un periódico aquella información que pueda interesarle a los inversionistas, varios días antes de la rueda de negociación.

Principales beneficios que este mercado trae para las MIPYMES:

- Dado que sus títulos y acciones son colocados directamente en el Mercado Bursátil y no deben recurrir a operaciones de crédito con intermediarios financieros, parte del margen de intermediación que deben pagar puede ser ahorrado, lo cual significa una disminución en los costos financieros.
- La ampliación del número de acreedores hace menos vulnerable la empresa frente a prácticas de concentración monopolísticas.
- Puesto que las empresas diseñan, con cierto grado de autonomía, el plazo de amortización de los títulos que expide, puede tener un mayor control de los flujos de caja, con lo cual logra un manejo más racional, técnico y acorde con sus propias circunstancias.
- Esta oportunidad mejora la capacidad de negociación con los intermediarios de crédito.

En relación con los inversionistas, la principal ventaja de este Segundo Mercado es la oportunidad de una mayor diversificación del portafolio de inversiones, aminorando el riesgo y, en muchos casos, mejorando la rentabilidad, pues es indudable que muchas empresas podrán ofrecer interesantes márgenes de descuento en sus títulos o atractivas tasas de interés.

La actual reglamentación que rige el Segundo Mercado es la Resolución 0400 de 1995 la cual contiene:

3.1 GENERALIDADES

- El Segundo Mercado es menos exigente en requisitos económicos, contables e informativos para el emisor de cualquier título y con mayor riesgo y potencial de rentabilidad para el inversionista.
- Es un Mercado creado para estimular la emisión de títulos y la consiguiente capitalización de empresas que no cumplan con los requisitos para entrar al Mercado Principal.
- Los títulos inscritos en el RNVI (Registro Nacional de Valores e Intermediarios) y su adquisición solo puede ser realizada por inversionistas autorizados.
- Una misma emisión no podrá estar simultáneamente en el Mercado Principal y en el Segundo Mercado, por lo tanto, las acciones ordinarias de una sociedad solo pueden formar parte de uno de los dos mercados.
- Se puede presentar el traslado del Segundo Mercado al Principal después de que los títulos hayan formado parte del Segundo Mercado al menos durante un año, y con previo permiso de la Superintendencia de Valores.
- Los títulos que estén o que hayan estado en el Mercado Principal no podrán ingresar al Segundo Mercado.

3.2 INVERSIONISTAS CALIFICADOS

- Todas las personas que posean o administren un portafolio de inversiones no inferior a ocho mil quinientos (8.500) salarios mínimos mensuales.
- Las sociedades comisionistas de bolsa se consideran inversionistas calificados únicamente cuando inviertan sus recursos propios o efectúen operaciones por cuenta propia.

3.3 TÍTULOS A NEGOCIAR

Podrán hacer parte del Segundo Mercado, los títulos emitidos por las siguientes entidades:

- Sociedades por acciones nacionales.
- Sociedades limitadas nacionales, las cuales solo podrán emitir títulos de contenido crediticio.
- Cooperativas y entidades sin ánimo de lucro, las cuales solo podrán emitir títulos de contenido crediticio.

- Entidades descentralizadas indirectas en los términos de Decreto-ley 130 de 1976.
- Entidades públicas facultadas legalmente para emitir títulos de deuda pública, Municipios y Departamentos.
- Patrimonios autónomos, constituidos o no mediante el sistema de fondo común, con el objetivo de movilizar activos y fondos de valores.
- Organismos multilaterales de crédito que tengan títulos inscritos en una o más bolsas de valores mundialmente reconocidas.

3.4 DOCUMENTOS REQUERIDOS PARA HACER PARTE DEL SEGUNDO MERCADO

- Constancia expedida por el revisor fiscal o por el representante legal para el caso de aquellas entidades que no tienen revisor fiscal, en la cual se certifique el cumplimiento de todos los requisitos legales para efectuar la emisión.
- Formulario de inscripción totalmente diligenciado según el formato establecido por la Superintendencia de Valores para el Segundo Mercado.
- Certificado de existencia y representación legal de la entidad emisora el cual no deberá tener una fecha de expedición superior a tres meses.
- Facsímile del respectivo valor, en el cual deberá incluirse en forma destacada que el mismo solo puede ser adquirido por los inversionistas autorizados.
- Cuando los títulos estén denominados en una moneda diferente al peso colombiano, deberá anexarse copia de los documentos que acrediten el cumplimiento del régimen cambiario y de inversiones internacionales cuando a ello haya lugar.
- La información que se dé a la Supervalores debe ser actualizada semestralmente (Junio y Diciembre), remitida en un formulario especial para el Segundo Mercado.

3.5 EL PROSPECTO

La siguiente es la información mínima requerida para ofertar toda clase de títulos:

- Nombre comercial del emisor, su domicilio principal y dirección de la oficina principal.
- Advertencia en cuanto a la restricción que tienen los títulos para su adquisición en el sentido de que por hacer parte del Segundo Mercado ellos solo podrán ser adquiridos por los inversionistas autorizados.
- Clase del título que será objeto de la oferta, destinatarios de la oferta, ley de circulación, valor nominal, reglas relativas a la reposición, fraccionamiento y englobe de títulos, monto total de la emisión, series en que se divide la emisión con las principales características de cada una y la advertencia de que el precio se determinará en forma previa a la formulación de la oferta.
- Para los títulos de contenido crediticio, el lugar, fecha y forma de pago del capital y del rendimiento, el sistema de amortización y las demás condiciones financieras de la emisión.
- Bolsas de valores en que estarán inscritos los títulos, cuando a ello haya lugar.
- Tratándose de bonos que estén acompañados de cupones de suscripción de acciones, las condiciones en que puede realizarse dicha suscripción.
- Tratándose de bonos, el o los diarios en los cuales se publicarán los avisos de informaciones que deban comunicarse a los tenedores por tales medios. La entidad emisora podrá cambiar dicho medio de información cuando previamente se informa de tal circunstancia a los tenedores por medio de un aviso destacado en el diario identificado en el respectivo prospecto.
- Los estados financieros del último cierre de ejercicio.
- La advertencia de que la inscripción en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios y la autorización para la oferta pública no implican certificación por parte de la Superintendencia de Valores sobre la bondad del valor o la solvencia del emisor.

3.6 PROCESO DE OFERTA PÚBLICA

El proceso de oferta pública consta de la autorización de la oferta por parte de la Superintendencia de Valores y del inicio del proceso promocional a través de comisionistas de bolsa dirigido principalmente a inversionistas potenciales, poniendo a disposición información sobre la empresa emisora.

3.6.1 Autorización de la oferta por parte de la superintendencia de valores. Para que la Superintendencia de Valores apruebe la oferta, es necesario tener en cuenta los siguientes aspectos:

- Solicitud firmada por el representante legal.
- Dos ejemplares del prospecto.
- Proyecto de Aviso de Oferta, en el que se indique claramente que los títulos solamente podrán ser adquiridos por los inversionistas autorizados.
- La Superintendencia tiene 10 días de plazo para efectuar las observaciones pertinentes.

3.6.2 Inicio del proceso promocional a través de comisionistas de bolsa, dirigido a potenciales inversionistas poniendo a disposición información sobre la empresa emisora. Para que los comisionistas de Bolsa den inicio al proceso de oferta pública dirigido a inversionistas potenciales, dando la facilidad de disponer la información de la empresa emisora, se requiere:

- Aviso de oferta en periódicos o boletines de bolsa.

3.7 PROCESO DE OFERTA PRIVADA

La emisión privada de valores no es otra cosa que la oferta de títulos por parte de una empresa a un reducido número de personas, conservando en esencia, las mismas características operativas y normativas del Mercado Público de Valores.

3.8 PERIODICIDAD DE ENVÍO DE INFORMACIÓN EN EL SEGUNDO MERCADO

Los emisores de valores que hagan parte del Segundo Mercado deberán mantener permanentemente actualizado el Registro Nacional de Valores e Intermediarios remitiendo a la Superintendencia de Valores y a las Bolsas de valores en que se encuentren inscritos.

Mientras que en el Mercado Principal la información financiera es requerida trimestralmente, en el Segundo Mercado dicha información se requiere con periodicidad anual.

3.9 CUADROS COMPARATIVOS ENTRE EL MERCADO PRINCIPAL Y EL SEGUNDO MERCADO.

Tabla 10. Comparación entre el mercado principal y segundo mercado, de los beneficios asociados a la emisión de títulos desde el marco regulatorio.

MERCADO PRINCIPAL	SEGUNDO MERCADO
Derechos de inscripción en el RNVI	Reducción al 50%
Cuotas semestrales de renovación	Cuotas anuales de renovación
Derechos por realización de Ofertas Públicas	Sin costo para realización de Ofertas Públicas.
Información financiera requerida trimestralmente.	Información financiera requerida anualmente.

Fuente: www.bvc.com.co Manual entender negocios en bolsa. 2003

Tabla 11. Comparación entre el mercado principal y el segundo mercado de los principales requisitos para la emisión de bonos.

MERCADO PRINCIPAL	SEGUNDO MERCADO
Requieren representante legal de los Tenedores de Bonos.	No lo requieren.
Aval o en su defecto debe tener un índice promedio ponderado de endeudamiento total, incluyendo la emisión de bonos solicitada, inferior al 60%, según estados financieros del año anterior y el último trimestre calendario del año en curso.	No requieren aval ni otro requisito sustitutivo del aval.
Monto mínimo de emisión de 2.000 salarios mínimos mensuales.	No impone límites mínimos del monto.

Fuente: www.bvc.com.co Manual entender negocios en bolsa. 2003

Tabla 12. Comparación entre el mercado principal y el segundo mercado de los principales requisitos para la emisión de papeles comerciales.

MERCADO PRINCIPAL	SEGUNDO MERCADO
Monto mínimo de emisión de 2.000 salarios mínimos mensuales.	No impone límites mínimos al monto de la emisión.
Avales o en su defecto debe presentar utilidad operacional y capital de trabajo positivo.	Avales si los tienen, no necesitan otros requisitos sustitutivos.
Los gastos financieros no pueden exceder del 70% de la utilidad operacional.	

Fuente: www.bvc.com.co Manual entender negocios en bolsa. 2003

Tabla 13. Comparación entre el mercado principal y el segundo mercado de los principales requisitos para la emisión de acciones.

MERCADO PRINCIPAL	SEGUNDO MERCADO
Toda persona o grupo de personas que durante 12 meses, desee ser propietaria del 10% o más del total de acciones en circulación de una sociedad inscrita en RNVI, ya sea mediante la compra de acciones o BOCEAS, deberá hacer oferta pública de adquisición.	No hace oferta pública de adquisición, solamente avisa a la Superintendencia y a las bolsas con, al menos, 5 días de anterioridad a la realización de la operación.
Igual procedimiento, si poseyendo el 10% o más, desea en otros 12 meses, comprar el 5% más.	

Fuente: www.bvc.com.co Manual entender negocios en bolsa. 2003

3.10 DERECHOS DE INSCRIPCIÓN Y LOS VALORES DE CUOTAS QUE DEBEN CANCELAR LOS EMISORES DEL SEGUNDO MERCADO.

Tanto los emisores en el mercado principal como en el segundo mercado deben cancelar los derechos de inscripción en el RNVI y los valores de las cuotas de sostenimiento en el mismo, pero los emisores del mercado balcón tienen un tratamiento distinto.

3.10.1 Derechos de inscripción. Los emisores que hagan parte del Segundo Mercado deberán pagar derechos de inscripción en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios por un valor equivalente al cincuenta por ciento (50%) de la suma restante de aplicar la tarifa del valor de las cuotas que deben cancelar los emisores del Segundo Mercado presentadas en el siguiente punto.

3.10.2 Valor de las cuotas. Las entidades nacionales o extranjeras emisoras de títulos inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios deberán cancelar semestralmente una cuota que se liquidará según las siguientes reglas:

- Para entidades con patrimonio determinable, aplicando al valor del patrimonio de la respectiva entidad, al corte del semestre inmediatamente anterior a la fecha de liquidación, se cancelará de la siguiente forma:

Tabla 14. Valor de las cuotas para entidades con patrimonio determinable aplicable al valor del patrimonio de la respectiva entidad, al corte del semestre inmediatamente anterior a la fecha de liquidación.

Valor del patrimonio (miles de pesos)	Tarifa (\$ miles)
Hasta \$500.000	\$125
Más de \$500.000 hasta \$3.000.000	\$125 más el 0.05 por mil del exceso sobre \$500.000
Más de \$3.000.000 hasta \$20.000.000	\$250 más el 0.0735294 por mil del exceso sobre \$3.000.000
Más de \$20.000.000 hasta \$100.000.000	\$1.500 más el 0.0125 por mil del exceso sobre \$20.000.000
Más de \$100.000.000	\$2.500 más el 0.00125 por mil del exceso sobre \$100.000.000, sin que el valor total exceda los \$10.000

Fuente: www.supervalores.gov.co Resolución 1200 de 1995. 2003

- Para entidades con patrimonio indeterminable, la suma de doscientos cincuenta mil pesos (\$250.000.).
- Para títulos emitidos por patrimonio autónomos o por cuenta de un encargo fiduciario, fondos comunes especiales, fondos de inversión o fondos de valores, la suma de doscientos cincuenta mil pesos (\$250.000.oo).
- Cuotas que deben pagar los intermediarios y demás personas vigiladas por la Superintendencia de Valores: Las bolsas de valores deberán cancelar semestralmente una cuota equivalente al siete (7.0) por mil de los ingresos netos que hayan devengado en el semestre calendario inmediatamente anterior.
- Las sociedades administradoras de fondos de inversión, las sociedades calificadoras de valores, las sociedades administradoras de depósitos centralizados de valores, las sociedades comisionistas de bolsa y demás personas naturales o jurídicas inscritas semestralmente deberán cancelar una cuota equivalente al tres punto cinco (3.5) por mil de los ingresos netos operacionales que hayan devengado en el semestre calendario inmediatamente anterior.

- No obstante lo anterior, el valor mínimo de la cuota será de cien mil pesos (\$100.000.00) para las personas naturales y de quinientos mil pesos (\$500.000.00) para las personas jurídicas.

No habrá lugar al pago de las cuotas cuando durante los primeros cuatro meses del respectivo año se produzca la cancelación de la inscripción de los títulos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios.

3.10.2.1 Costos comparativos al emitir acciones y bonos.

Comparando el costo de emisión de acciones con los de emisión de Bonos y los costos financieros que ocasiona un préstamo financiero, se observa que es menos costosa emitir con acciones.

Tabla 15. Comparación entre emitir acciones comparadas con la emisión de bonos y la financiación con crédito financiero normal

Financiación	Costo de la emisión (1)	Interés anual
Acciones	1.6 %	0
Bonos (2)	1.9 %	DTF + 3.0 %
Crédito Financiero	0	DTF + 14 %

Fuente: www.supervalores.gov.co Resolución 1200 de 1995. 2003

Nota: Emisión por \$500 millones

(1) Sólo se paga una vez. Los porcentajes se aplican al monto de la emisión

(2) Para una emisión a tres años.

3.10.3 Período de liquidación. La Superintendencia de valores procederá a liquidar y a cobrar las cuotas dentro de los cinco (5) primeros meses del año con base en los estados financieros con corte a diciembre del año inmediatamente anterior o en su defecto, con base en los más recientes que reposen en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios.

La Superintendencia de valores procederá a reliquidar las cuotas cuando a la fecha de su determinación el respectivo obligado no hubiese cumplido con el deber de actualizar la información financiera.

3.10.4. Derechos por realización de ofertas públicas. Tratándose de valores que se oferten en el mercado primario y hagan parte del Segundo Mercado no habrá lugar al cobro de derechos de oferta pública.

3.11. INTERMEDIARIOS FINANCIEROS

Hay firmas que realizan intermediación en términos generales, sin posición propia y en una pequeña porción con ella dentro del mercado financiero. Las más importantes son:

3.11.1 Sociedades comisionistas de bolsa. Son sociedades vigiladas por la Superintendencia de Sociedades cuyo objeto es el desarrollo del contrato de comisión para la compra y la venta de valores.

3.11.1.1. Operaciones permitidas. Actividades que esta clase de Sociedades pueden realizar.

- Intermediar en la colocación de títulos, garantizando la totalidad o parte de la misma. O adquiriendo dichos valores por cuenta propia.
- Otorgar préstamos con sus propios recursos para financiar la adquisición de valores.
- Celebrar compraventas con pacto de recompra sobre valores.
- Administrar valores de sus Comitentes con el propósito de realizar el cobro de capital y sus rendimientos con el propósito de realizar el cobro del capital con sus rendimientos y reinvertirlos de acuerdo con las instrucciones del cliente.
- Administrar portafolios de valores de terceros.
- Constituir y administrar fondos de valores, los cuales no tendrán personería jurídica.
- Prestar asesoría en actividades relacionadas con el Mercado de Capitales.
- Desarrollar el contrato de comisión para la compra y venta de valores no inscritos en Bolsa, siempre y cuando estén registrados en el Registro Nacional de Valores e intermediarios. La sala general de la Comisión Nacional de Valores determinará las condiciones conforme a las cuales deberán realizarse esas operaciones.
- Podrán realizar contratos de corresponsalía con sociedades privadas de banca de inversión y/o casa de Bolsa Extranjera con el objeto de promocionarlos en el exterior.
- Podrán ser agentes de procesos de titularización con base en los fondos de valores que administran.
- Realizar operaciones por cuenta propia con el fin de dar mayor estabilidad a los precios del mercado, reducir los márgenes entre el precio de demanda y oferta de los mismos y, en general dar liquidez al mercado.

3.11.1.2 Operaciones que pueden realizar por cuenta en el mercado primario:

- Adquisiciones temporales dentro de la modalidad En Firme, de toda o parte de la emisión, con el único objeto de facilitar la distribución y colocación de los títulos.
- Adquisiciones temporales de remanente de una emisión en desarrollo de acuerdo celebrado por la sociedad comisionista para colocar la totalidad o parte de una comisión bajo la modalidad de garantizada.

3.11.1.3 Límites de estas operaciones. Los topes que tienen son los siguientes:

- El saldo que tenga una Sociedad Comisionista de Bolsa en todas su operaciones por cuentas propia, no podrá ser superior a dos veces su patrimonio técnico.
- Sin embargo, si la Sociedad Comisionista de Bolsa tiene compromisos escritos irrevocables que lo supere, el límite será de cinco veces dichos patrimonio, siempre y cuando, la porción de contratos que lo exceda dos veces, esté cubierta por esos compromisos.

Estos casos de la colocación garantizada, con independencia del período de ejecución en que se halle el negocio, se aplicarán los anteriores límites.

- Cuando una misma persona se vea obligada adquirir una cantidad superior al diez por ciento (10%) del valor del contrato celebrado por la Sociedad Comisionista, dichos compromisos se computaran por el diez por ciento (10%) del valor del contrato. Las cartas de compromiso firmadas por las Sociedades vinculadas a la Sociedad Comisionista en Bolsa en conjunto no podrán ser superiores el diez por ciento (10%) del valor de dicho contrato.
- Los compromisos irrevocables que adquieran las Sociedades Comisionistas de Bolsa en operaciones por cuenta propia, deben acreditarse de manera previa ala colocación ante la Superintendencia de Valores mediante certificación o cualquier otro medio.

3.11.1.4 Operaciones que pueden realizar por cuenta propia en el Mercado Secundario. Vale la pena hacer la aclaración que Mercado Secundario no es lo mismo que SEGUNDO MERCADO. El mercado secundario se refiere a la compra y venta de papeles comerciales que han sido ya comprados por otras personas y se transan en Bolsa, tales como CTD's, Factoring, OMAS, titularizaciones, y otros. Las acciones que pueden realizar son:

- La adquisición de valores inscritos en la bolsa, que tengan por objeto otorgarle liquidez y estabilidad al mercado, atendiendo a las ofertas o estimulando y abasteciendo las demandas.
- Las adquisiciones de valores inscritos en la bolsa, que tengan por objeto reducir los márgenes entre el recio de demanda y oferta.
- La enajenación de valores adquiridos en esta forma.

3.11.1.4.1 Segundo mercado. Es un mercado creado para promover la financiación de Micro, Pequeñas y Medianas empresas (MIPYMES), por medio de emisión de Títulos, según lo reglamenta la Resolución 400 de 1995 de la Supervalores. Los Títulos emitidos son colocados y negociados en la Bolsa de Valores de Colombia. Las empresas que pueden emitir los Títulos, son las empresas MIPYMES que posean flexibilidad productiva, cuenten con capacidad para generar empleo y colaboren en el desarrollo económico de la región y del país. Deben de contar con activos entre \$1000 y \$10000 millones de pesos.

3.11.1.4.1.1 Inversionistas que participan. Inversionistas que posean o administren un portafolio de inversionistas no inferior a 8500 salarios mínimos legales vigentes, mensuales. Corresponden a conocidos inversionistas institucionales de la región y del país, tales como Corporaciones Financieras, Fondos de Pensiones y Cesantías, Fondos Mutuos de Inversión, empresas con alta capacidad de inversión.

3.11.1.4.1.2 Títulos que pueden emitirse. Los Títulos Valores que pueden emitirse son instrumentos de deuda o de capital emitidos por las empresas para lograr financiación a bajo costo. Se pueden emitir: Acciones, Bonos, Bonos Convertibles en Acciones (BOCEAS) y papeles comerciales.

3.11.1.4.2. Principios generales que se deben cumplir cuando se realizan estas operaciones. Son los siguientes:

- Las sociedades comisionistas no podrán realizar operaciones por cuenta propia en el mercado secundario, en detrimento de los intereses de sus clientes.
- Cuando estén en conflicto los intereses de los clientes y los de la sociedad comisionista, siempre prevalecerá el interés del cliente.
- Las compras y ventas de los valores sólo pueden llevarse a cabo después de haber satisfecho totalmente las órdenes del cliente.
- La sociedad comisionistas que realice una oferta o demanda por cuenta propia, debe darle prioridad a cualquier oferta o demanda que se presente en igualdad de condiciones por la otra sociedad comisionista que realice por cuenta de su cliente.

- Las operaciones por cuenta propia deben evitar los conflictos de interés y el uso de información privilegiada.
- Las sociedades de comisionistas de bolsa deben efectuar la recepción y la asignación de la órdenes que lleven a la realización de operaciones por cuenta propia, por medio de los sistemas electrónicos que han sido adecuados para tal efecto.
- Las sociedades de comisionistas de bolsa deben anotar cronológicamente en el libro de registro las compras y ventas realizadas por cuenta propia, en dicha anotación se debe dejar constancia expresa de que su realización se efectuó por cuenta propia.
- Las sociedades comisionistas de bolsas deben nombrar por lo menos un representante legal de la entidad que se encargue preferencial y prioritariamente de las operaciones por cuenta propia, informando a la Superintendencia de Valores y a las Bolsas el nombre de dicho representante.
- Las sociedades comisionistas de bolsa, cuando el cliente desea su contraparte, deben obtener autorización expresa, previa y escrita de éste, y se dejará constancia de esto en el respectivo comprobante.
- Las sociedades comisionistas de bolsa deben obtener autorización expresa, previa y escrita del cliente, y se dejará constancia de esto en el respectivo comprobante, aunque hayan sido autorizadas por un comitente para administrar sus valores. Esto con el propósito de realizar el cobro de capital y sus rendimientos, y reinvirtiéndolo de acuerdo con las instrucciones de su cliente.
- Las sociedades comisionistas de bolsa deben informarle al cliente cuando éste sea contraparte, y así lo pide, las condiciones en que haya realizado operaciones por cuenta propia sobre valores de la misma naturaleza y característica similares en el mismo día o en el inmediatamente anterior.

3.11.1.4.3 Límites que deben cumplir éstas operaciones. Las siguientes son las barreras legales de las Sociedades intervencionistas:

- El tiempo de permanencia promedio ponderado de toda la totalidad de las inversiones que tengan por cuenta propia en el mercado secundario, no podrá exceder de 120 días. Se entiende por tiempo de permanencia promedio ponderado la sumatoria de los productos obtenidos al multiplicar el valor presente por cada inversión, por su respectivo tiempo de permanencia calculado con base en días comerciales, dividida por la sumatoria de los valores presentes del total de inversiones.

- Las sociedades comisionistas de bolsa no podrán realizar operaciones por cuenta propia en el mercado secundario, cuando la contraparte sea directa o indirectamente una sociedad comisionista que administre portafolios de terceros o fondos de valores que no tienen personería jurídica.
- El saldo que tenga una sociedad comisionista de bolsa en el mercado secundario de valores en ningún caso podrá ser superior a 10 veces el patrimonio técnico; sin embargo deben tenerse en cuenta los siguientes límites especiales:
 - Cuando se trate de acciones y títulos de participación o mixtos emitidos en procesos de titularización no podrá exceder de una vez el patrimonio técnico.
 - Cuando se trate de títulos emitidos, avalados o garantizados por entidades vigiladas por la Superintendencia Bancaria, títulos de deudas emitidos por entidades diferentes a los establecimientos de créditos, títulos de contenido crediticio emitidos en un proceso de titularización o títulos cuyo valor dependa de las fluctuaciones de la tasa de cambio, no podrán exceder de siete veces el patrimonio técnico.
 - Cuando se trate de operaciones de reporte activas no podrán excederse cincuenta (50%) del patrimonio técnico, sin que se exceda de un veinte (20%) del mismo, por cada cliente.
 - En los títulos que emita o avale la Nación o el Banco de la República no habrá limitación especial.
 - Las sociedades comisionistas no podrán, en operaciones por cuenta propia en el mercado secundario, adquirir compromisos de compra de futuros y su participación en operaciones de carrusel estará limitada a la operación inicial de los mismos.
 - Las sociedades comisionistas de bolsa no podrán mantener en acciones de bonos convertibles en acciones más del diez por ciento (10%) del total en circulación un mismo emisor.

3.11.1.5 Posibles inversiones. Con su propio capital pueden realizar las siguientes inversiones:

- Compra de valores.
- Todas aquellas que guarden relación directa con su objetivo social.
- Tratándose de bienes inmuebles, la inversión será procedente cuando tenga como finalidad la utilización del bien para el funcionamiento de la entidad.

3.11.1.6 Inversiones prohibidas. No podrán adquirir acciones, cuotas partes de interés o aportes sociales de carácter cooperativo en cualquier clase de sociedades o asociaciones, salvo que se trate de bienes raíces que le sean traspasados a una sociedad comisionista, en pago de deudas previamente contraídas, o de bienes recibidos en dación de pago.

3.11.2 Sociedades administradoras de inversión. Estas también están sujetas al control de la Superintendencia de Sociedades, manejan recursos del público mediante fondos en los colectiva y homogéneamente se administran las inversiones. Tienen como objeto recibir en dinero suscripciones del público, para constituir y administrar, conforme a las disposiciones del presente estatuto, un fondo de inversión.

3.11.2.1 Operaciones permitidas. Las sociedades administradoras de inversión podrán realizar actividades de intermediación público de valores, en la medida en que se lo permita su régimen legal y con arreglo a las disposiciones que expida la Sala General de la Superintendencia de Valores.

3.11.2.2 Posibles inversiones. Las diferentes aplicaciones del capital propio de éstas sociedades son las siguientes:

- En acciones y bonos de Sociedades Anónimas, no menos del cincuenta y cinco por ciento (55%) del activo del fondo.
- En valores emitidos por la Nación, los departamentos, los municipios, el Banco de la República y el Fondo Nacional del Café.
- Las cédulas hipotecarias, no más del diez por ciento (10%) del activo total del fondo.
- En los demás valores que autorice de manera general la Superintendencia de Valores.
- Las inversiones anteriores sólo podrán realizarse cuando dichos títulos estén inscritos en una bolsa de valores y a través de ella, salvo cuando se trate de la adquisición en el mercado primario, caso en el cual bastará que el título se encuentre inscrito en una bolsa de valores.
- En inversiones de alta liquidez.

3.11.2.3 Límites de las administradoras de inversión. Son limitantes las siguientes:

- No podrán invertir más del diez por ciento (10%) del activo del fondo en valores emitidos por una sociedad.

- No podrán adquirir acciones o bonos convertibles en acciones de una sociedad cuyo número exceda el diez por cientos (10%) de las acciones o del diez por ciento (10%) de los bonos convertibles en acciones en circulación; respectivamente.
- Las sumas provenientes de las suscripciones del público representadas en certificados de inversión, no podrán exceder del veinticinco (25) veces su capital pagado patrimoniales.
- Se exceptúan de los límites anteriormente señalados la valorización de la inversión, el pago de dividendos en acciones y la suscripción de acciones o bonos en ejercicio del derecho de preferencia.

3.11.3 Sociedades fiduciarias. Como complemento de lo expuesto en el capítulo uno, estas sociedades aparte de inversionistas institucionales, son intermediadoras como mecanismo elástico que permite realizar todas las finalidades lícitas que las necesidades o la imaginación de los clientes determinen.

Mediante la fiducia, una persona natural o jurídica llamada Fideicomitente o Constituyente entrega a una Sociedad Fiduciaria uno o más bienes concretos, despojándose o no de la propiedad e los mismos con el objeto que dicha fiduciaria cumpla con una determinada finalidad, en provecho del mismo cliente o de quien éste determine ser Beneficiario.

Terminada la fiducia los bienes son devueltos al Fideicomitente o al Beneficiario.

La Sociedad Fiduciaria nunca adquiere la propiedad absoluta de os bienes recibidos a título de fiducia.

En Colombia existen varios tipos de Fiduciarias como lo es la Testamentaria, en la cual se administran los bienes para después ser entregados a los hijos o a los establecidos en el contrato. Por ello, la Sociedad cobre una comisión; la Inmobiliaria, que es en donde se entrega un bien inmueble para que la Sociedad lo disponga, como por ejemplo, si es entregado un edificio la Fiduciaria cobra los arriendos, alquila los apartamentos, etc., Esta clase de Fiduciaria cobra los arriendos, alquila los apartamentos, etc., Esta clase de Fiduciaria también construye; en Garantía, es cuando una persona pide un crédito y la garantía de pago son algunos bienes, el cliente los entrega a la Fiduciaria para crearlos como patrimonio autónomo con el fin de no sentirse tentado a usarlos, venderlos, arrendarlos, etc.; Fiduciaria de Inversión consiste en invertir montos de dinero en un fondo común ordinario donde la Sociedad lo utiliza para vender y comprar títulos en Bolsa y el rendimiento que produzcan dichos títulos se reparte entre los que conforman el fondo mas la comisión de la Fiduciaria; y por último de Concesión, donde la Sociedad Fiduciaria gestiona fondos de concesiones

de obras públicas etc., haciendo el papel de veedor o regulador para garantizar la eficiencia del proyecto. También puede dirigir concesiones para mantenimiento.

3.11.4 Banca de inversión. La banca de inversión corresponde a un tipo especial de intermediario financiero que presta servicios financieros a personas jurídicas o a personas naturales. Difiere de la banca comercial en el tipo de operaciones que está autorizada a realizar y en el tipo de actividades que usualmente ejecuta. No obstante que su organización específica y el campo de actividades difieren de país a país, no captan dinero del público en la forma convencional como lo hacen los bancos, instituciones de ahorro y otras instituciones financieras; usualmente, las operaciones de crédito están restringidas a sus clientes, para el financiamiento de las operaciones de crédito están restringidas a sus cliente, para el financiamiento de las operaciones y/o servicios que son característicos de la banca de inversión.

La banca de inversión como tal no exista en Colombia; algunas de su operaciones características las desarrollan sociedades comisionistas de bolsa, corporaciones financieras, sociedades fiduciarias o firmas de consultoría y asesoría, incluso, su existencia como intermediario financiero especializado no esta contemplado en la legislación bancaria no es claro que a otros intermediarios financieros se les prohíba operaciones que en otros países son propias de las banca de inversiones.

3.11.4.1 Actividades principales de la banca de inversión. Para ejecutar sus principales, la banca de inversión debe tener un amplio dominio en áreas como el análisis del negocio y sector en el cual deberá operar, conocimientos en investigación económica, política y social, conocimientos de los mercados financieros, conocimientos legales, contables y tributarios, experiencia en inversión.

Sus principales actividades son:

- Consecución de capital: "Underwriting" (acciones y papeles de renta fija), emisiones y colocaciones privadas (acciones y papeles de renta fija), financiamiento de proyectos, equipos y otros activos; financiamiento a proyectos públicos (salud y control a la polución), mercado secundario de hipotecas, creación de empresas, capital de riesgos, desarrollo de proyectos de construcción y financiamiento de recursos naturales.
- Capital management: Manejo de portafolios de acciones para fondos de pensión, planes de inversión, legados (fideicomisos) fondos públicos e inversión de personas naturales.

Manejo de portafolios de papeles de renta fija y acciones para corporaciones, inversionistas institucionales y fondos públicos.

Administración de finca raíz y de inversiones en finca raíz para fondos de pensión de entidades públicos.

- Consejería profesional: Títulos valores (acciones, papeles de renta fija, opciones), estrategias para la configuración y manejo de portafolios análisis económicos y sondeos de opinión.

Desarrollo corporativo: Fusiones, adquisiciones, estrategia corporativa, planeamiento financiero, comunicaciones y estudios de mercadeo.

Consejería en Inversiones: Activos personales, ventajas tributarias, finca raíz, planeamiento financiero.

- Mercado de dinero y mercado de capitales: Negociación de acciones (acciones comunes, acciones preferenciales y títulos convertibles), negociación de bonos, negociación de paquetes de títulos, e intermediación de finca raíz.

4. EXPERIENCIA DEL SEGUNDO MERCADO EN SANTIAGO DE CALI

El departamento de planeación y desarrollo de la Bolsa de Valores de Colombia tiene como objetivo la creación de nuevos productos. El proyecto del Segundo Mercado fue creado por medio de la resolución 400 de 1995 y desde el punto de vista normativo lo que se busca es que sensibilicen de alguna manera los requisitos de información que se deben enviar a la Superintendencia de Valores para autorizar la oferta pública y para inscribir el título de renta.

Efectuando una evaluación de las gestiones realizadas por esta entidad, se ha determinado que, a pesar de los avances normativos contenidos en las disposiciones mencionadas, no han existido lo suficientemente interesantes como para generar una utilización a gran escala del Segundo Mercado.

4.1. EXPERIENCIA DE LA BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA

En 1995 la Bolsa de Occidente (hoy Bolsa de Valores de Colombia) seleccionó como grupo objetivo del programa, tendiente a la realización de emisiones al amparo de las normas del Segundo Mercado, el segmento de la ciudad de Santiago de Cali de 1.634 pequeñas y medianas empresas especificadas con activos entre \$1.000 y \$ 10.000 millones registradas en la Cámara de Comercio de la ciudad, por su incidencia en el fortalecimiento de la estructura industrial y la especial atención que requieren, teniendo en cuenta su dificultad de acceder al crédito financiero a los pocos beneficios en su utilización por al altas tasas de interés cuando lo consiguen.

Estas empresas fueron seleccionadas con base a su actividad económica ya que eran las más propicias para ser involucradas en el programa. Una vez realizado este proceso, se efectuó un acercamiento vía correo directo, procediéndose posteriormente a hacer seguimientos telefónicos y visitas de información y promoción adicional cuando fuera necesario. Pasada esta etapa, la Bolsa realizaba un perfil de las compañías interesadas en emitir títulos y se presentaban a un grupo de banqueros de inversión de la ciudad, al igual que las firmas comisionistas miembros de la Bolsa, para que fueran contactadas por los interesados en adelantar el proceso de banca de inversión, que terminaría en realización de la emisión.

Se tomó como primer grupo el constituido por empresas con activos entre 5.000 y 10.000 millones de pesos. De las 134 existentes, se seleccionaron a 75 de ellas por sus características, efectuándose para

ellas el acercamiento vía correo directo, y los seguimientos telefónicos y visitas de información y promoción adicionales correspondientes. Como segundo grupo objetivo, se considero el constituido por empresas con activos entre 1.000 y 5.000 millones de pesos. De las 1.500 existentes en dicho rango de activos se efectuaron dos ciclos de acercamientos vía correo y demás gestiones a 219 de ellas.

Como resultado del primer acercamiento manifestaron interés 32 empresas, a las cuales se visitó y se hizo entrega del material promocional. De éstas, 4 fueron presentadas ante las firmas comisionistas de bolsa y de banca de inversión, de las cuales solo una inició el proceso de vinculación al Segundo Mercado.

En el segundo acercamiento, 18 empresas se mostraron interesadas inicialmente y se surtieron con ellas las diligencias iniciales de presentación, visita y entrega de material promocional. De éstas, 3 fueron presentadas ante las firmas comisionistas de bolsa y de banca de inversión. De este grupo, únicamente una de ellas se interesó en pertenecer al Segundo Mercado.

Como resultado del tercer acercamiento, manifestaron disposición 13 empresas, con las cuales se realizaron las operaciones de información correspondientes y al final ninguna mostró interés para la realización de presentaciones ante las firmas comisionistas de bolsa y de banca de inversión.

Ese fue un trabajo muy valioso e interesante para la Bolsa de Colombia que se desarrolló a lo largo de 1 año y medio aproximadamente.

El programa pretendía armar un perfil básico de la compañía sin profundizar en análisis financieros, ni de mercados, ni de producción, sólo basados en cifras básicas de Estado de Resultados (G & P), Balance General y Flujo de Caja. Ese perfil sería presentado por la Bolsa a banqueros de inversión de la ciudad para que éstos concretaran con la empresa la realización de un proceso de bancalización para que una vez se autorizaran las emisiones, los comisionistas empezaran a colocar los títulos valores en el mercado.

Ese era un proceso en el que la Bolsa les colaboraba haciendo la presentación sin cobro alguno, con un previo formato que las empresas debían diligenciar. Se pretendía preparar un canal entre los que necesitaban dinero y los que le podían proveer el servicio de banca de

inversión y posteriormente de colocación. Los banqueros de inversión y los comisionistas de Bolsa cobran por sus servicios.

La Bolsa realizó estas ayudas porque una de sus principales funciones es desarrollar el mercado de capitales.

4.1.1. Motivos de la poca efectividad del segundo mercado en Santiago de Cali. El segundo mercado, a pesar de ser un sistema de capitalización y financiación eficiente para las MIPYME, su adaptación en Santiago de Cali no obtuvo los resultados que la Bolsa de Occidente (hoy Bolsa de Valores de Colombia) y la Superintendencia de Valores esperaban. A continuación se exponen las principales causas a las que se debe la poca efectividad de este sistema.

4.1.1.1. Motivos operativos

- Para las micro, pequeñas y medianas empresas (MIPYME) no es suficiente que les disminuyan de alguna manera la carga de información que deben presentar ante la Superintendencia de Valores, ya que cualquier tipo de empresa, independientemente de su tamaño debe tener diligenciar periódicamente sus estados financieros y su contabilidad para tener la información acerca de la situación de la empresa.
- No existen incentivos especiales, primordialmente de carácter económico que motiven a las MIPYME a la utilización del mecanismo de emisión del Segundo Mercado. No obstante que se menciona en la Ley 590 de 2000 en los artículos Nos. 36 y 37, la democratización accionaria.
- A pesar de que la Constitución establece la obligación permanente del Estado de velar por las actividades financiera, aseguradora y bursátil, así como cualquier otra relacionadas con el manejo, aprovechamiento e inversión de los derechos provenientes del ahorro privado, nuestro mercado de capitales es aún pequeño; comparativamente con el mercado bursátil latinoamericano, es apenas del 3.5 %; ahora bien, si tenemos en cuenta su desarrollo a partir del año 1986 hasta julio de 2001, las tres bolsas de valores que funcionaban (Bogotá, Medellín y de Occidente), el mercado de capitales colombiano se encontraba segmentado por la operación parcialmente aislada de las tres bolsas de valores.
- El Sistema Financiero en Colombia está diseñado para promover el desarrollo del mercado bancario (con visión cortoplacista), en

121

detrimento del mercado de capitales (con visión largoplacista). Debemos de tener en cuenta que a mayor desarrollo relativo del mercado de capitales, mayor la competencia entre diferentes instrumentos para captar el ahorro y mayores las oportunidades y herramientas para la financiación de la inversión.

- Este es el mayor desincentivo, y una de las causas para que las empresas emitan acciones ya que en estas épocas de crisis éstas

acuden al sistema financiero o al mercado extrabancario a solicitar préstamos obteniéndolos en muy pocos días, ya que este tiene mayores ventajas en cuestión de tiempo en los trámites. Desafortunadamente no hay planeación financiera (en la MIPYMES), motivo por el cual estas empresas llegan a la Bolsa y solicitan dinero a corto plazo (1 mes generalmente) porque dentro del mismo periodo éstas tienen vencimientos y necesitan recursos para cubrirlos. La utilización del Mercado de Capitales se debe hacer de una manera programada y planeada, la cual hace que sea efectiva la salida al mercado no cuando la compañía esta ahogada o líquida, porque cuando se está en esta situación nadie se va interesar en adquirir el título valor, por lo tanto es necesaria que la compañía haga una programación de emisión a mediano o largo plazo, no para cubrir contingencias; así no funciona éste mercado.

- La disminución en algunos costos de emisión no estimula el mercado, por el contrario, las MIPYMES necesitan un aliciente adicional que debe ser de tipo económico como algún descuento de impuestos realizado a la compañía que emita acciones, principalmente, en el mercado público. A partir de 1986 se han realizado reformas como la eliminación e la doble tributación, brindándole a los accionistas la oportunidad de que las utilidades por la venta de acciones en Bolsa sea libre de impuestos o ganancia ocasional y el no-reconocimiento dentro del patrimonio de los accionistas la porción correspondiente a cuotas, partes de interés o acciones como incentivo a la tributación de la renta.
- En reforma de diciembre de la ley tributaria 488, se redujo lo alicientes tributarios en cuanto a la no-consideración de renta o ganancia ocasiona para la utilidad de venta de acciones inscritas en Bolsa; hoy en día este beneficio lo obtienen las de alta y media Bursatilidad, dejando a las MIPYME por fuera de este beneficio.
- El segundo mercado está desatinado a que los títulos emitidos sea comprados únicamente por inversionistas profesionales o institucionales. La misma resolución 400 de 1995 exige tener un portafolio hoy en día de 4.000 millones de pesos.

Los que califican como inversionistas institucionales son comúnmente las entidades financieras y dentro de ellas particularmente las administradoras de fondos de pensiones y cesantías en las cuales se encuentra un contrasentido de tener unos requisitos de valuación de portafolios muy exigentes, donde se requiere una rentabilidad de un portafolio ideal que evalúa la Superintendencia Bancaria, lo cual pretende que las inversiones que se realizan tengan además de un buen rendimiento, una calificación muy alta.

Es segundo mercado es ideal para empresas medianas y pequeñas que no van a estas}r calificados entre las mejores: Ni triple A, ni doble A ni mucho menos van a ser una simple A, o una triple B o B, y un emisor

promedio se resiste a salir al mercado ante la eventualidad de obtener una calificación mediocre, y un inversionista profesional o institucional de obtener una calificación mediocre, y una inversionista profesional o institucional no adquirirá títulos con calificaciones inferiores a A-. Adicionalmente, por razón de la calificación, se encarece la emisión en un 0.58% efectivo, haciéndola aun menos atractiva para el emisor.

Desgraciadamente las entidades profesionales solo pueden comprar valores que tengan una buena calificación debido a exigencias de las normas y reglamento de sus portafolios, La calificación de valores por medio de una calificadora de riesgo, no será alta sino mediana, debido a la naturaleza de las MIPYME, por consiguiente, estas empresas no estarían dispuestas a someterse a todo el proceso, por lo tanto la venta de los títulos se van a dificultar en el mercado.

- Hay restricción de acceso para las empresas emisoras, la cual consiste en que deben tener un patrimonio superior a 1.000 millones de pesos inferior a 10.000 millones de pesos, por lo tanto las MIPYME que se salgan de ese rango no se consideran aptas para ingresar al Segundo Mercado, limitando de esta forma los posibles beneficiarios del sistema.
- Para algunos empresarios es favorable que les soliciten los estados financieros de su pequeñas y medianas empresas inscritas cada año por que esta forma se disminuyen las restricciones, a diferencia del Primer Mercado en donde se exigen cada tres meses, pro al ser la MIPYME empresas poco reconocidas y con estados financieros no muy complejos, crea incertidumbre para los inversionistas debido a que deben asumir un algo margen de riesgo.
- Es necesario disminuir a ponderación de riesgos o avales por parte de las entidades financieras realizándose de una forma más benévola y así lograr una calificación más optima.
- Las ventajas comparativas del Segundo Mercado frente al mercado principal no son suficientemente estimulantes como para hacer realmente atractivo este sistema para las MIPYME. Por ejemplo, al realizar una simulación de una emisión de bonos ordinarios de 1.000 millones de pesos a 3 años por una empresa cuyo patrimonio consta de 5.000 millones de pesos en activos en el mercado principal y segundo mercado presentado en los tres escenarios posibles como son: Con aval/ sin calificación, sin aval / con calificación, sin aval / sin calificación (ver anexos desde 4-6 hasta 4-12) se arrojaron los siguientes resultados:

Tabla 16. Resultados de una emisión de 1.000 millones de pesos en bonos ordinarios a 3 años por una empresa con patrimonio de 5.000 millones de pesos en activos.

DESCRIPCION	RESULTADOS DE LA EMISION
Derechos de inscripción en el RNVI	Ahorro del 0.04% con respecto a los costos del mercado principal.
Cuotas de renovación	Ahorro del 0.18% con respecto a los costos del mercado principal.
Derechos por la realización de Ofertas Públicas	Ahorro del 0.06% con respecto a los costos del mercado principal
En el segundo mercado no se requiere representante legal de los tenedores de bonos.	Ahorro del 0.39% con respecto a los costos del mercado principal.
En el segundo mercado no se impone monto mínimo de la emisión de 2.000 salarios mínimos mensuales.	Los costos del mercado hacen que una emisión inferior a 3.000 salarios mínimos mensuales no sea rentable.

Fuente: Bolsa de Valores de Colombia 1999

Teniendo en cuenta de esta forma total de costos del 0.89%, equivalente a una disminución el la TIR del 0.32% efectivo en los escenarios sin aval / con calificación y sin aval / sin calificación; y una reducción total de costos del 0.94% correspondiente a una disminución de la TIR del 0..334; obteniendo en todos los casos anteriores un ahorro monetario de \$ 5.443.743 (ver anexo 4-14).

Al comprar esta emisión en segundo mercado con la consecución de un crédito financiero de 1.000 millones con un plazo igual de tres años (ver anexo 4-12 y 4-13), se concluye que una emisión avalada sin calificación no competitiva frente al crédito, considerando la diferencia a favor de la emisión por 0.60% efectivos o 0.41% en T.A.

A pesar de que los diferenciales a favor de la emisión se amplían frente al crédito en los casos sin aval / con calificación y sin aval / sin calificación, no son concluyentes como incentivos para el uso de la alternativa planteada. En el primer caso la diferencia es de 4.3% efectivo o 0.96% T.A., mientras que el segundo es de 4.89% efectivo o 3.36% T.A. Es necesario mencionar que dichas ventajas son casi iguales a si la emisión se realiza en primer mercado como se mencionó anteriormente, en cuyo caso se reducen en ambos escenarios en 0.32% efectivo o 0.22% T.A. (ver anexo 4-13).

4.1.1.2 Motivos macroeconómicos

- Al ser Colombia una economía subdesarrollada presenta una débil Demanda Agregada lo cual es un punto central para el crecimiento económico, por ende, muestra una baja capacidad de generación de ahorro y por lo tanto una incipiente tasa de Inversión.

La población no cuenta con suficiente poder adquisitivo por lo que tienen que gastarse todos los ingresos y a las personas que le sobra dinero, no lo invierten o lo invierte de otra manera, como es el caso del ahorro en el exterior. Como consecuencia de lo anterior, el mercado de capitales es muy estrecho y con un crecimiento lento. La movilización de ahorro no es representativa y los papeles que se transan son los mismos; los de renta fija son básicamente CDT's y bonos, las acciones que más se transan son muy pocas¹⁴, y buena parte de estas transacciones son realizadas entre las mismas entidades financieras.

- El marco regulatorio colombiano¹⁵ no le da seguridad a las población, a los inversionistas, y a quienes van a actuar en determinados mercados. Debido a los fenómenos anteriores, en Colombia se han establecido otros métodos de financiamiento no formales como lo son el préstamo extrabancario y el crédito por parte de los proveedores a corto plazo.

4.1.1.3 Motivos mesoeconómicos

- Macro: La emisión de Títulos Valores sirva para financiarse con el fin de realizar una expansión productiva, una modernización tecnológica, diversificar, aumentar capital de trabajo, etc., dichas financiaciones son por lo regular a Largo Plazo, pero las MIPYME prefieren obtener fondos a Corto Plazo con el fin de saldar deudas, por lo tanto existe un problema de competitividad, de mercado, y de cultura empresarial, acompañadas por cierta mediocridad y conformismo. Además las tasas internas de retorno financieras son bajas y no permiten recuperar el Capital.

- Micro: en consecuencia de lo anterior, la financiación a Corto Plazo no le permite a la empresa obtener la rentabilidad necesaria para recuperar el dinero de la financiación.

4.1.1.4 Motivos microeconómicos

¹⁴ El número de acciones que se transan son aproximadamente 35 entre 2.500, las cuales representan el 80% de las transacciones en Bolsa

¹⁵ El Marco Regulatorio son todas las medidas de políticas económicas, financieras, cambiarias y monetarias, que generan en Colombia varios fenómenos: 1) tramitología, 2) la incertidumbre, 3) la desconfianza.

- Los costos asociados. Las MIPYME normalmente no tienen un a infraestructura administrativa suficiente para encargarse de la emisión de Títulos Valores, además en un proceso de emisión hay que pagar a la bolsa ciertos derechos, hay que pagarle al que estructura la emisión, si son bonos garantizados hay que pagarle una comisión al banco que va a avalar la inversión etc., y a pesar que son costos reducidos, las MIPYME no se arriesgan por medio y falta de información.
- Las MIPYME no han sabido cimentar la credibilidad y confianza dentro del mercado de bienes y servicios ya que no sienten la necesidad de darse a conocer con publicidad, ni con productos sobresalientes, debido a la poca mentalidad competitiva que limita la posibilidad de expansión empresarial.
- Las empresas con mayor visión expansionista son las grandes compañías exportadoras y multinacionales, ya que además de generar más credibilidad, son capaces de arriesgar más en cuanto a los costos asociados a la titularización de papeles comerciales, aspecto que limita a las MIPYME a vincularse al sistema debido a la baja calificación de los títulos valores en comparación a los títulos de estas empresas.

4.1.1.5 Motivos de mercadeo.

- Otros de los problemas críticos es la carencia de promoción y publicidad del mercado público de valores. Los intermediarios de valores tradicionalmente han jugado un papel pasivo en el mercado al no promover agresivamente diferentes alternativas de inversión, y las firmas comisionistas de bolsa no han desarrollado actividades de investigación dirigida a inversionistas y muy pocas realizan estudios de mercado. Adicionalmente, escasas firmas consideran que la publicidad y mercadeo sean fundamentales en la estrategia competitiva¹⁶

Es indispensable que el énfasis futuro sobre el desarrollo del mercado de capitales se coloque en el papel que deben desempeñar los intermediarios del mercado de valores en los aspectos relacionados con la promoción del mercado. Para ello se requiere consolidar patrimonialmente a las sociedades comisionistas de bolsa, en especial con requerimientos diferenciales según las actividades desarrolladas, reorientar sus actividades hacia la banca de inversión y en particular hacia la intermediación del mercado de valores, así como estudiar la posibilidad de facilitar su acceso a recursos de financiamiento de última instancia.

En este sentido se sugiere aumentar los requerimientos de capital de las firmas comisionistas, aunque no en un monto que ponga en peligro su permanencia en el mercado. Es decir, se debe evitar a toda costa que esta actividad se concentre. Para ello es importante establecer regímenes diferenciados de capital para diferentes actividades. Así mismo, tanto en las sociedades comisionistas de bolsa como en las corporaciones financieras, tendrá que darse mayor capacitación del recursos humano.

Es inaplazable que estos agentes diseñen estrategias agresivas de promoción de las diferentes alternativas de financiación a través del mercado de capitales. En la actualidad, el papel de los intermediarios y de los asesores en el mercado es muy reactivo. Se le prestan servicios a los emisores una vez ellos están convencidos de la conveniencia de ir al mercado. Falta un trabajo sistemático de promoción de estos negocios que anticipe las necesidades de las empresas y mercadeen las posibilidades que ofrece el mercado de capitales.

Igualmente, lo que se requiere es una mayor convergencia entre las firmas comisionistas de bolsa quienes deben tener la cultura empresarial para este tipo de negocios, las corporaciones financieras que tienen el capital necesario y las tesorerías que pueden dinamizar el mercado secundario. Por ello se debe promover la integración entre las firmas comisionistas y los intermediarios financieros para que los primeros

¹⁶ Esto son los resultados arrojados por la encuesta realizada por la Misión de Estudios del mercado de Capitales, 1996.

desarrollen tareas de mayoristas y los segundos de minoristas. Esto exige que las corporaciones financieras desarrollen los canales de distribución y de contacto con el mercado, los cuales han estado virtualmente ausentes de sus actividades.

- **Falta de publicidad.** La Bolsa de Valores de Occidente (hoy Bolsa de Valores de Colombia) en Santiago de Cali, para dar a conocer el segundo mercado, realizó sin resultado una venta personal, con una selección previa de 1.634 MIPYMES, haciendo uso del envío de información a través de correo, luego llevando a cabo llamadas telefónicas para confirmar la entrega de la información, y posteriormente se procedió a visitar a las empresas convenientes.

Pero en general, la publicidad también es una presentación de ventas de tipo no personal y de modo constante, promocionando las mismas y haciendo uso de las relaciones públicas, para que con una combinación real de los elementos promocionales se puedan hacer efectivas las metas de la actividad promocional que son en su orden la entrega de la información, el incremento de la demanda, la diferenciación del producto, fijar el valor del servicio en el mercado y mantener cierto nivel de ventas; de las cuales no han dado ningún efecto; se entregó parcialmente información pero no fue significativa la respuesta.

En el lado de la demanda de inversión, es lógico reconocer que es complicado promocionar productos intangibles (títulos valores por parte de las MIPYME), pero al mismo tiempo que se está buscando su oferta, se puede hacer una campaña de por lo menos darse a estos inversionistas este mercado.

4.1.1.6 Motivos coyunturales. Valle del Cauca. El Segundo Mercado en Colombia, y especialmente en Santiago de Cali, no ha sido efectivo. Por parte de la oferta (constituida por las MIPYMES) no tiene los recursos suficientes para emitir títulos valores ni la competitividad necesaria que le permita tener las ventajas suficientes para obtener los resultados esperados; y está desequilibrado por parte de la demanda, al ser los inversionistas escépticos ante la dudosa rentabilidad que pueden ofrecer dichas empresas debido a su bajo desempeño. A continuación se

presentan las causas por las cuales se ha presentado esta deficiente efectividad.

El estudio más reciente donde se evalúa los aspectos económicos más relevantes del departamento del Valle del Cauca, pertenecen al Observatorio económico del Valle del Cauca al primer trimestre de 2000¹⁷.

A propósito de este estudio, podemos mencionar los siguientes aspectos que consideramos pertinentes:

El crecimiento económico del departamento en 1999 se vio afectado negativamente debido a la recesión económica ya la caída de la demanda agregada nacional. Para el efecto, se realizó una estimación del crecimiento del PIB departamental para 1999, teniendo en cuenta dos características fundamentales: la primera, consiste en que la economía del Valle del Cauca es dependiente en un 90% de la demanda nacional y por consiguiente al crecer ésta, el PIB crece y viceversa; la segunda, tiene que ver con el crecimiento de la demanda por energía eléctrica, la cual es el resultado de una mayor producción, particularmente de la industria, que en el caso vallecaucano pesa un 33% de la misma.

De esta manera, si se tiene en cuenta que la economía colombiana cayó en 1999 en 5% y la demanda por energía eléctrica en 11.4%, es posible esperar un decrecimiento de la economía vallecaucana superior a la nacional. Sin embargo, se presentan mejores expectativas para el 2000, dados los mejores desempeños de algunos sectores económicos que se han observado durante el primer trimestre de este año en la economía nacional y particularmente en la del Valle del Cauca.

Los aspectos positivos del desempeño de la economía departamental tienen relación con la industria, que comenzó el año con indicadores positivos tanto en la producción como en las ventas y sus niveles de crecimiento han sido importantes. De acuerdo con los resultados de la Encuesta Mensual Manufacturera del DANE, entre enero y marzo de este año, comparado con el mismo periodo de 1999, la producción industrial creció en un 1% en términos reales, y con respecto al último trimestre de 1999, su crecimiento real fue del 4.3%.

Con la reestructuración de la administración pública departamental, se presentan mejores indicadores en lo que se refiere a gastos corrientes,

¹⁷ OFICINA DE COMUNICACIONES DE LA CÁMARA DE COMERCIO DE CALI. Observatorio económico del Valle del Cauca. La economía del Valle del Cauca primer trimestre de 2000. Agosto 2000.

gastos de funcionamiento y servicios personales, lo cual debe tender a mejorar el déficit fiscal del departamento en los próximos años.

El comercio después de presentar crecimientos negativos en los últimos años, -4% en el cuarto trimestre de 1999, presentó en el primer trimestre de 2000, un crecimiento del 0.3%, lo que significó una pequeña recuperación con respecto al mismo periodo de 1999, cuando su crecimiento fue negativo del 0.59%. Este crecimiento, aunque no muy significativo, deja ver un principio de recuperación para el sector. Las expectativas de los comerciantes para los próximos meses, igualmente han mejorado, presentando un 93% de expectativas buenas y regulares, contra un 7% de malas expectativas.

El sector financiero del Valle del Cauca mostró un mejoramiento en la calidad de la cartera, con una tasa del 10.4%, ocupando el segundo lugar a nivel nacional después de Medellín, que presentó un 7.4%; la tasa para Cundinamarca fue del 15.8%.

El sector externo presentó un importante crecimiento en las exportaciones con respecto al último trimestre de 1999. En el primer trimestre del 2000, las exportaciones totales del departamento llegaron a Us\$ 189,6 millones, lo que representó un crecimiento del 44.7% con respecto al último trimestre de 1999 (Us \$131 millones); el crecimiento respecto al mismo periodo de 1999 fue del 22.3%, cuando se exportaron Us\$155 millones. La balanza comercial presentó una mejoría debido al mayor crecimiento de las exportaciones sobre las importaciones. Venezuela, Estados Unidos, Ecuador y Perú fueron los principales destinos de las exportaciones del Valle del Cauca, con 21 %, 13%, 11% y 10% respectivamente.

No obstante lo anterior, hay casos como la construcción, sector que aún no ha podido despegar. Es así como entre enero y mayo de 2000 se aprobaron solamente 347.204 m² de construcción, representando una caída del 33% con respecto al mismo periodo de 1999. En lo que respecta a las obras que realmente se estaban construyendo, para el mes de mayo se tenían 114.000 m² en construcción. El metraje total se redujo entre enero y mayo de 2000, respecto al mismo periodo de 1999 en un 6.6%.

En el análisis de las variables macroeconómicas al primer trimestre del año, la inflación mostró un comportamiento establecen los principales rubros y su tendencia es a mantenerse en un dígito. El área metropolitana de Cali-Yumbo presentó a mayo el menor crecimiento en el índice de inflación, comparada con las principales ciudades del país.

La inversión neta privada en sociedades de Cali entre enero y mayo de 2000, cayó en un 17.4% con respecto al mismo periodo de 1999. Los sectores importantes que crecieron fueron agricultura, comercio,

transporte y comunicaciones. Sin embargo, la inversión neta presentó una recuperación significativa en el mes de mayo de este año, cuando creció en el 121.5% respecto al mismo mes de 1999, debido a que las constituciones de capital lo hicieron en 94.3% y las reformas en 134.7%.

En el caso de Cali, el número de desempleados alcanzó las 242.000 personas en marzo de 2000, con una tasa de desempleo del 21.5%, superior al promedio nacional, que presentó un 20.2%, pero inferior a Medellín que fue de 22.2%. Sin embargo, es importante recalcar que el número de ocupados creció entre marzo del 99 y marzo de 2000, en cerca de 50000 puestos de trabajo y el aumento de 17.700 desocupados, equivale al menor incremento de los últimos 5 años. Es decir, se observa un estrechamiento de la brecha entre la demanda y la oferta de puestos de trabajo.

Finalmente, al realizar un balance de los factores anteriores se observa claramente un cambio de tendencia que podría constituirse en el inicio de la recuperación económica de la región.

5. PLAN ESTRATÉGICO Y MERCADEO PARA LA REACTIVACION DEL SEGUNDO MERCADO

En este capítulo se analizarán las principales variables en el entorno que afectan las MIPIME en Santiago de Cali, teniendo en cuenta un enfoque hacia el Segundo Mercado, para así determinar las oportunidades y las amenazas más sobresalientes para este tipo de empresa. Igualmente se llevará a cabo un análisis interno del Segundo Mercado, para especificar con esta información las debilidades y fortalezas con que cuenta este sistema.

Una vez abstraídas las oportunidades y amenazas (a nivel externo) y las debilidades y fortalezas (a nivel interno), se proseguirá a realizar un diagnóstico haciendo uso de las Matrices de Evaluación del sector interno (EFI) y externo (EFE) para cuantificar según la decisión de los autores, la situación en la que se encuentra tanto el Segundo Mercado y las MIPIME para operar conjuntamente.

Realizado esto, se procederá a hacer una Matriz DOFA, con la cual se crearán estrategias contrarrestando las debilidades y amenazas por medio de las oportunidades y fortalezas encontradas.

Teniendo las estrategias, se efectuará un plan estratégico y de mercadeo que consiste en primer lugar plantear los objetivos que conllevarán a reactivación del Segundo Mercado, explicando luego las estrategias junto con sus programas y acciones respectivos, e identificando así las medidas necesarias para controlar estas propuestas una vez hayan sido adoptadas por la Bolsa de Colombia.

Además se harán recomendaciones básicas para que el Segundo Mercado siga su transcurso como alternativa efectiva de financiación y capitalización para las MIPYME en Santiago de Cali.

5.1 CARACTERISTICAS GENERALES DEL ENTORNO DE LAS MIPYME EN SANTIAGO DE CALI.

Análisis de las principales variables en el entorno que afectan a las PYME en la ciudad de Santiago de Cali, con un enfoque hacia el segundo mercado.

5.1.1 Entorno económico. Descripción de las variables económicas que afectan a las MIPYME para acceder al segundo mercado.

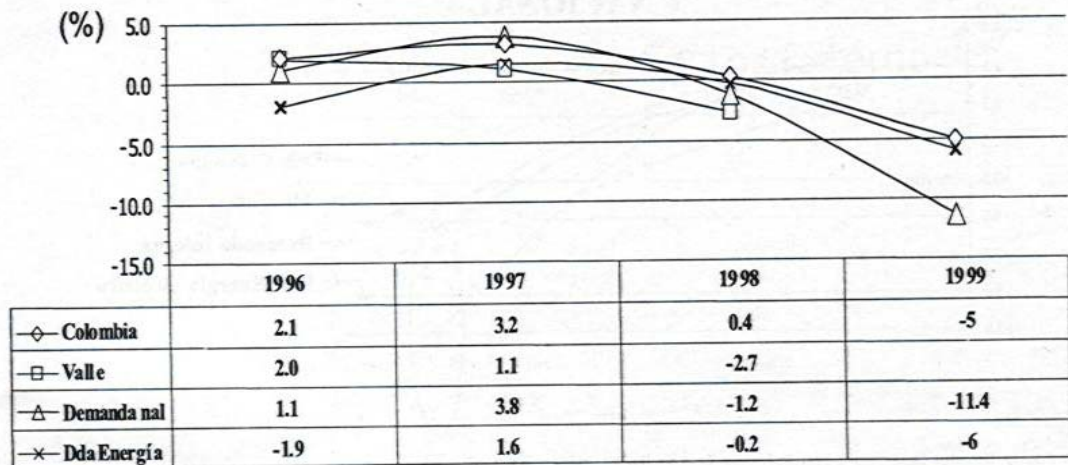
5.1.1.1 Crecimiento económico¹⁸. Mientras que PIB colombiano creció en 1997 y 1998 a una tasa de 3.2 % y .04 %, el crecimiento del Valle del Cauca para estos mismos años fue de 1.1 % y -2.7 %.

En 1999 el crecimiento de la producción colombiana fue de -5.0 %, presentando los mayores decrecimiento en los sectores Construcción (-19.9 %), Industria (-14.6 %) y el sector financiero (-6.9 %).

Para estimar el Crecimiento en el Valle del Cauca, se han tomado como referencia los siguientes variables: Crecimiento del PIB nacional, Crecimiento de la Demanda Interna Nacional y el Crecimiento de la Demanda por energía eléctrica.

Como se observa en la figura 6 existe una gran relación entre el crecimiento del Valle y el crecimiento de Colombia, y al mismo tiempo una relación con el crecimiento de la demanda agregada nacional, que presentó decrecimientos en 1998 de -1.2 % y en 1999 de -11.4 %.

Figura 6. Tasa de crecimiento real del producto interno bruto



Fuente: DANE, DAPV, CODE, DNP

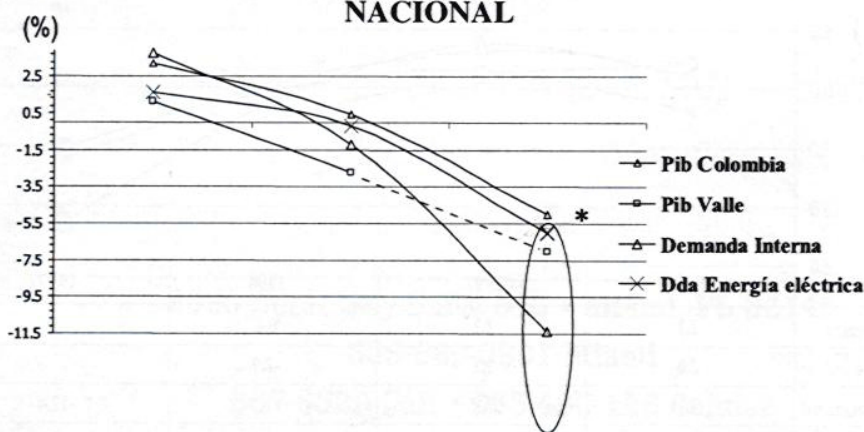
Por otro lado se observa que la demanda por energía eléctrica también presenta una tendencia al decrecimiento entre 1997 y 1999, llegando en este último año a una caída del 6 % . El PIB departamental en estos años presentó una caída superior a la de la demanda por energía eléctrica y a la de la demanda interna nacional.

¹⁸ *Ibíd.*, p.13-14

Con lo anterior, el crecimiento del PIB del Valle del Cauca en 1999 podría estar entre la caída de la demanda interna nacional y la demanda por energía eléctrica departamental y un poco más cerca de la caída de la demanda de energía, que el crecimiento de la demanda interna, como sucedió al crecimiento del PIB nacional. El valor estimado para el crecimiento del Valle sería inferior al - 5% registrado a nivel nacional. (Figura 7).

Figura 7.

TASA DE CRECIMIENTO REAL DEL PRODUCTO INTERNO BRUTO NACIONAL, DEPARTAMENTAL, DDA ENERGÍA Y DDA INTERNA NACIONAL



Fuente: Cálculos Observatorio Económico con Base en DANE, DAPV, CODE, DNP

* Estimado preliminar con base en crecimiento de demanda de energía y dda interna - Estudios Económicos CCC

5.1.1.2 Comportamiento del sector industrial en el Valle del Cauca¹⁹. Teniendo en cuenta a diciembre 31 de 2002 y de acuerdo al estudio del Centro de Desarrollo Empresarial (CDE) de la Cámara de Comercio de Cali, ...Véase el numeral 5.1.1.3... (Tamaño del Mercado), de las 5979 sociedades registradas y renovadas del sector Industrial, el 84.4 % son Micro, el 10.5 % son pequeñas, el 4 % son medianas y el 1.1 % son grandes, podemos inferir, que el sector industrial al nivel MIPYMES es muy relevante. Inclusive, de acuerdo con los resultados de otra fuente importante de información para analizar el comportamiento coyuntural de la industria en el departamento es la Muestra Mensual Manufacturera elaborada por el DANE²⁰. Según ésta, el valor de la

¹⁹ *Ibíd.*, p.17

²⁰ BLANCA CECILIA Zuluaga. Secretaría de Planeación Departamental del Valle del Cauca. Diciembre 2001

producción en el sector industrial del Valle del Cauca disminuyó 10% en 1999 frente al registrado en el año anterior. A nivel nacional, la disminución fue de 16.7%. En el primer trimestre del año 2000 la variación dejó de ser negativa.

En efecto, al comparar la producción reportada por los industriales del departamento entre enero y marzo del presente año con la del mismo periodo de 1999, se observa un crecimiento de 1% en términos reales; el incremento fue equivalente a 4.3% respecto de la producción del cuarto trimestre de 1999 .

Tabla 17. Crecimiento real del valor de la producción según agrupaciones industriales

		Participación en total industria (Prom 1999-2000)	Crecimiento 1er trim 00/ 1er trim 99	Crecimiento 1er trim 00/ 4° trim 99
311	Alimentos	38,7	-3,1%	5,4%
341	Papel y productos de papel	16,9	10,7%	3,4%
351	Sustancias químicas industriales	2,3	29,7%	-13,7%
352	Otros productos químicos	18,3	4,2%	-1,8%
355	Productos de caucho	2,8	44,9%	25,6%
369	Otros productos no metálicos	2,3	6,6%	14,4%
383	Maquinaria, aparatos y sumin. eléctricos	3,8	-5,4%	-1,8%
385	Material profesional y científico	3,8	91,9%	100,0%
390	Otras industrias manufactureras	2,4	6,1%	-4,9%
	Otras*	8,7	-38,3%	-15,7%
	Total	100,0	1,0%	4,3%

* Bebidas, imprentas y editoriales, textiles, prendas de vestir, productos de cuero, calzado, madera y corcho, productos plásticos, productos de vidrio, productos básicos de metales no ferrosos, equipo y material de transporte, industrias de hierro y acero, maquinaria, excepto eléctrica.

Fuente: Muestra Mensual Manufacturera-DANE (Producción), Banco de la República (IPP).

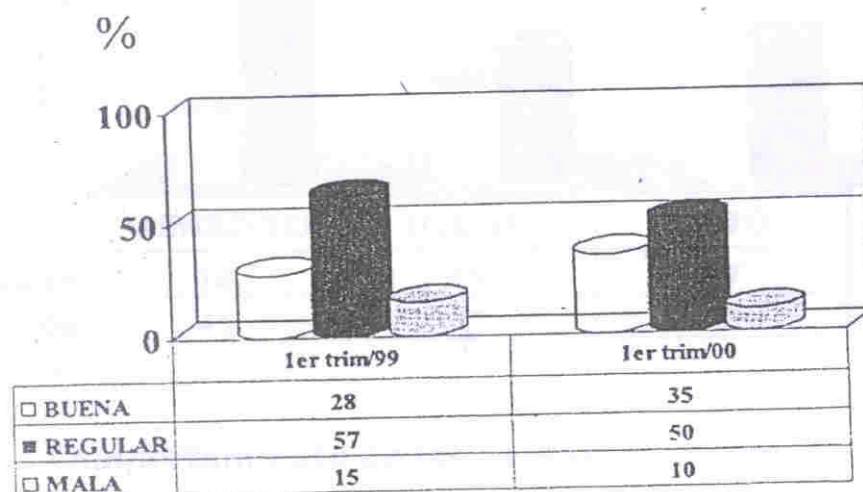
5.1.1.3 Comportamiento del comercio en la ciudad de Cali. primer trimestre de 2.000²¹. Teniendo en cuenta a diciembre 31 de 2002 y de acuerdo al estudio del Centro de Desarrollo Empresarial (CDE) de la Cámara de Comercio de Cali, ...Véase el numeral 5.1.1.3... (Tamaño del Mercado), de 21128 sociedades comerciales inscritas y renovadas, el 89.2 % pertenecen a las Micro, el 8.8 % a las Pequeñas, el 1.8 % a las Medianas y el 3.3 % a las Grandes, vemos que el sector comercio pesa lo suficiente como analizar su comportamiento dentro del contexto de la ciudad.

El sector comercio en la ciudad de Cali presentó para el primer trimestre de 2000 la siguiente situación: El 35 % de los comerciantes, opinó que

²¹ OFICINA DE COMUNICACIONES DE LA CÁMARA DE COMERCIO DE CALI. Observatorio económico del Valle del Cauca. La economía del Valle del Cauca primer trimestre de 2000. Agosto 2000.p23/27

su situación era buena, el 50 % la calificó de regular y el 10 % sostuvo que fue mala. Este comportamiento refleja una mejoría en la percepción de los comerciantes acerca del desempeño del sector respecto del mismo periodo de 1999

Figura 8 Calificación de la situación económica del Comercio en la ciudad de Cali



Fuente: Fenalco - Valle

Según la encuesta realizada por FENALCO, el 45% de los comerciantes señalaron un aumento en sus ventas entre enero y marzo de 2000, especialmente en los subsectores de vestuario, papelerías, supermercados y almacenes de cadena, comercio exterior y ferreterías. En el mismo período de 1999, sólo el 14% de los comerciantes había reportado un incremento en sus ventas.

De otro lado el 28% de los comerciantes afirmaron que sus ventas bajaron en el primer trimestre del 2000, valor inferior a lo sucedido en el mismo período de 1999, cuando el 67% opinó de esta manera (Figura 9) PAG.24. página siguiente.

Es así como las ventas en el sector comercio en la ciudad de Cali presentaron un crecimiento del 0.3% durante el período analizado, que comparado con un decrecimiento del -0.59% en el primer trimestre del año pasado, es una señal de cambio positiva para el sector (Figura 10)

Figura 9. Desempeño del nivel de ventas para los comerciantes

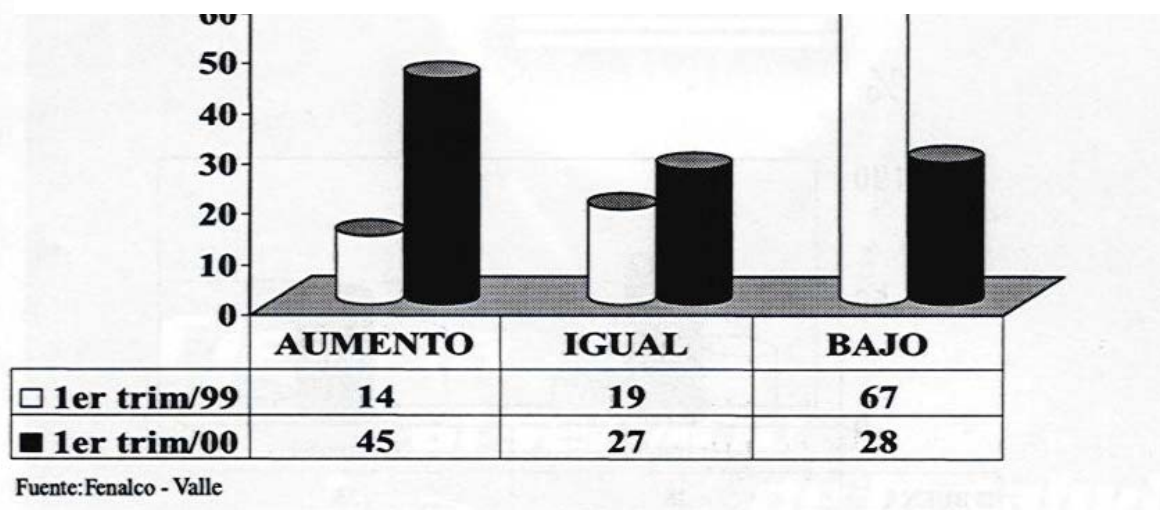
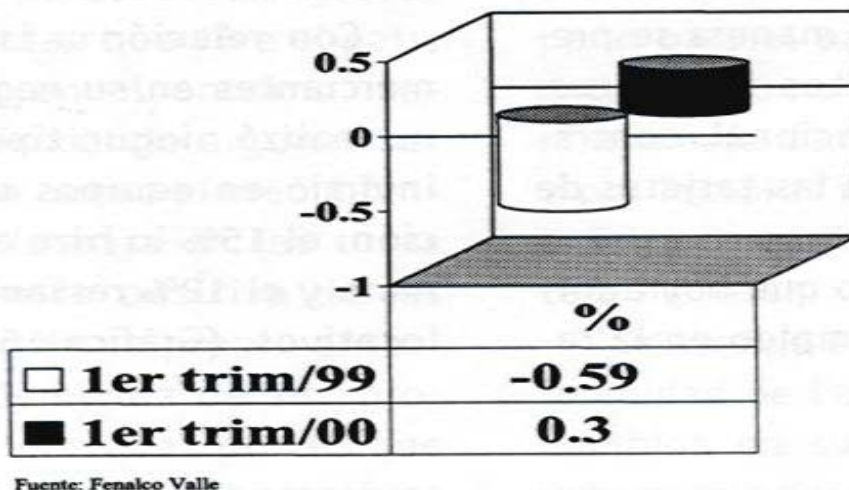
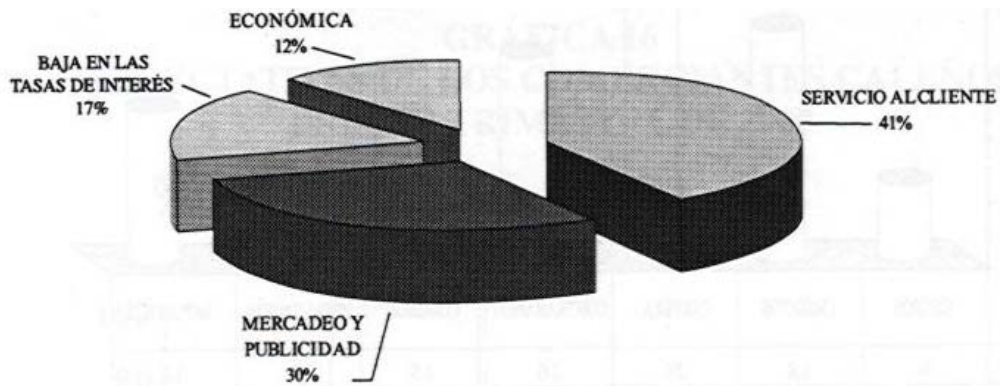


Figura 10. Comportamiento de las ventas en el comercio caleño



Los comerciantes que reportaron incremento en sus ventas, opinaron que algunos de los factores claves para este comportamiento fueron el mejoramiento en el servicio al cliente (41%) , mercadeo y publicidad (30%) y baja en las tasas de interés (17%)

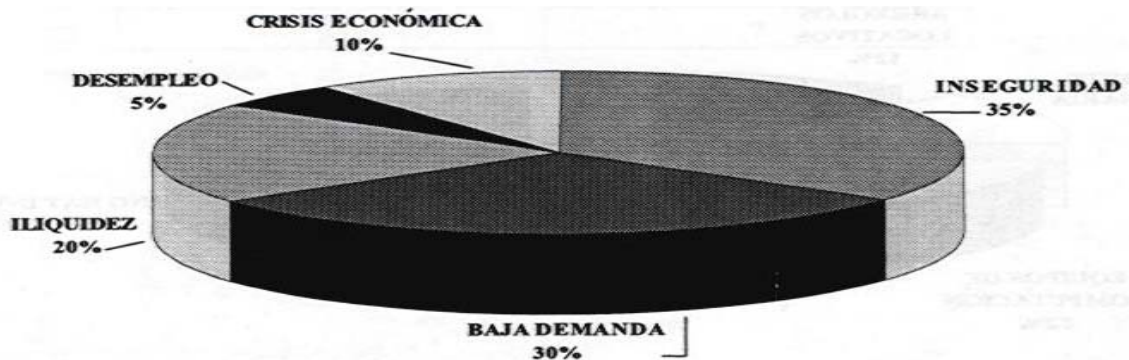
Figura 11. Factores que aumentaron las ventas en el comercio



Fuente: Fenalco - Valle

En cuanto a los factores que más influyeron en la reducción de las ventas se encontraron: La inseguridad, representada por la delincuencia común y el conflicto armado, la baja demanda de productos, la crisis económica, la alta tasa de desempleo y la iliquidez de los actores económicos.

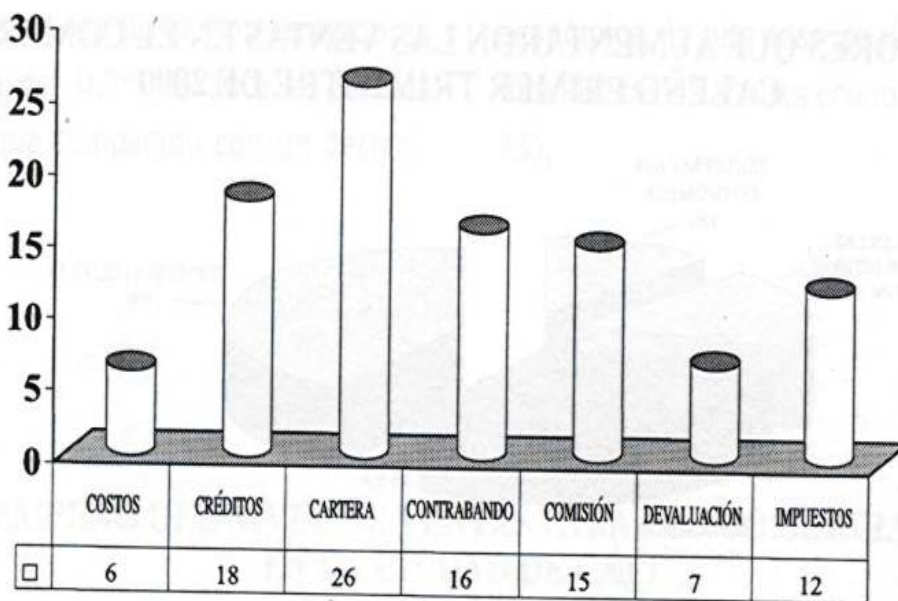
Figura 12. Factores que disminuyeron las ventas, primer trimestre de 2000.



Fuente: Fenalco - Valle

El problema más importante afrontado por los comerciantes caleños, es la cartera morosa, que junto con la falta de crédito ha generado iliquidez. De igual manera se presentan problemas como: altos impuestos, devaluación de la moneda nacional, contrabando y altas comisiones en las tarjetas de crédito . (Figura 13)

Figura 13. Problemática del comercio caleño – primer trimestre de 2000

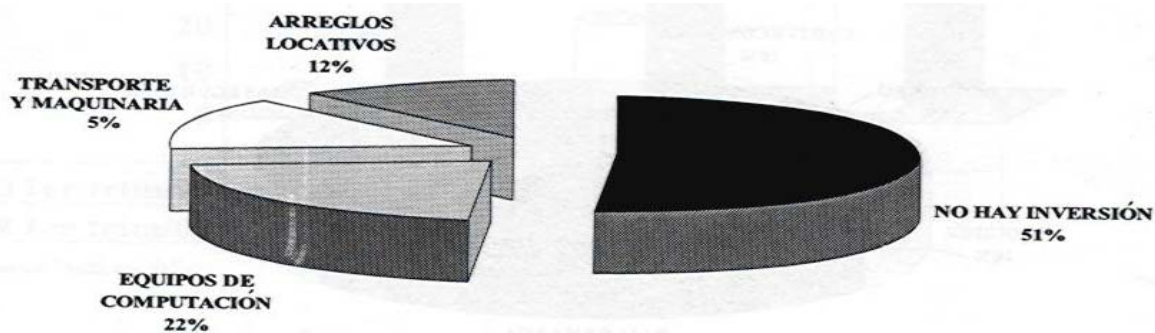


Fuente: Fenalco - Valle

Los sectores del comercio que hoy aportan más a la dinámica del empleo en la región son los supermercados y almacenes de cadena, el sector repuestos y automotriz y el sector textiles, confecciones y vestuario.

Con relación a la inversión de los comerciantes en su negocio, el 51 % de ellos no realizó ningún tipo de inversión, el 22 % invirtió en equipos de oficina y computación, el 15 % lo hizo en transporte y maquinaria y el 12 % restante invirtió en arreglos locativos. (Figura 14)

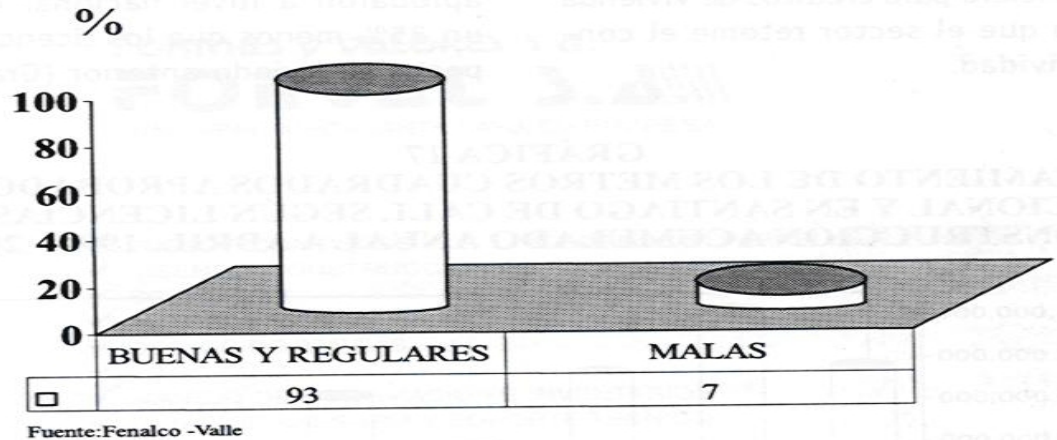
Figura 14. Inversión en el comercio en Cali – primer trimestre de 2000



Fuente: Fenalco - Valle

El 71% de los comerciantes confían en un mejoramiento de sus ventas y de la actividad comercial, a pesar de los graves problemas de inseguridad que vive el país, pues consideran que en el entorno macroeconómico se están dando algunas señales de mejoramiento, como el crecimiento positivo del PIS, la baja en las tasas de interés y la dinámica positiva de las exportaciones. Dentro de su propio entorno, estiman que la demanda de sus productos va a ser más elevada, por lo que muchos comerciantes tienen expectativas de inversión para el próximo período. (Figura 15)

Figura 15. Expectativas de los comerciantes caleños – primer



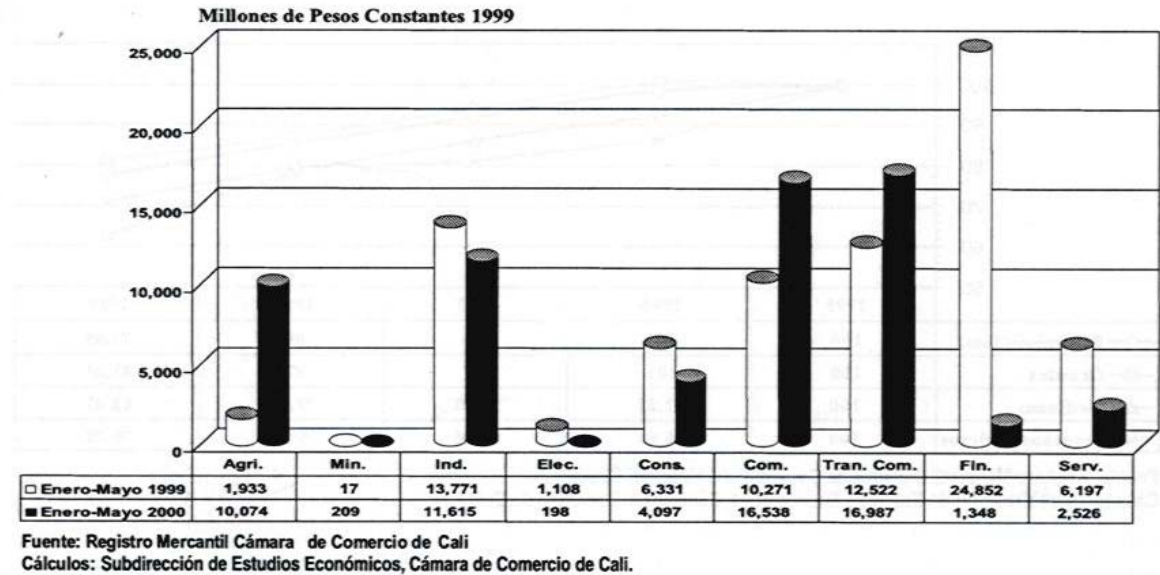
Un 22% de los comerciantes tiene incertidumbre frente a su porvenir y sólo un 7% afirma que no tendrá un muy buen desempeño para el próximo período, por factores externos como el alto desempleo que genera una baja demanda interna, la inseguridad y por factores internos de su empresa como la falta de capital de trabajo y una alta cartera morosa.

Dentro de este contexto, el comercio en la ciudad de Cali presenta leves y positivos cambios en sus indicadores de gestión y desempeño para el primer trimestre del 2000, lo que permite vislumbrar un panorama más alentador para el siguiente período.

5.1.1.4 Inversión neta de capitales en sociedades de Cali, enero-mayo de 2000²². La inversión neta privada en sociedades de Cali entre enero y mayo de 2000, cayó en un 17.4 % con respecto al mismo periodo de 1999. Los sectores importantes que crecieron fueron agricultura, comercio, transporte y comunicaciones. (Figura 16)

²² Ibid., p.48 / 51

Figura 16. Inversión neta privada en sociedades de Cali según sectores económicos enero – mayo 1999 - 2000



La mayoría de las inversiones se registran en la Cámara de Comercio entre los meses de febrero y junio, por lo cual no cumplen un patrón establecido para saber cómo van a resultar finalmente las inversiones en el año, si se tienen en cuenta estos primeros meses.

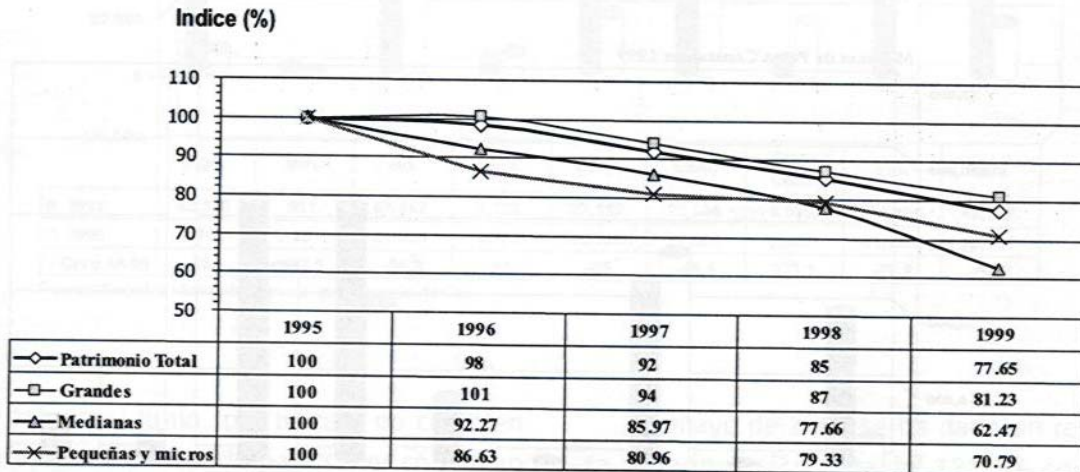
En mayo de 2000 se ha dado un repunte de la inversión neta del 121.5 % comparado con igual mes de 1999, producto fundamentalmente de un mayor valor en las constituciones, las cuales se incrementaron en igual periodo en el 94.3 % y de las reformas que lo hicieron en el 134.7 %. En este último caso, sobresale el incremento de capitales de empresas como COCELCO S.A. Y MAYAGÜEZ S.A. con inversiones que en conjunto superan los 23.000 millones a pesos corrientes.

5.1.1.4.1 Índice de desempeño patrimonial de las sociedades de Cali. Con una muestra representativa de las sociedades de Cali, se ha encontrado que los patrimonios en términos reales han caído tendencialmente desde 1995. Para el efecto se construyó una serie tomando como base 1995, año en el que su valor inicial equivale al 100%.

Las sociedades grandes presentaron entre 1995 y 1999 una caída equivalente del 18.8%, llegando al 81.2% del valor patrimonial presentado en 1995. Las sociedades medianas también cayeron en el 37.5%, presentando un valor patrimonial en 1999 del 62.5%. Las

sociedades clasificadas como pequeñas y micros llegaron aun valor patrimonial equivalente al 70.8% del registrado en 1995.

Figura 17. Índice de comportamiento patrimonial en sociedades de Cali 1995 - 1999



Fuente: Registro Mercantil Cámaras de Comercio del Valle del Cauca
Cálculos: Subdirección de Estudios Económicos, Cámara de Comercio de Cali.

El total ponderado de los patrimonios presentó en 1999 un valor del 77.7% del registrado en 1995, es decir una caída acumulada del 22.3%.

Hasta 1998 la caída acumulada era del 17%, es decir que en el último año se perdió cerca del 5% del patrimonio de las sociedades.

Se observa que las sociedades grandes presentaron un mejor desempeño patrimonial, al perder sólo el 18.8% durante estos 4 años, mientras que las medianas tienen el peor desempeño, perdiendo el 37.5% del patrimonio.

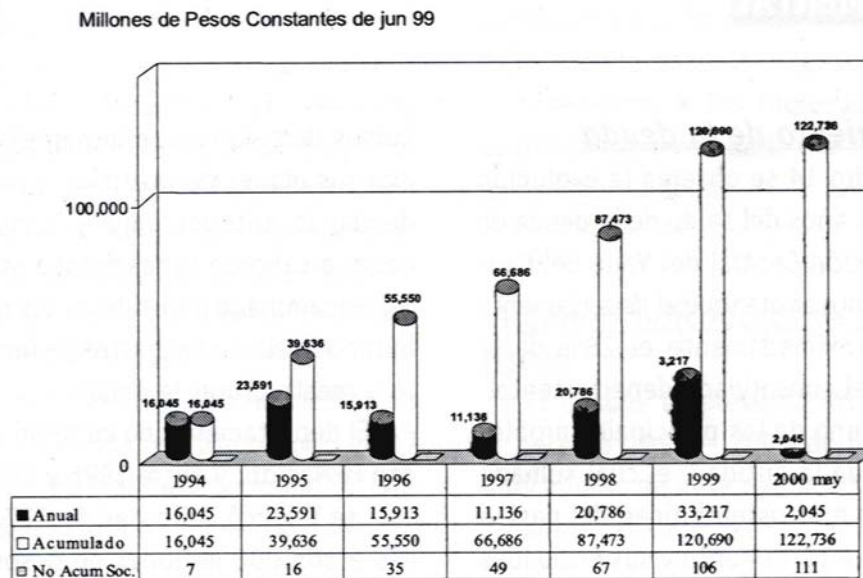
Una de las razones para este mal desempeño patrimonial es la recesión económica, producida por la caída de la demanda interna nacional, que hace que las empresas vallecaucanas pierdan ventas debido a su alta dependencia del mercado nacional.

Otra razón importante ha sido la apertura económica del país, la cual se ha realizado hacia adentro, es decir aumentando más las importaciones de productos que compiten directamente con la producción vallecaucana. Esto puede observarse en la balanza comercial deficitaria que viene aumentando desde 1991. Podría decirse también que la apertura con revaluación del peso ha sido dañina para la economía de Colombia y de la región. Es entonces de esperar que el buen manejo macroeconómico que realice el país, así como la creación de incentivos

para las pequeñas y medianas empresas, tiendan a mejorar sustancialmente el desempeño patrimonial de las sociedades.

5.1.1.4.2 Concordatos. Entre enero y abril de 2000 se presentaron cinco concordatos por un valor patrimonial de 2.045 millones de 1999. En el acumulado desde 1994 se tiene una cifra de 122.736 millones y un número total de 111 sociedades. El mayor número se presentó entre 1998 y 1999, cuando entraron 57 sociedades en concordato, por un valor en Patrimonio de 54.003 millones de 1999, es decir cerca de la mitad del acumulado entre 1994 y mayo del 2000 . (Figura 18)

Figura 18. Patrimonios de Sociedades de Cali en concordato a Mayo de 2.000



Fuente: Registro Mercantil Cámara de Comercio Cali

De otra parte, 11 empresas se han registrado en la Cámara de Comercio de Cali hasta junio de este año, para acogerse a los beneficios de la ley 550 sobre reactivación empresarial, y proceder a acuerdos de reestructuración. Dichas empresas cuentan con activos totales cercanos a los 59.877 millones a precios corrientes y generan cerca de 1.200 empleos directos.

5.1.1.5 La Inflación en Cali²³. El nivel de precios medido por el IPC en la ciudad de Cali, a excepción de 1990, registró aumentos superiores al nivel nacional hasta el año 1993. A partir de 1994 los precios en la capital del Valle comenzaron a disminuir su crecimiento anual e incluso

²³ *Ibíd.*, P.55 / 59

en algunos mercados como el de arrendamientos y vivienda, empezaron a reducirse hasta alcanzar un incremento general de 14.42% en 1998 frente a una inflación total nacional de 16.70%. En diciembre de 1999, el crecimiento de los precios en Cali se ubicó en 7.52% en comparación con el 9.23% registrado en el país, cifra que se constituyó en la más baja en los últimos 29 años.

Este comportamiento de los precios indica por qué se sintieron los primeros síntomas de recesión y recuperación en el Valle del Cauca y principalmente en su capital, pues las primeras señales para el final de toda burbuja especulativa es la reducción de precios en los mercados afectados, situación generalizada en el país.

Tabla 18. Inflación anual nacional y Cali (%)

MESES	NACIONAL				CALI			
	1997	1998	1999	2000	1997	1998	1999	2000
Enero	20.62	17.84	17.18	8.25	18.04	12.49	14.37	7.56
Febrero	19.59	18.03	15.38	8.89	15.98	13.63	13.98	8.17
Marzo	18.94	19.25	13.51	9.73	15.44	14.49	12.92	8.52
Abril	18.53	20.75	11.17	9.96	15.70	16.02	10.18	8.75
Mayo	18.61	20.68	9.98		15.48	16.76	9.01	
Junio	18.68	20.70	8.96		14.77	17.01	8.20	
Julio	17.89	20.27	8.78		14.08	16.93	7.79	
Agosto	17.94	18.94	9.28		14.05	16.30	8.19	
Septiembre	18.02	17.81	9.33		13.06	15.93	7.19	
Octubre	17.80	17.09	9.32		12.77	14.81	7.51	
Noviembre	17.81	16.36	9.65		12.86	14.29	7.97	
Diciembre	17.68	16.70	9.23		12.76	14.42	7.52	

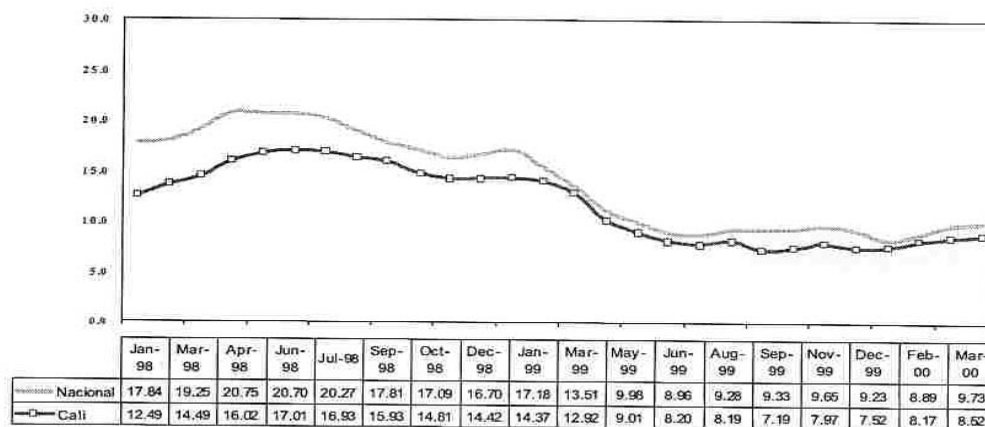
(1): Calculada con base en la evolución del Índice de Precios al Consumidor-Total Ponderado -, Base diciembre 1998=100.0

Fuente: Departamento Administrativo Nacional de Estadística-DANE.

10 Las opiniones, errores y omisiones son de exclusiva responsabilidad de los autores y no comprometen al Banco de la República ni el pensamiento de su Junta Directiva. Se agradecen los comentarios y sugerencias de Julio Escobar Potes y Ludivía Franco Giraldo de Estudios Económicos del Banco de la República sucursal Cali.

Figura19. Inflación anual nacional y Cali (%) I

INFLACIÓN ANUAL NACIONAL Y CALI (%)



Fuente: Departamento Administrativo Nacional de Estadística - DANE.

Los favorables resultados de la inflación de 1999, se sustentan en una abundante oferta agrícola durante la mayor parte del año, a causa de la estabilización del ciclo de lluvias en las zonas productivas del país, la importación de algunos bienes de la canasta familiar y adicionalmente, por la desaceleración de la economía y su incidencia sobre la demanda agregada, con cambios en las preferencias del consumidor hacia la austeridad y funcionalidad respecto al ingreso.

Precisamente, este descenso en los precios hizo que al finalizar 1999 la inflación fuera de 9.23% en el país, alejada positivamente de la meta establecida por la Junta Directiva del Banco de la República de 15% para el mismo año, permitiendo de esta forma una mayor liquidez en el mercado con alcances eficaces sobre las tasas de interés y la orientación hacia la gradual estabilidad de las principales variables macroeconómicas.

En el caso de Cali, la inflación en 1999 (7.52%) estuvo por debajo de la registrada tanto a nivel nacional como en las principales ciudades, esto es, Santa Fe de Bogotá D.C. (9.23%), Medellín (9.97%) y Barranquilla (9.71%) (Cuadro 17). El anterior resultado puede explicarse básicamente, teniendo en cuenta que la capital y el Valle del Cauca en general importan cerca del 70% de los alimentos de otras regiones de Colombia y de los países vecinos, por el adecuado abastecimiento de los mismos, y de otra parte, por la caída de los alquileres de vivienda en la ciudad, ya que hasta la fecha se presenta una buena oferta para la mayoría de los estratos socioeconómicos, a pesar de la leve disminución de la misma, por cuanto, según la Lonja de Propiedad Raíz de Cali, mientras que a diciembre de 1998 casi 20.000 viviendas se encontraban desocupadas, en el primer semestre de 1999 la cifra se ubicaba entre 11.000 y 13.000 aproximadamente. De acuerdo con el presidente de la Junta Directiva de dicha entidad, "hoy resulta más favorable arrendar una casa que comprarla, por cuanto en la mayoría de los casos el valor de la cuota mensual de un préstamo de vivienda supera el costo promedio del alquiler donde se encuentra ubicada la casa", apreciación que tendrá mayor validez a partir de la Ley 546 de 1999, a través de la cual le prohíbe al sistema financiero la capitalización de intereses y el otorgamiento de crédito hipotecario bajo el sistema de cuotas supermínimas.

Cabe resaltar además, que la estabilización en los precios de alquiler de vivienda se debe entre otras razones, a que su incremento se fija con base en la meta de inflación proyectada por la Junta Directiva del Banco de la República. De otra parte, el aumento del desempleo para Cali, el cual cerró en diciembre de 1999 en 20.7%, ha hecho que un mayor número de hogares comparta la vivienda con otros miembros del núcleo familiar, disminuyendo de esta forma la demanda por vivienda. igualmente, las daciones en pago han incidido para que un mayor

número de hogares acuda a alquilar vivienda, pero a su vez, ha aumentado la oferta tanto de vivienda nueva como usada.

En Cali, en diciembre de 1999 los grupos de alimentos y vivienda que representaban el 68.57% de los gastos de las familias, registraron aumentos del 4.99% y 5.51 %, respectivamente. En alimentos, se destacaron los incrementos en los subgrupos de pescados y otras especies de mar con 13.11 %, hortalizas y legumbres (10.87%), cereales y productos de panadería (7.64%), y alimentos varios (10.96%). Por su parte, en vivienda en el subgrupo de combustibles y servicios públicos con incrementos del 12.16%, sobresalió el aumento en los precios del gas (15.50%) no obstante su consumo para uso residencial se vio incrementado en 283.67%, y servicios públicos (acueducto, alcantarillado y aseo), 17.57%, debido en parte al desmonte gradual de los subsidios; y en el subgrupo de artículos para limpieza (19.32%), fueron notables los incrementos en jabones, detergentes y blanqueadores (23.37%), y limpiadores e insecticidas (11.95%).

Por su parte, la papa que representa el 0.81% del gasto en alimentos de los hogares caleños, tuvo un incremento en su precio de 17.85%, mientras que otros artículos de la canasta básica, principalmente los tubérculos, presentaron fuertes caídas como la cebolla (-43.27%), yuca (-13.55%) y plátano (-7.82%).

El buen comportamiento de los precios de los alimentos en general y de la vivienda, en especial de la estabilidad del precio de los alquileres, atemperaron el alza potencial de precios que hubieran inducido otros grupos de bienes y servicios cuyos precios excedieron el promedio local, en especial los incrementos en transporte y comunicaciones (14.97%), donde se destacó el alza de combustible (38.23%), en razón al elevado nivel de los precios internacionales del petróleo, aunado a una devaluación anual al cierre de 1999 del 21.5%, lo cual generó incrementos en el precio de los combustibles a nivel nacional. Como efecto de lo anterior, en la ciudad los pasajes en buseta se incrementaron (24.41%), bus urbano (22.38%) y compra de llantas (15.37%); en el moderado comportamiento del grupo de salud (10.92%), sobresalió el aumento en medicinas y otros relacionados (15.11%); en el rubro de educación con incremento de 10.67%, fueron notables las alzas presentadas en compra de textos (19.28%), otros artículos escolares (12.95%) y matrículas (12.23%).

Por último, los grupos donde se hizo más notoria la recesión fueron el de vestuario que a lo largo de 1999 sólo creció el 1.71%, y el nuevo rubro, el de la cultura, diversión y esparcimiento, que el Dane implementó para que formara parte de la canasta familiar, presentó un incremento anual de 1.78% en esta ciudad.

Tanto el gobierno como las empresas y los trabajadores han disminuido su nivel de consumo significativamente, como resultado del alto nivel de desempleo y el estancamiento empresarial en la región, debido al descenso de la actividad económica en general, y específicamente más acentuada en la producción industrial vallecaucana. No obstante, se espera que la reactivación de la economía de nuestro departamento esté soportada en los próximos años en el comercio exterior.

La disminución en la demanda ha recaído en el precio final de los bienes, que en últimas ha generado el bajo índice inflacionario en los dos últimos años tanto a escala nacional como en Cali, el cual traía un promedio de inflación superior al 20% en la década del noventa y se desaceleró a partir de 1997 en el país y en la capital del Valle del Cauca se comenzó anotar a partir de 1995, hasta llegar actualmente en ambos casos a niveles de un dígito.

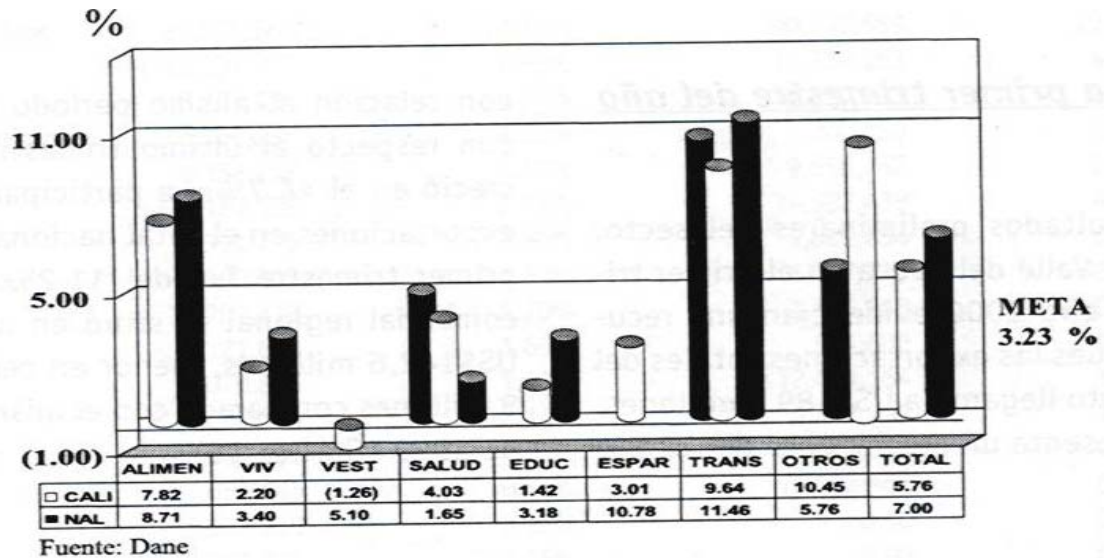
Los precios de los bienes controlados que representan un 16.41% de los gastos de los consumidores caleños, contribuyeron con 1.97 puntos del incremento de la inflación en Cali durante 1999, equivalente al 26.2% del efecto total (7.52%). Este impacto tan alto se debe a las variaciones en los precios de la gasolina, 38.23%; acueducto, 17.57%; buseta, 24.41% y bus, 22.38%.

A manera de conclusión, tal como lo plantea el Banco de la República en reciente informe²⁴, "el incremento en la tasa de desempleo durante 1999 ha impedido que la opinión pública valore en toda su magnitud los posibles beneficios de haber logrado en Colombia una tasa de inflación de un dígito. Con un bajo nivel de inflación disminuyen las distorsiones que se presentan en la economía, aumenta la eficiencia en la asignación de recursos y se reducen las transferencias injustificadas de ingreso, con lo cual es de esperar un incremento en la tasa de crecimiento de largo plazo de la economía y una mejora en el bienestar de la población".

Al mes de mayo de 2000, la tasa de inflación para Cali llegó al 5.3%, mientras que a nivel nacional lo hizo en el 7% (Figura 20).

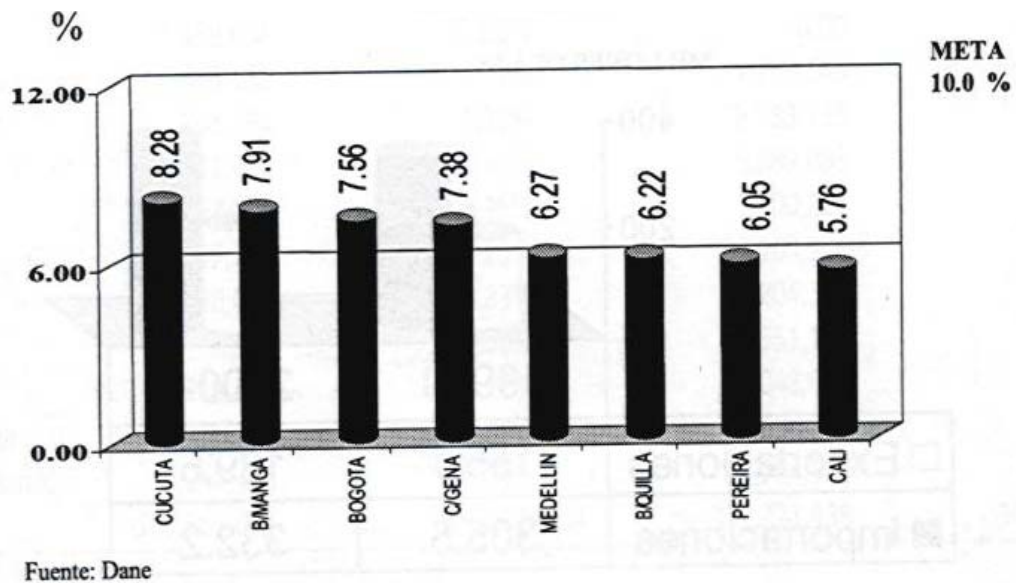
²⁴ Banco de la República, Subgerencia de Estudios Económicos. "Informe sobre Inflación de 1999. P.4

Figura 20. IPC acumulado Cali – nacional mayo 2000



La ciudad de Cali presentó el nivel de inflación más bajo entre las trece áreas metropolitanas, siendo la ciudad de Cúcuta la de mayor inflación acumulada al mes de mayo (Figura 21)

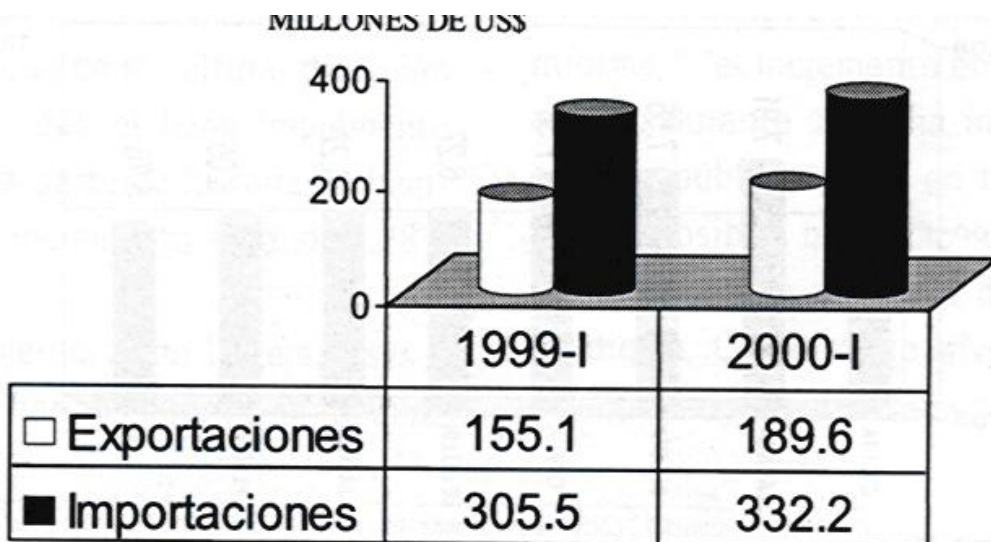
Fig



Los grupos transporte, salud y alimentos fueron los que más contribuyeron a la inflación en Cali, presentando respectivamente inflaciones de 10.8%, 5.1% y 7.8%.

5.1.1.6 Sector externo²⁵. Coyuntura primer trimestre del año 2000. Los resultados preliminares del sector externo del Valle del Cauca en el primer trimestre del año 2000 evidencian una recuperación, pues las exportaciones totales del departamento llegaron a US\$189.6 millones, lo que representa un crecimiento del 22.3 % con relación al mismo período de 1999 y con respecto al último trimestre de 1999 creció en el 44.7 %. La participación de las exportaciones en el total nacional para este primer trimestre fue del 11.2 %. El déficit comercial se situó en un valor de US \$ 142.6 millones, menor en cerca de US \$8 millones comparado con el mismo período de 1999 (Ver Figura 22 y Figura 23). Ver figura 23 página siguiente.

Figura 22. Exportaciones, importaciones Valle del Cauca primer trimestre 1999 - 2000

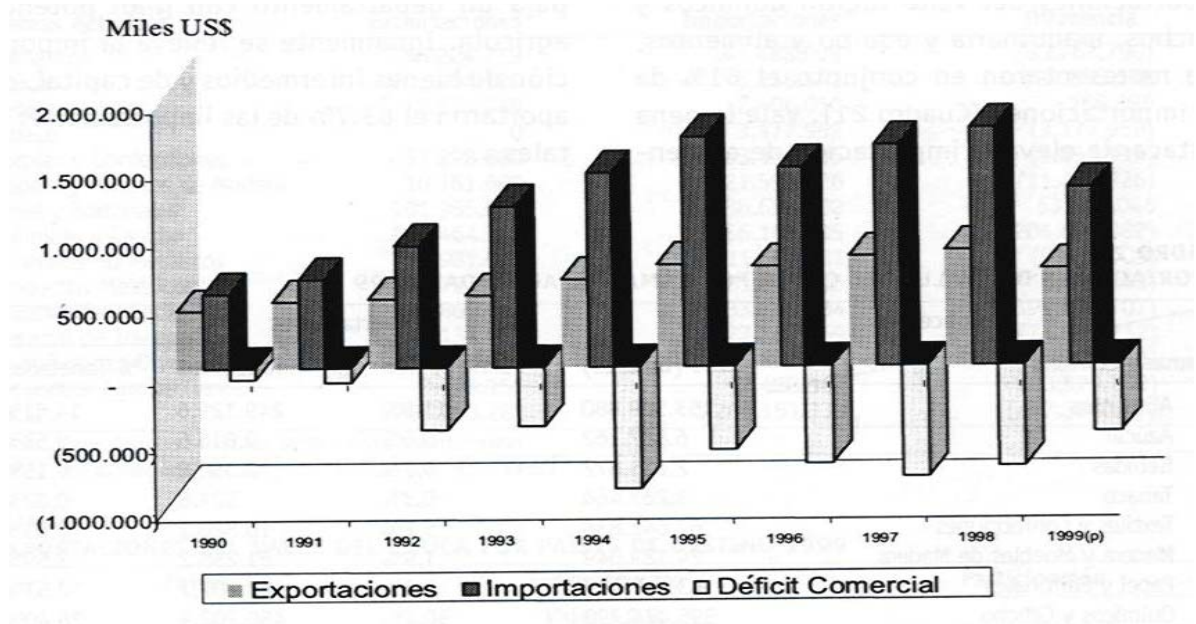


Los principales socios comerciales del Valle del Cauca continúan siendo Venezuela, Estados Unidos y Perú. Los cuales compraron cerca del 56 % de las exportaciones en el primer trimestre de 2000.

²⁵ OFICINA DE COMUNICACIONES DE LA CÁMARA DE COMERCIO DE CALI. Observatorio económico del Valle del Cauca. La economía del Valle del Cauca primer trimestre de 2000. Agosto 2000.p.60/68

Las importaciones llegaron a US \$ 332.2 millones en el primer trimestre del año 2000, al mismo período de 1999, Estados Unidos es el primer proveedor con una participación del 27.1 %, seguido por Venezuela, Ecuador y Bolivia, que en conjunto representan el 46 % de las importaciones.

Figura 23. Exportaciones e importaciones y balanza comercial del Valle del Cauca 1990 - 1999



Las MIPYMES empezaron a reaccionar en el último trimestre de 1999, debido a que las ventas por unidad se han incrementado y la capacidad instalada mejoro (solo el 20% utilizo la mitad) en relación al mismo periodo del año anterior. El 20% de las PYMES contrato nuevo personal y el 30% continuo con el mismo.

Un 40% de las MIPYMES tuvo incrementos en sus utilidades, para otro 40% ocurrió totalmente lo contrario, y el 20% restante mantuvo su nivel de equilibrio.

Toda esta situación ha ocasionado que la MIPYMES , tan vulnerables a los movimientos del mercado, hayan desmejorado notablemente su desempeño laboral, traducido en la deficiente calidad de los productos o servicios ofertados debido a la poca inversión en nuevas tecnologías administrativas, contables y de mercadeo, en el poco reconocimiento dentro del mercado y en la mínima posibilidad de mantener un equilibrio económico estable y sólido que le permita acatar cualquier efecto externo, lo cual hace, que sean estas empresas, poco atractivas y seguras para que los inversionistas sientan algún tipo de incentivo para invertir.

Pero para algunas Micro, Pequeñas y Medianas empresas (MIPYMES) las crisis económicas es un estado más que por donde deben pasar, lo importante es, que muchas de estas empresas no se han quedado junto con la crisis, sino que al contrario, han progresado utilizando estrategias de ventas y vinculando la imaginación en la innovación.

5.1.1.7 Política fiscal. Otro factor que ha afectado a las MIPYME, es la gran carga tributaria por la cual deben responder, ya que son varios los impuestos que constantemente deben cancelar. Tal es el caso de la Cámara de Comercio, la cual deber ser pagada anualmente, la retención en la fuente cada mes, el IVA bimestralmente, declaración de renta cada año, obligaciones parafiscales, el impuesto de Industria con una periodicidad de dos mes, y el 3x1000.

El hecho generador del impuesto de Industria y Comercio esta constituido por el ejercicio o la realización de cualquier actividad industrial, comercial o de servicios, lo cual va en contravía de la causa legal de la tributación por que la persona no se grava por el solo hecho de existir, si uno por los bienes que posee o las rentas que disfruta, quiere esto significar que la causa de la tributación son los bienes y las rentas y como quieras que el gravamen es cuestión se refiere directamente a las ventas, al contribuyente que fueran adversas las utilidades en un periodo se vería obligados a erosionar aun mas su patrimonio para poder cumplir con la obligación impositiva. Todo gravamen debe cobrarse en consideración de la capacidad económica del contribuyente sin llegar a disminuir sus activos para ello.

En el caso del impuesto del 3x1000, aunque no es un impuesto directo, afecta no a las empresas con mayor capacidad de pago debido a un buen rendimiento y generación de utilidades sino, a las que posean mayor rotación de sus funciones tales como rotación de inventarios, pago de materias primas, pago a proveedores, cuentas por pagar, etc., las cuales en su mayoría eran ejecutadas a través del sistema financiero, sin dar a entender que fueran estas empresas necesariamente sólidas, estables, rentables, o eficientes. Por este motivo, muchas MIPYME se han visto en la obligación de cerrar varias de sus cuentas bancarias, limitándose solo a una, o en su defecto a dos, con el fin de disminuir esta carga positiva, demandando por otro lado mayor cantidad de dinero líquido.

En esta carga tributaria disminuye de manera directa, la capacidad de ahorro de las empresas con el cual, por un lado, puedan realizar inversiones largo placistas, como es el caso del segundo mercado, y por otro, que puedan invertir esos dinero en el mejoramiento operativo y

administrativo de la empresa con el fin de incrementar su calidad, efectividad y productividad, que le permita destacarse ante los demás, permitiendo de esta manera la posibilidad de que tengan puntos a favor en el momento de que un inversionista desee invertir.

5.1.2 Tamaño del mercado. Según el Centro de Desarrollo Empresarial de la Cámara de Comercio de Cali (CDE)²⁶, a diciembre 31 de 2002, se encontraban inscritas y renovadas 45.849 sociedades, incluidas las grandes empresas, distribuidas de la siguiente manera: (Ver tablas 19 – 20 – 21 – 22 – 23 – 24 – 25, página siguiente⁹

Al analizar las estadísticas de ese informe en las Tablas 19 – 20 – 21 – 22 y 23, podemos comentar lo siguiente:

- Las MIPYMES en la ciudad de Cali son lo suficientemente representativas (99 %) para rediseñar el manejo de políticas que permitan el crecimiento, fortalecimiento, creación de nuevas empresas Mipymes, y el uso de los mercados financieros y de capital, para el desarrollo y crecimiento económico de la región y del país en general.
- El mercado potencial de sociedades de capital MIPYMES (1.748) permite el desarrollo de un mercado para la emisión de acciones.
- El sector comercio representa el 46.08 % del total de las 45.849 empresas registradas y renovadas a Diciembre de 2002, y dentro de su total (comercial), solo 48 empresas, el .023 %, pertenecen a las grandes empresas. Dentro de este segmento (18.844) el 89.2 % respecto del total (21.128), pertenecen a las Micro empresas.

Del total de las sociedades por acciones (3.711), el 52 % son grandes empresas. El 11.8 % son Micro, el 16.5 % son pequeñas y el 13.7 % son Medianas. Del total de sociedades por acciones (3.711) las Microempresas por acciones representan el 13.3 %.

²⁶ Registro Mercantil Cámara de Comercio de Cali. Subdirección de Estudios Económicos. Marzo 2003

Tabla 19. Cámara de Comercio de Cali- Empresas matriculadas y renovadas según actividad económica – enero-diciembre 2002

SECTOR ECONÓMICO					Número
	MICRO	PEQUEÑA	MEDIANA	GRANDE	Total general
ACTIV. INMOB.	4,196	928	233	25	5,382
AGRICULT., SILVICULT., CAZA, GANAD.	479	294	197	33	1,003
COMERCIO	18,844	1,858	378	48	21,128
CONSTRUCCION	1,116	220	75	21	1,432
ELECTRICIDAD, GAS Y AGUA	27	13	6	5	51
HOTELES Y RESTAURANTES	2,416	102	17	2	2,537
INDUSTRIA	5,045	626	237	71	5,979
INTERMEDIAC. FINANC.	860	356	177	78	1,471
MINERIA	46	17	7	1	71
PESCA	10	6	2		18
SERVICIOS	4,846	339	67	13	5,265
SIN CLASIF.	30	16	1		47
TRANSPORTE, ALMACENAM., Y COMUNIC.	1,110	264	85	6	1,465
Total general	39,025	5,039	1,482	303	45,849
Distribución porcentual	0.85	0.11	0.03	0.01	100
Sector Representativo: COMERCIO	18,844	1,858	378		
% COMERCIO RESPECTO A MIPYMES	0.48	0.37	0.26		

Fuente: Registro Mercantil Cámara de Comercio de Cali Cálculos: Subdirección de Estudios Económicos CCC

Tabla 20. Cámara de Comercio de Cali- Empresas matriculadas y renovadas según actividad económica y tamaño - enero-diciembre 2002

SECTOR ECONÓMICO	MICRO	PEQUEÑA	MEDIANA	TOTAL
ACTIV. INMOB.	0,78	0,17	0,04	1,00
AGRICULT., SILVICULT., CAZA, GANAD.	0,49	0,30	0,20	1,00
COMERCIO	0,89	0,09	0,02	1,00
CONSTRUCCION	0,79	0,16	0,05	1,00
ELECTRICIDAD, GAS Y AGUA	0,59	0,28	0,13	1,00
HOTELES Y RESTAURANTES	0,95	0,04	0,01	1,00
INDUSTRIA	0,85	0,11	0,04	1,00
INTERMEDIAC. FINANC.	0,62	0,26	0,13	1,00
MINERIA	0,66	0,24	0,10	1,00
PESCA	0,56	0,33	0,11	1,00
SERVICIOS	0,92	0,06	0,01	1,00
SIN CLASIF.	0,64	0,34	0,02	1,00
TRANSPORTE, ALMACENAM., Y COMUNC.	0,76	0,18	0,06	1,00
Total general %	0,86	0,11	0,03	1,00

Tabla 21. Cámara de Comercio de Cali- Empresas matriculadas y renovadas según actividad económica y total activos enero-diciembre 2002

ECTOR ECONÓMICO	MICRO	PEQUEÑA	MEDIANA	GRANDE	Total general
ACTIV. INMOB.	48	275	605	544	1,471
AGRICULT., SILVICULT., CAZA, GANAD.	7	116	489	818	1,429
COMERCIO	133	551	911	1,499	3,094
CONSTRUCCION	10	68	201	764	1,043
ELECTRICIDAD, GAS Y AGUA	1	5	18	1,780	1,803
HOTELES Y RESTAURANTES	11	31	38	87	168
INDUSTRIA	36	181	634	7,296	8,147
INTERMEDIAC. FINANC.	11	120	559	3,967	4,657
MINERIA	1	5	8	10	24
PESCA	0	1	5		7
SERVICIOS	28	94	168	427	716
SIN CLASIF.	1	5	1		8
TRANSPORTE, ALMACENAM., Y COMUNIC.	12	85	169	667	933
Total general	298	1,537	3,806	17,859	23,500

Tabla 22. Cámara de Comercio de Cali – Empresas matriculadas y renovadas según actividad económica y tamaños por COMUNAS. Enero- Diciembre 2002

		Número																													
SECTOR ECONOMICO		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	80	92	93	98	99	00	Total general			
ACTIV. INMOB.	GRANDE		11	5	1													2		4						1	1		25		
	MEDIANA	2	98	54	12	2	1			1	1						1	12		31	1	1		2	11	3		233			
	MICRO	22	1.034	613	118	182	85	54	144	131	211	79	54	31	28	41	47	410	69	675	15	4	2	21	62	64		4.196			
AGRICULT., SILVICULT., CAZA, GANAD.	PEQUEÑA	1	362	173	32	6	5	5	13	26	12	1	4		1			99	3	137		7		5	21	15		928			
	GRANDE		13	13	2													3										2	33		
	MEDIANA	2	79	59	3					1	1							18	1	18		1		1	6	7		197			
COMERCIO	MICRO	2	118	49	11	5	7	1	7	16	19	4	3	10	7	3	4	57	14	78	1	4	6	18	16	19		479			
	PEQUEÑA	3	113	56	4	1		1	2	2	8	3	1					48		38				4	6	4		294			
	GRANDE		12	11	3					1	1							1		1		3			14	1		48			
CONSTRUCCION	MEDIANA		71	89	45	5		4	16	23	6					1	1	18	2	29	2	10		4	44	8		378			
	MICRO	141	1.797	3.039	719	713	695	480	1.282	1.467	1.313	668	401	559	519	356	484	894	358	1.593	147	29	52	248	474	416		18.844			
	PEQUEÑA	6	396	451	110	13	9	17	125	183	48	16	7	9	7	1	10	103	11	196	4	4	1	10	67	54		1.858			
ELECTRICIDAD, GAS Y AGUA	GRANDE		10	3	1					1								1	5									21			
	MEDIANA	2	22	17	8	4				1			1					6		8						4	2	75			
	MICRO	8	174	82	33	58	47	23	65	47	71	42	11	38	19	28	36	101	26	144	8	3	8	6	24	14		1.116			
HOTELES Y RESTAURANTES	PEQUEÑA	1	77	29	9	4	3		9	3	5	1	4					31	2	26		1		1	7	7		220			
	GRANDE		2															1								1	1	5			
	MEDIANA		2	1																						3		6			
INDUSTRIA	MICRO		4	3	2	2	2			2	2					2		2		3	1				1	1		27			
	PEQUEÑA		5	1	1				1	1	1								1		1				1			13			
	GRANDE			2																								2			
INTERMEDIAC. FINANC.	MEDIANA		4	4	1				1	1	1							1		2		1			1			17			
	MICRO	12	400	368	105	79	55	36	142	166	158	61	43	28	45	27	23	136	40	248	13	9	1	40	70	111		2.416			
	PEQUEÑA		30	16	4	2			3	3	2	1		1				4		18					6	12		102			
MINERIA	GRANDE		7	4	20	3			2									1		1		4		2	25	2		71			
	MEDIANA	1	23	37	42	9		2	23	16	3							3		12		9		3	48	6		237			
	MICRO	40	372	590	268	181	191	153	442	469	318	219	131	171	121	125	153	220	116	447	29	13	8	60	124	84		5.045			
PESCA	PEQUEÑA	1	82	109	80	9	1	9	70	83	16	7	4	1			1	18	5	51		3	2	3	62	9		626			
	GRANDE		35	27	7														3		2					1	3	78			
	MEDIANA	1	64	55	5		1			4	2							10	3	9		5		1	5	12		177			
SERVICIOS	MICRO	4	278	133	29	23	7	3	30	12	46	7	6	2	4	2	5	95	7	132	3	1	1	5	18	7		860			
	PEQUEÑA	3	141	73	16	5		1	5	5	3	2	1	1		1		29	2	33		2		1	17	15		356			
	GRANDE																												1		
TRANSPORTE, ALMACENAM., Y COMUNIC.	MEDIANA		2																	3					2			7			
	MICRO		6	4	1	1			1	2				1	1			1		13	1	4		5	4	1		46			
	PEQUEÑA	1	3							1									2		3		2		1	2	2		17		
SIN CLASIF.	MEDIANA			1	1																								2		
	MICRO		5		1					1	2															1			10		
	PEQUEÑA		3							2											1								6		
TOTAL GENERAL	GRANDE		3		3													1		5						1		13			
	MEDIANA		26	8	2				2									1	2	23					2	1		67			
	MICRO	52	686	316	134	197	195	140	269	192	293	181	98	127	129	105	93	335	128	822	43	27	10	70	108	96		4.846			
TOTAL GENERAL	PEQUEÑA		96	41	4	5	3	4	6	6	6	3	1	2	1	1	1	16	2	111	1	2	1	3	8	15		339			
	MEDIANA		1																										1		
	MICRO		9	3	2	1			1	1	3							2	1	3					2		2	30			
TOTAL GENERAL	PEQUEÑA		5	2	1		1		1		1							1		1					2	1		16			
	GRANDE		4																							1	1		6		
	MEDIANA		21	8	4		1	3		2	1		1	3			1	6	1	5		1			22	5		85			
TOTAL GENERAL	MICRO	5	187	62	69	62	47	27	56	39	64	33	23	31	23	25	26	79	24	142	5	1	2	18	33	27		1.110			
	PEQUEÑA		86	26	24	3		5	8	3	7	6	2	2		1	1	15	1	30	1	1			36	6		264			
	TOTAL GENERAL	310	6.979	6.637	1.937	1.575	1.356	969	2.729	2.912	2.623	1.335	795	1.017	905	719	888	2.791	818	5.099	275	152	94	534	1.363	1.035	2	45.849			

Tabla 23. Cámara de Comercio de Cali – Empresas matriculadas y renovadas según actividad económica y total de activos por COMUNAS. Enero-Diciembre 2002

		Miles de Millones de Pesos Corrientes																												
SECTOR ECONÓMICO		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	80	92	93	98	99	00	Total general		
ACTIV. INMOB.	GRANDE		137	146	14													27		165					43	12		544		
	MEDIANA	6	265	139	25	3	2				1	1					5	21		92	5	2		5	29	5		605		
	MICRO	0	16	8	1	1	0	0	1	1	2	0	0	0	0	0	0	6	0	8	0	0	0	0	1	1		48		
	PEQUENA	0	117	49	10	1	1	2	3	7	4	0	2					24	1	39		3		1	7	4		275		
AGRICULT., SILVICULT., CAZA, GANAD.	GRANDE		182	401	20													119								96		818		
	MEDIANA	8	213	145	7				2	2								38	2	40		5		1	10	17		489		
	MICRO	0	2	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	1	0	0	0	0	0	0	0	7		
	PEQUENA	1	46	25	2	0		0	1	1	3	1	0					18		14				1	2	2		116		
COMERCIO	GRANDE		330	210	95				16		19							2	2	10	65	5	28		9	143	23	911		
	MEDIANA		145	195	121	17		5	31	45	14							50	7	2	14	1	0	0	2	3	3	133		
	MICRO	1	21	30	6	3	2	2	8	12	7	2	1	2	1	2	1	7	2	14	1	0	0	2	3	3		551		
	PEQUENA	1	122	139	36	4	2	4	33	51	15	4	3	2	2	0	2	33	3	58	1	1	0	3	21	12		764		
CONSTRUCCION	GRANDE		323	166	33					23							27	191										201		
	MEDIANA	6	59	45	27	9			1			2						14		20						9	9	10		
	MICRO	0	3	1	0	0	0	0	1	0	1	0	0	0	0	0	0	1	0	2	0	0	0	0	0	0	0	68		
	PEQUENA	0	24	8	2	1	1		3	1	1	0	2					9	1	9		1		0	3	3		1,780		
ELECTRICIDAD, GAS Y AGUA	GRANDE		254															1,456							13	57		18		
	MEDIANA		7	1														0		0	0				9	0	0	1		
	MICRO		0	0	0	0	0										0	0		0	0				0	0		5		
	PEQUENA		2	0	0			0	1	0								0		1				0				87		
HOTELES Y RESTAURANTES	GRANDE			87																						5		38		
	MEDIANA		9	10	2				2	2	2							1		4		2		0	0	1		11		
	MICRO	0	3	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	2	0	0	0	0	0	1		31		
	PEQUENA		8	5	1	1			1	1	1	0						153		96		81		23	3,173	29		7,296		
INDUSTRIA	GRANDE		508	1,065	1,238	226			704									8		20		27		6	162	10		634		
	MEDIANA	4	54	89	122	28		3	54	37	8							2	1	4	0	0	0	0	1	1		36		
	MICRO	0	4	5	4	1	1	1	4	4	2	1	1	0	0	0	0	2	1	4	0	0	0	0	1	1		181		
	PEQUENA	0	23	33	23	2	0	3	21	21	4	2	1	0			0	4	1	14		1	1	1	24	3		3,967		
INTERMEDIAC. FINANC.	GRANDE		2,013	875	372													149		52					15	490		559		
	MEDIANA	1	217	159	10		6			11	3							22	6	23		14		1	15	69		11		
	MICRO	0	4	2	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	2	0	0	0	0	0	0		120		
	PEQUENA	0	47	25	6	1		1	2	3	1	1	0	0			0	9	0	11		1		0	7	7		10		
MINERIA	GRANDE																											8		
	MEDIANA		2																	4					2			1		
	MICRO		0	0	0	0			0	0				0	0			0		0	0	0		0	0	0		5		
	PEQUENA	0	1								0							1		1		0		0	1	0		5		
PESCA	MEDIANA			4	1																							0		
	MICRO		0		0					0	0										0							1		
	PEQUENA		1								0																	427		
	GRANDE		66		161													37		155						9		168		
SERVICIOS	MEDIANA		54	22	12				2									1	3	66					6	2		28		
	MICRO	0	6	2	0	1	1	1	1	1	1	1	0	0	0	0	0	2	0	8	0	0	0	0	0	1		94		
	PEQUENA		30	12	1	1	1	1	1	1	1	1	0	0	0	0	0	4	0	28	1	1	0	0	2	5		1		
	MEDIANA		1																									0		
SIN CLASIF.	MICRO		0	0	0	0			0	0	0							0	0	0					0	0		5		
	PEQUENA		1	1	0			1	0		0																	1		
	MEDIANA																											667		
	GRANDE		302																						77	288		169		
TRANSPORTE, ALMACENAM., Y COMUNIC.	MEDIANA		42	12	8		2	5		3	3		1	4				16	1	14		2			49	6		12		
	MICRO	0	3	1	1	0	0	0	1	0	1	0	0	0	0	0	0	1	0	2	0	0	0	0	0	0		85		
	PEQUENA		28	8	6	1			1	3	0	2	1	1	0		1	0	4	0	10	0	1		13	3		23,500		
	Total general		29	5,699	4,129	2,389	302	20	30	896	231	94	17	12	10	4	5	40	2,446	31	1,060	13	221	2	132	4,542	1,167	0	23,500	

Fuente: Registro Mercantil Cámara de Comercio de Cali
Cálculos: Subdirección de Estudios Económicos CCC

Tabla 24. Cámara de Comercio de Cali . – Empresas matriculadas y renovadas según actividad económica, tipo de empresas y

SECTOR ECONOMICO	TIPO DE EMPRESA	MICRO	PEQUEÑA	MEDIANA	GRANDE	Número
						Total general
ACTIV. INMOB.	Comandita por Acciones	31	24	23	5	83
	Comandita Simple	409	287	52	3	751
	Empresas Asociativas de Trabajo	160	2			162
	Empresas Unipersonales	213	12			225
	Persona Natural	2,079	58	6		2,143
	Sociedad Anónima	113	135	71	9	328
	Sociedad Colectiva	5	2			7
	Sociedad Limitada	1,182	406	80	8	1,676
	Sucursal de Subsidiarias Extranjeras	4	2	1		7
AGRICULT., SILVICULT., CAZA, GANAD.	Comandita por Acciones	9	12	18	5	44
	Comandita Simple	79	111	60	6	256
	Empresas Asociativas de Trabajo	49	1	1		51
	Empresas Unipersonales	17	1	1		19
	Persona Natural	190	26	2	2	220
	Sociedad Anónima	17	28	48	19	112
	Sociedad Colectiva			1		1
	Sociedad Limitada	118	115	66	1	300
COMERCIO	Comandita por Acciones	2	5	12		19
	Comandita Simple	119	89	19	1	228
	Empresas Asociativas de Trabajo	95	17	2		114
	Empresas Unipersonales	418	43	4		465
	Persona Natural	16,306	578	31	1	16,916
	Sociedad Anónima	119	155	127	32	433
	Sociedad Limitada	1,785	969	183	13	2,950
	Sucursal de Subsidiarias Extranjeras		2		1	3
CONSTRUCCION	Comandita por Acciones		1			1
	Comandita Simple	24	14	6		44
	Empresas Asociativas de Trabajo	53				53
	Empresas Unipersonales	54	2	1		57
	Persona Natural	677	15	1		693
	Sociedad Anónima	16	37	28	15	96
	Sociedad Limitada	291	151	38	4	484
	Sucursal de Subsidiarias Extranjeras	1		1	2	4

ELECTRICIDAD, GAS Y AGUA	Comandita por Acciones				1	1
	Empresas Asociativas de Trabajo	1				1
	Empresas Unipersonales	1				1
	Persona Natural	11				11
	Sociedad Anónima	3	4	6	4	17
	Sociedad Limitada	10	9			19
	Sucursal de Subsidiarias Extranjeras	1				1
HOTELES Y RESTAURANTES	Comandita por Acciones	3				3
	Comandita Simple	9	7	1		17
	Empresas Asociativas de Trabajo	6				6
	Empresas Unipersonales	16	1			17
	Persona Natural	2,304	31	3		2,338
	Sociedad Anónima	10	19	6	2	37
	Sociedad Limitada	68	44	7		119
INDUSTRIA	Comandita por Acciones	1	2			3
	Comandita Simple	27	19	11	1	58
	Empresas Asociativas de Trabajo	42	3	2		47
	Empresas Unipersonales	103	20	1		124
	Otras Sociedades			1		1
	Persona Natural	4,253	130	7		4,390
	Sociedad Anónima	33	62	98	59	252
	Sociedad Limitada	586	390	116	7	1,099
INTERMEDIAC. FINANC.	Sucursal de Subsidiarias Extranjeras			1	4	5
	Comandita por Acciones	10	11	20	8	49
	Comandita Simple	110	140	58	13	321
	Empresas Asociativas de Trabajo	5	1			6
	Empresas Unipersonales	14	5			19
	Persona Natural	399	16	2		417
	Sociedad Anónima	52	69	64	42	227
	Sociedad Limitada	270	114	33	15	432
MINERIA	Comandita Simple			1		1
	Empresas Asociativas de Trabajo	4				4
	Empresas Unipersonales		1			1
	Persona Natural	23	1			24
	Sociedad Anónima	5	4	1	1	11
PESCA	Sociedad Limitada	14	11	5		30
	Persona Natural	5	1			6
	Sociedad Anónima	2	1	1		4
	Sociedad Limitada	3	4	1		8

SERVICIOS	Comandita por Acciones	1	1	1		3
	Comandita Simple	35	15	3		53
	Empresas Asociativas de Trabajo	189	2			191
	Empresas Unipersonales	92	14			106
	Otras Sociedades				1	1
PERSONAS NATURALES	Persona Natural	3,984	67	3		4,054
	Sociedad Anónima	41	58	30	8	137
	Sociedad Limitada	504	182	30	4	720
SIN CLASIF.	Comandita Simple	1	3			4
	Empresas Unipersonales	1				1
	Persona Natural	10	1			11
	Sociedad Anónima	1	2	1		4
	Sociedad Limitada	17	10			27
TRANSPORTE, ALMACENAM., Y COMUNIC.	Comandita por Acciones		1			1
	Comandita Simple	12	19	3		34
	Empresas Asociativas de Trabajo	58	1			59
	Empresas Unipersonales	172	8			180
	Persona Natural	532	38	7		577
	Sociedad Anónima	26	37	30	5	98
	Sociedad Limitada	310	157	45	1	513
	Sucursal de Subsidiarias Extranjeras		3			3
Total general		39,025	5,039	1,482	303	45,849

5 Fuente: Registro Mercantil Cámara de Comercio de Cali

8 Cálculos: Subdirección de Estudios Económicos CCC

Tabla 25. Cámara de Comercio de Cali . – Empresas matriculadas y renovadas según actividad económica, tipo de SOCIEDADES – Enero- Diciembre 2002

SECTOR ECONOMICO	TIPO DE EMPRESA					Número
		MICRO	PEQUEÑA	MEDIANA	GRANDE	Total general
ACT. INMOBILIARIA	SOCIEDAD EN COMAN. POR ACCS.	31	24	23	83	137
	SOCIEDAD ANONIMA	113	135	71	328	647
AGRIC., VILVIC., CAZA, GANADERIA	SOCIEDAD EN COMAN. POR ACCS.	9	12	18	44	83
	SOCIEDAD ANONIMA	17	28	48	112	205
COMERCIO	SOCIEDAD EN COMAN. POR ACCS.	2	5	12	19	38
	SOCIEDAD ANONIMA	119	155	127	433	834
CONSTRUCCION	SOCIEDAD EN COMAN. POR ACCS.	0	1	0	1	2
	SOCIEDAD ANONIMA	16	37	28	96	177
ELECTRICIDAD, GAS, AGUA	SOCIEDAD EN COMAN. POR ACCS.	0	0	0	1	1
	SOCIEDAD ANONIMA	3	4	6	17	30
HOTELES Y RESTAURANTES	SOCIEDAD EN COMAN. POR ACCS.	3	0	0	3	6
	SOCIEDAD ANONIMA	10	19	6	37	72
INDUSTRIA	SOCIEDAD EN COMAN. POR ACCS.	1	2	0	3	6
	SOCIEDAD ANONIMA	33	62	98	252	445
INTERMEDIACION FINANCIERA	SOCIEDAD EN COMAN. POR ACCS.	10	11	20	49	90
	SOCIEDAD ANONIMA	52	69	64	227	412
MINERIA	SOCIEDAD EN COMAN. POR ACCS.	0	0	0	0	0
	SOCIEDAD ANONIMA	5	4	1	11	21
PESCA	SOCIEDAD EN COMAN. POR ACCS.	0	0	0	0	0
	SOCIEDAD ANONIMA	2	1	1	4	8
SERVICIOS	SOCIEDAD EN COMAN. POR ACCS.	1	1	1	3	6
	SOCIEDAD ANONIMA	41	58	30	137	266
SIN CLASIFICARI	SOCIEDAD EN COMAN. POR ACCS.	0	0	0	0	0
	SOCIEDAD ANONIMA	1	2	1	4	8
TRANSPORTE, ALMACENMTO, COMUNICS.	SOCIEDAD EN COMAN. POR ACCS.	0	1	0	1	2
	SOCIEDAD ANONIMA	26	37	30	98	191
TOTALES	SOCIEDAD EN COMAN. POR ACCS.	57	57	74	207	395
	SOCIEDAD ANONIMA	438	611	511	1,756	3,316
TOTAL SOCIEDAD POR ACCIONES		495	668	585	1,963	3,711
% DE SOCIEDADES POR ACCIONES		0.13	0.18	0.16	0.53	1.00
SOLO MIPYMES		495	668	585		1,748
% SOLO MIPYMES		0.28	0.38	0.33		1.00

Fuente: Registro Mercantil Cámara de Comercio de Cali
 Cálculos: Subdirección de Estudios Económicos CCC
 MARZO DE 2003

5.1.3 Fuentes de Financiación. El gobierno colombiano en los últimos años, ha volcado sus esfuerzos por el diseño, promoción y fortalecimiento de los diferentes sistemas de financiamiento para las empresas que conforman la estructura productiva del país. El dinamismo de los dos últimos años (2001 y 2002) en materia de recursos de fomento para las micro, pequeñas y medianas empresas (MIPYMES), no es ya una simple moda. Tras un cuatrienio de crisis económica, los responsables de esta materia en el gobierno se han dado cuenta de la necesidad de impulsar el empleo y la demanda interna con acciones indirectas, como los préstamos.

Las MIPYMES representan el 96 % de las empresas del país, y contribuyen con el 56 % de la fuerza generadora de empleo, y con el 25 % del PIB, lo que las convierte en las principales generadoras de puestos de trabajo. Sin embargo la falta de capital de trabajo en condiciones favorables no siempre les permite fortalecerse en el tiempo. Para superar este escollo se ha reenfocado la función de los bancos de segundo piso, buscando irrigar los recursos frescos con más flexibilidad²⁵, sobre todo en materia de costos de financiamiento.

Con la creación y puesta en marcha de la LEY MIPYME²⁶, se ha conformado un Sistema Nacional de apoyo y promoción a las MIPYMES, conformado así:

- Actores Públicos Financieros
- Actores Privados Financieros
- Actores Públicos No Financieros
- Actores Privados No Financieros, e
- Instrumentos y programas de apoyo.

Buscando que el lector se forme una idea general de todos estos actores anteriormente citados, pretendemos presentar las generalidades de cada uno de ellos:

5.1.3.1 Entidades (actores) públicas financieras. Están conformadas por:

²⁵ Bancoldex por ejemplo, entregó créditos al sector exportador por \$760.000 millones en los primeros 8 meses del año. Las líneas de crédito más utilizadas por los empresarios fueron las de capital de trabajo (64 %), consolidación de pasivos (16 %) y leasing (11.6 %). Por su lado el IFI, tiene proyectado poner en manos de las empresas en el próximo cuatrienio \$5 billones para atender a las MIPYMES, mirando las posibilidades del ALCA. Ver Pymeguía No.1- Financiera. Guía especializada para la PYME. Bogota. Dic.2002

²⁶ Ver Ley 590 de 2000, Artículo No. Líneas de crédito, No. 39 Sistemas de Microcrédito, No. 34 Préstamos e inversiones destinados a las MIPYMES.

- * IFI, Bancoldex y FINAGRO.
- * Entidades Financieras, Fiduciarias y de Leasing (Fiduifi, Fiducoldex, Financiera e ifileasing)
- * Garantías: Fondo Nacional de Garantías (FNG), Fondo Agropecuario de Garantías (FAG).

5.1.3.2 Entidades (actores) Privadas Financieras. Están conformadas por:

- * Bancos Comerciales (Bancolombia, Megabanco, Caja Social, Banco Popular y Banco de Bogotá)
- * ONG ´S Financieras en todo el País. (Banco de la Mujer, Actuar, Fundaciones)
- * Cooperativas
- ** Cajas de Compensación

5.1.3.3 Entidades (actores) Públicas No Financieras. Conformadas por:

- * Ministerio de Desarrollo Económico
- * Ministerio de Comercio Exterior
- * Red de Centros de Desarrollo Tecnológico
- * Sena
- * Proexport
- * Conciencias

5.1.3.4 Entidades (actores) Privadas No Financieras. Conformadas por:

- * Gremios: Acopi, FENALCO, Gremios Sectoriales
- * 180 ONG ´S de apoyo a la microempresa, Fundación Carvajal, Compartir, Microempresas de Antioquia.
- * Centros de Investigación y ONG ´S de apoyo a las MIPYME
- * Cámaras de Comercio
- * Centros de Desarrollo Empresarial
- * Universidades
- * Entidades del Sector Solidario.

5.1.3.5 La Ley Mipyme y el entorno favorable a la creación de nuevas empresas en Colombia²⁸. La creación de nuevas empresas

²⁸ Ver Ley 590 de 2000, artículos No. 45

requiere de un entorno favorable que estimule el espíritu empresarial y que facilite el ejercicio empresarial, sobretodo en el nivel de las micro y pequeñas empresas. Al respecto, en la justificación de la política de apoyo a las micro, pequeñas y medianas empresas contenida en el documento "Lineamientos de una Política Industrial", se afirma que "en el transcurso de los últimos años, se ha ido reconociendo cada vez más que el sector de pequeñas y medianas empresas contribuye de manera significativa a la competitividad internacional del sector manufacturero, así como a la creación de empleos simultáneamente. Sin embargo, este tipo de empresas han sufrido imperfecciones del mercado que obstaculizan su desarrollo, especialmente en el actual contexto de rápida integración mundial de las actividades económicas".

En consecuencia, prácticamente todos los países han desarrollado una amplia gama de medidas tendientes a apoyar las pequeñas y medianas empresas y a menudo han creado organismos especializados para que formulen y pongan en práctica esas medidas.

Relacionado con lo anterior, y por iniciativa del Ministerio de Desarrollo Económico, se aprobó en el Congreso Nacional La "Ley para Promover el Desarrollo de las Micro, Pequeñas y Medianas Empresas, MIPYME ", En su exposición de motivos el documento plantea lo siguiente:

Tienen, entonces, las MIPYMEs, un conjunto de ventajas económicas que, en gran medida, fundamentan el notable crecimiento de los países del sudeste asiático; así como toda la estrategia de modernización y reestructuración que vienen ejecutando los países de la Unión Europea.

Pero, de la misma manera como las MIPYMEs cuentan con atributos como los ya enunciados, igualmente enfrentan significativas dificultades que merman sus posibilidades de expansión, entre las cuales se destacan los, a veces insuperables, obstáculos que afrontan en sus relaciones con el Estado; la desigualdad en las oportunidades que tienen al pretender ciertos mercados para sus bienes –como el de compras estatales o los de exportación-; la existencia de claras imperfecciones de mercado que las colocan en desventaja respecto a la gran empresa, para aprovisionarse de factores de producción tales como la tecnología, el personal calificado, el financiamiento o la información sobre las oportunidades de negocios de diversa índole. Precisamente la corrección de todas esas distorsiones en los mercados es la razón que justifica la intervención del Estado, tal como ocurre hoy en los países más avanzados del mundo, no para ser Estado-Empresario, productor de bienes o prestador de servicios sino, más apropiadamente, para facilitar la iniciativa empresarial de los particulares, para cooperar en la creación de oportunidades

económicas y para construir un entorno social, político y económico más propicio al ejercicio de la actividad empresarial.

La Ley MIPYME, contiene los elementos fundamentales para brindar un ambiente favorable a la creación de nuevas empresas, destacando las siguientes acciones de política que de ella se desprenden:

- La generación de un marco institucional propicio al fomento de las MIPYMES, a través de la creación del Consejo Superior de Pequeña y Mediana Empresa y del Consejo Superior de la Microempresa.
- La atención a las MIPYMES por parte de entidades estatales integrantes de los Consejos Superiores de Pequeña y Mediana Empresa, y Microempresa, aunque su objeto institucional no sea específicamente este.
- La atención a las MIPYMES por parte de entidades tales como el Instituto de Fomento Industrial, IFI; el Fondo Nacional de Garantías; COLCIENCIAS; Bancoldex y Proexport. En virtud de ello, podrán establecer dependencias especializadas para atender este tipo de empresas.
- La creación del registro único empresarial que reducirá los trámites de las micro, pequeñas y medianas empresas ante el Estado y contribuirá a su formalización. Este registro tendrá validez general para todos los trámites, gestiones y obligaciones frente a las entidades estatales, incluyendo el registro e inscripción de proponentes para los procesos de contratación pública.
- El acceso de las micro, pequeñas y medianas empresas a los mercados de bienes y servicios que demanda el Estado de acuerdo a lo previsto en la Ley 80 de 1993. Ello implicará establecer los procedimientos administrativos que faciliten a estas empresas el cumplimiento de los requisitos y trámites relativos a pedidos, recepción de bienes o servicios, condiciones de pago y acceso a información, por medios idóneos, sobre sus programas de inversión y de gasto.
- La destinación de recursos del Fondo Colombiano de Modernización y Desarrollo Tecnológico de las micro, pequeñas y medianas empresas – FOMIPYME -para el apoyo a las nuevas empresas. Este fondo fue creado por la Ley 590 de 2000 y tendrá una dotación de recursos no inferior a veinte mil millones de pesos por año.
- El apoyo al establecimiento de regímenes tributarios especiales en los municipios para estimular la creación de MIPYMEs.
- La reducción de los aportes parafiscales destinados al SENA, el ICBF y las Cajas de Compensación Familiar, para las empresas que se creen a partir de la aprobación de la Ley, de acuerdo a la siguiente escala: setenta y cinco por ciento para el primer año de operación;

cincuenta por ciento para el segundo y veinticinco por ciento para el tercer año de operación.

En concordancia con lo anterior, la formulación de una estrategia de estímulos tributarios (a nivel local y nacional) en función de indicadores de generación de empleo de las nuevas empresas y el soporte del fondo de garantías a los emprendedores.

Todo un sistema de respaldo público-privado, por parte de las instituciones que brindan apoyo a los emprendedores, articulados por el Ministerio de Desarrollo bajo el marco de la Ley MIPYME.

5.1.3.6 Financiamiento. El asunto del financiamiento para nuevos empresarios merece abordarse con decisión pero a la vez con imaginación y creatividad porque los tiempos han cambiado y la realidad de nuestro país no resiste el costo económico y social de proyectos empresariales que se frustran porque los emprendedores no encuentran el suficiente capital.

El descenso vertiginoso de las tasas de interés apunta en la dirección correcta pues incentivará a los ahorradores para buscar alternativas de inversión más rentables en la economía real y porque serán más factibles los nuevos proyectos empresariales con un crédito menos costoso.

Es preciso dar maduración a la base normativa en materia de entidades de capital de riesgo y poner en marcha la constitución de este mecanismo para el financiamiento de nuevas empresas. En este aspecto y de acuerdo al World Competitiveness Report 99, Colombia se ubica en el puesto 58 entre 59 países en cuanto a la existencia de esta forma de financiamiento y está un 20% por debajo, frente al promedio de América Latina.

La política nacional de financiamiento para nuevas empresas responde a los siguientes criterios básicos y se materializa así:

- Recursos suficientes para atender a la demanda creciente. La capitalización del IFI (300.000 millones) y del fondo de garantías (100.000 millones), la línea microglobal con el BID(u.s\$ 50 millones), y el crédito con cooperación española(us 14 millones) aseguran el apalancamiento para la provisión de recursos crediticios.
- Acceso y Cultura de la aprobación de créditos basada en la valoración del proyecto y del plan de negocios que se presenta y no simplemente en las garantías. Se promoverá encuentros de banqueros con emprendedores, así como entrenamiento tanto a emprendedores como a grupos de analistas y fuertes intercambios entre instituciones de promoción y organismos de financiamiento.

- Flexibilidad y correspondencia con el flujo de caja del proyecto. Los programas de amortización se ajustarán a los periodos de restitución del emprendimiento..
- Alternativas diferentes al crédito, tales como los esquemas de capital de riesgo y el acceso al mercado bursátil para aquellas nuevas empresas que hayan demostrado un buen prospecto en sus operaciones, así como la vinculación de inversionistas internacionales y la propia venta de cuotas de capital social o acciones. Las nuevas unidades serán asistidas por las incubadoras para la captación de recursos de fondos de inversión y la valoración de activos y cuotas de capital.

Lo anterior implicará estimular el desarrollo del **Mercado Balcón**²⁹ para que las pequeñas empresas puedan acceder a las bolsas de valores para captar recursos, dentro de las políticas de La ley Mipyme.

En desarrollo de tal marco legal el Fondo Nacional de Garantías otorgará condiciones especiales de respaldo a empresas nuevas especialmente intensivas en mano de obra, hasta por un 80% del valor del crédito requerido. Así mismo, en cumplimiento de la Ley Mipyme, entrarán en vigencia líneas de crédito orientadas a la creación de negocios y al respaldo de jóvenes profesionales , técnicos y tecnólogos.

Los recursos de la línea BID-Colciencias-IFI, con el respaldo del Fondo Nacional de Garantías darán soporte a los fundadores de empresas de base tecnológica.

Los programas de mini cadenas productivas y desarrollo social del Plan Colombia, involucran recursos crediticios para nuevos emprendimientos.

Para el caso de nuevas compañías orientadas al mercado exterior, los emprendedores contarán con la estructura de soporte vinculada al Plan de Exportaciones a través del Ministerio del ramo, respecto a la variable financiamiento (Bancoldex, Proexport, sistema de información, fondo de productividad, etc).

Dinamización del financiamiento en el primer piso. Se profundizará la vinculación de todos los bancos e intermediarios a los sistemas automáticos del Fondo Nacional de Garantías cuyos certificados son admisibles por decisión del gobierno, y, de ser necesario, se establecerán incentivos a la colocación y a la competencia como lo establece la ley 590.

²⁹ Ver Ley 590 de 2000, Artículo No. 36, Democratización accionaria, y la Resolución 400 de 1995 de la Supervalores , Segundo Mercado

Así mismo, en cumplimiento de la ley Mipyme, han entrado en vigencia líneas de crédito orientadas a la creación de negocios y al respaldo de jóvenes profesionales, técnicos y tecnólogos.

5.1.3.7 Productividad. La falta de una infraestructura adecuada de servicios y vías en el país, así como la escasa mano de obra calificada, han impedido a las pequeñas y medianas empresas del país un repunto en sus exportaciones.

Así lo señala el estudio elaborado por Fedesarrollo para la Asociación Colombiana de micro, Pequeñas y Medianas Industrias, Acopi.

De acuerdo con los resultados de este análisis que tuvo en cuenta el desenvolvimiento de las MIPYMES en los últimos años, la escasez de manos de obra se da por la dificultad que tienen para retener a los expertos, ya que estos pasan a las nominas de grandes empresas, que les pagan mejores salarios.

Este es considerado un aspecto crítico ya que buena parte del éxito de las empresas radica en la eficiencia de la mano de obra calificada. A este hecho se suma la dificultad de algunas pequeñas empresas para adquirir materias primas del exterior.

En cuanto a la producción, las MIPYMES tienen un gran aporte a la producción nacional porque es la mayor fabricante de bienes intermedios y productos que sirven de base a otras industrias.

En tecnología, Colombia está más atrás que cualquier país de importancia. Aunque en el número de computadoras, teléfonos y conexiones a Internet esté en el promedio de América Latina, tiene los peores indicadores del mundo por inversión y compromiso con la investigación, desarrollo tecnológico y en la pobre conexión entre universidades y empresas en ese respecto.

En cuanto a este aspecto, las MIPYME presentan varios problemas:

- Los instrumentos de política respecto a la tecnología son por lo general muy globales, mientras que el desarrollo tecnológico está muy ligado a la especificidad de cada sector económico.
- El nivel de información y la actitud empresarial sobre las nuevas tecnologías y procesos de adaptación tecnológica es con frecuencia deficiente en el nivel de la MIPYME, por esto, en ocasiones este tipo de empresa se limita solamente a hacer énfasis en la adquisición exclusiva de equipos, dejando a un lado los procesos de producción y

comercialización, control total a los productos o servicios, gestión administrativa, contable, etc.

- Las universidades no están adecuadamente articuladas a las MIPYME.

En cuanto a la competitividad:

El país no tiene un modelo en el que se puedan crear empresa con facilidad, en el que se forme el capital humano, se estimule el desarrollo tecnológico y exista una visión concreta y compartida de cómo se quiere generar riqueza y salir de la crisis.

Colombia es uno de los países del mundo donde es más difícil crear empresas por falta de capital de riesgo, por inexistencia de mercados de capitales desarrollados y es también uno de los países con menor inversión en investigación y desarrollo.

Colombia frente al mundo: Colombia no queda bien parada en el Reporte Mundial de Competitividad 2001- 2002 del Foro Económico Mundial y la Universidad de Harvard.

- Colombia ha venido perdiendo posiciones relativas en el ranking mundial de competitividad. De ocupar el puesto 30 entre 41 países en 1994 paso al 65 entre 75 en el 2001, es decir , mientras en 1994 el 71% de los países estaban por encima de Colombia, en el 2001 este porcentaje había aumentado a 85%. Por otro lado, la leve mejoría que se observa a partir de 1999, se debe a que los países que entraron en la muestra ese año ocupan posiciones inferiores. Al excluirlos, la posición de Colombia desmejora considerablemente, ya que el porcentaje de países con una competitividad mayor aumenta a 91 %.

- De 174 variables utilizadas en la construcción del ranking del 2001, es posible comparar 113 con los resultados del año anterior. Al hacer la comparación, el Ministerio de Comercio Exterior encontró lo siguiente: una mejora en el 54% de las variables y una desmejora en el 15%. Los mayores avances por categoría se obtuvieron en competencia interna, estrategia y operación empresarial, mientras que en tecnología, desempeño agregado nacional y estabilidad de los contratos y de la ley se presentaron los mayores retrocesos.

- Al repetir el ejercicio Por variables, los resultados son similares. Las variables con la mejoría mas significativa y con la mejor posición relativa del país son las que se relacionan con el comportamiento de la operación y la estrategia de las compañías, como la naturaleza de

la ventaja competitiva, la eficacia de los directivos, la capacidad de innovación y las practicas de contratación y despido. Mientras las variables con el mayor detrimento y la peor posición relativa son las relacionadas con el entorno macroeconómico, como la tasa de inversión, el déficit del gobierno, el diferencial de tasas de interés y el peso de la regulación.

Mientras muchos todavía dudan de la necesidad de redimensionar el aparato estatal, el informe revela que solo Israel, Dinamarca, Hungría y Francia tienen mayores tasas de impuestos empresariales que Colombia. La mayor parte de la débil competitividad de Colombia radica en la fragilidad de su microeconomía empresarial. El WCR revela que mas que en infraestructura orden publico y calidad de las instituciones del estado, Colombia se encuentra verdaderamente rezagada en materia de Tecnología, mercados laborales, financieros y de capitales.

La calidad de mercados laborales solo supera a la Sudáfrica. El desempleo esconde una de las tres más altas insuficiencias educativas del mundo y una inflexibilidad para contratar y despedir trabajadores y ajustar sus jornadas de trabajo, solo superior en Sudáfrica, Francia e Italia. Los salarios están muy por encima del promedio de los países en desarrollo.

No se puede esperar que las soluciones lleguen de la noche a la mañana. De acuerdo con las proyecciones del WCR, teniendo en cuenta los recursos naturales, de capital y la educación, la competitividad del país apenas alcanzaría para un crecimiento económico anual del 1.290 en el periodo 2000-2008, el cual, después de la migración, no sería mayor al crecimiento poblacional.

El país requiere un verdadero cambio en la estrategia, posiblemente la meta no debería ser duplicar las exportaciones en cuatro años sino en cuadriplicarlas en 10 años. La lucha por la competitividad debe venir también con un cambio de liderazgo con unos autos comunes en él.

5.1.3.8 Tasa de interés de colocación y captación. Las tasas de interés han sido factor determinante en los estados financieros de la industria en general, ya que las deudas de los prestamos bancarios adquieren un gran aumento debido al alto costo de la utilización del dinero. Y aunque hoy día (marzo 2003) los bancos han tomado la

iniciativa para atender a las MIPYMES; claro está que debido a las regulaciones estatales como las contenidas en la Ley Mipymes; los

problemas a la hora de evaluar el RIESGO³⁰, no permiten dinamizar aún más la financiación de este sector, y trae como consecuencia un alto spread para cubrir esos riesgos. Incluso hay factores adicionales que incrementan los costos del dinero para las mipymes: Las inconsistencias en los balances y la falta de credibilidad que generan, la dificultad para encontrar información sobre estas empresas y los riesgos particulares de cada sector, son factores que inmovilizan a los bancos a la hora de prestarles a las MIPYMES.

Adicionalmente, estas empresas suelen ser demasiado dependientes de un cliente, un proveedor o un individuo y esto da una señal de alarma en cualquier estudio de crédito, porque puede comprometer la fuente de pago de un proyecto de inversión.

5.1.3.9 Entorno legal. Las resoluciones 0400 y 1200 de 1995 de la Superintendencia de Valores, emitidas por la Superintendencia de Valores contienen la normatividad que rige al segundo mercado, las cuales determinan las características del mismo, los requisitos exigidos para la negociación de títulos, documentos requeridos, el prospecto, proceso de oferta pública, envío de información, valores de derechos de inscripción, cuotas y otros, que junto con las ventajas que ofrece el sistema como lo son las reducciones del 50% en los costos de derechos de inscripción RNVI, en los derechos de oferta pública e inscripción en bolsas, además de los beneficios que ofrece a través de sus funciones, no son suficiente estímulo para que haya una vinculación por parte de las MIPYMES, cuya explicación esta especificada en los capítulos 3 y 4.

5.1.4. Cultura bursátil. La economía Colombiana se caracteriza por una incipiente cultura bursátil. Los empresarios, perteneciente a los Micro, Pequeñas y Mediana empresas, en una buena proporción basan su funcionamiento en el que hacer de cada día sin preocuparse mucho por la planeación de la producción, la calidad de sus productos ni la proyección de sus estados financieros. Esto deja a estas empresas totalmente vulnerables a cambios del comportamiento de la economía tanto dentro del país como en el extranjero, tal es el caso de la apertura económica, la cual esta basada en políticas neoliberales para la globalización de la producción, permitió la entrada de productos a menor costos y mejor calidad, dejo a muchas empresas en la quiebra y otras tambaleando debido a que los empresarios estaban acostumbrados a una economía proteccionista donde sus clientes les compraban siempre la mercancía así fuera el producto de calidad o no, ya que éstos no tenían un punto diferente de comparación.

³⁰ Ver Dinero No. 176 de Marzo 7 de 2003. p.86

Dentro del modelo proteccionista, la poca competencia estimulaba la conformación de monopolios y oligopolios que por definición son sinónimo de ineficiencia y altos costos, lo que dio paso a manipular las tasas de interés y fomentar la existente cultura de riesgo. Además, a los empresarios Colombianos, al no tener que competir con los extranjeros para defender su pequeño mercado nacional, no se les hace necesario conseguir altos recursos, sino que basta con pequeños niveles de ahorro captado por sus propios bancos. En Colombia, un promedio pequeño o mediano empresario no considera por circunstancia alguna posible el emitir acciones porque le gusta mantener el control familiar de la empresa. En la medida que la apertura se consolide, todos los agentes económicos tendrán que adaptarse a las nuevas reglas del juego, que incluyen el emitir acciones so pena de desaparecer.

Hoy en día después de nueve años de hacer efectiva la apertura, las empresas sobrevivientes se sintieron más que obligadas a mejorar la calidad de sus productos y en consecuencia, hacer un mejor uso de planeación y aprovechamiento de sus recursos tanto humanos como de capital para poder estar a la altura de la exigencia de sus clientes y del mercado en general.

Para este cambio, las MIPYME debieron hacer inversiones varias cambiando así la mentalidad de "al día" por cortoplacista y medioclasista, solicitando créditos a la primera alternativa de financiación y capitalización para este tipo de empresas que conceden los bancos y corporaciones, con el fin de obtener la más pronta respuesta monetaria para pagar sus inversiones y deudas. He aquí el problema eminente: ¿Dónde entra el mercado bursátil?, hay varias respuestas negativas para ello:

Primero: Y más importante, las MIPYME sólo llegan a tener una visión a mediano plazo y las emisiones en bolsa deben hacerse pensando a largo plazo. Segundo: las MIPYME generalmente solicitan un crédito para pagar una obligación o hacer una inversión forzosa. Las emisiones de bonos o acciones deben hacerse con la voluntad de financiar un proyecto de inversión sin que la empresa esté endeudada hasta el cuello o tener la obligación de realizarla. Esto con el fin que el cliente vea atractivo el título valor. Tercero: hay una concentración de la propiedad accionaria. Los títulos valores pertenecen a grandes conglomerados liderados por bancos y corporaciones lo que resulta una reducida oferta de títulos por parte del sector real de la economía. El índice de Gini de Concentración de la Propiedad Accionaria fue de 0.9950³¹, siendo 1.0 el tope máximo de

³¹ www.supervalores.gov.co. Índice Gini a diciembre de 2001. Marzo 2003

concentración. Las diez acciones mas negociadas en las bolsas representan el 60% del mercado bursátil, debido a que las MIPYME aplican el dicho que es "mejor malo conocido que bueno por conocer", donde la responsabilidad la tiene tanto el modelo de capitales, como las mismas bolsas que no se han encargado de darse a conocer a diferentes sectores empresariales, educativos y de comunicaciones. Quinto: el escaso desarrollo de la banca de inversión en Colombia también por la falta de conocimiento del mercado bursátil y Sexto: la cultura evasiva de impuestos e inseguridad pública, donde algunas empresas piensan que entrar a la bolsa facilitaría que la información llegara a las autoridades como también a los secuestradores.

5.1.5 Entorno competitivo: En este punto se evalúa la posición competitiva del segundo mercado frente al sector financiero, para lo cual se ha tomado el modelo de las cinco fuerzas de Michael Porter³² de la competitividad, el cual

5.1.5.1 Amenaza de nuevos entrantes. Existen altas barreras de entrada, debido a que este sistema financiero está extremadamente concentrado, en donde se consolidan los grandes grupos: el Aval, el sindicato antioqueño, el Ganadero, el grupo Cafetero y Davivienda; siendo el primero de ellos (Bancos Popular, Occidentales y Bogotá) líder en el sistema en utilidades, activos, patrimonio, cartera y mayor número de entidades filiales tanto en el país como en el exterior.

Todo esto como consecuencia que origina el proceso para enfrentar con éxito la dura lucha por los clientes, debido a que las entidades se han ido acomodando alrededor de los grandes grupos, con esto las instituciones de mayor tamaño han podido aumentar su participación en el mercado, tomando las porciones de las entidades que han ido adquiriendo, destacándose dos casos en particular: la Organización Sarmiento Angulo y el sindicato antioqueño. Los dos grupos financieros se disputan el mercado con los grandes inversionistas españoles que llegaron a los bancos Ganadero y Santander.

³² PORTER Michael E. La ventaja competitiva de las Naciones. P.66

Tabla 26. Entorno competitivo del segundo mercado dentro del sector financiero

AMENAZAS DE MERCADOS ENTRANTES		
PODER DE LOS PROVEEDORES	RIVALIDAD DE COMPETIDORES	PODER DEL CLIENTE
<ul style="list-style-type: none"> ❖ Poco apoyo financiero para PYMES. ❖ No existe cultura bursátil para las PYMES. ❖ Las PYMES no tienen liquidez. ❖ Las PYMES no están organizadas. ❖ Los directivos de las PYMES no cuentan con estudios superiores. ❖ Hay demasiadas PYMES en el mercado. ❖ Aversión a perder el control de las Sociedades Anónimas. 	<ul style="list-style-type: none"> • Altas barreras a la entrada. • Muchos recursos y tramitología. • Pocos incentivos económicos. • Alta inversión de capital. <ul style="list-style-type: none"> • Marcada competencia entre Bancos, Corporaciones, Bolsa y entidades de servicios Financieros. • Bancos y Corporaciones Financieras como principales medios de financiamiento e inversión. • Ninguna otra entidad ofrece Bonos y Acciones. • Crédito como principal fortaleza de los competidores (Bancos). • Recesión como principal debilidad del sector. Altas tasas de interés y devaluación. • Grandes inversiones en publicidad y mercadeo. • Los Bancos están muy posicionados. • Disminución de las ventas y utilidades del sector. 	<ul style="list-style-type: none"> • Los inversionistas institucionales cuentan con alta liquidez. • No tienen cultura de riesgo. • Los inversionistas como Personas Naturales no cuentan con alta liquidez. • Demanda totalmente elástica al cambio de precio de los títulos valor y tasa de interés. • Los inversionistas institucionales solo invierten en títulos con la más alta calificación. • Inversionistas susceptibles a las tasas de interés.
AMENAZAS DE PRODUCTOS SUSTITUTOS		
<ul style="list-style-type: none"> • Crédito de consumo principal amenaza como fuente de financiación para PYMES. • Mercado extrabancario como alternativa amenazante del sector formal. • Dólar como instrumento de capitalización. • CDTs y CDATs. 		

Fuente: La Investigación

Sin embargo, la mayor concentración que se viene dando en la banca colombiana, no alcanza los límites de la llamada posición dominante.

Ninguno de los grupos logra una participación del 25 por ciento sobre el mercado tanto en activos, como en créditos o productos específicos como cuentas de ahorros o cuentas corrientes de tal manera que se pueda presentar una distorsión en los precios del mercado³³.

³³ La Superintendencia Bancaria señala que este tope del 25 por ciento, por sí solo, no configura

Pero la realidad es que sí se evidencia en los estados consolidados, que el Grupo Aval que integran los bancos Occidente, Bogotá y Popular marcan la pauta en el mercado.

Tabla 27. Concentración del sistema financiero 1998

DESCRIPCIÓN	GRUPO AVAL	SINDICATO ANTIOQUEÑO
Utilidades	45%	34%
Volumen de activos	23.5%	16%
Cartera bruta	24%	13.3%
Número de entidades subordinadas.	6 extranjeras y 7 nacionales	--

Fuente: La investigación.

Además, para constituir una sociedad, en este caso una entidad financiera, es necesario realizar una gran inversión de capital como monto mínimo ya establecido por la Superintendencia de Valores, que junto con la ardua tramitología, requisitos de constitución y funcionamiento y con el poco apoyo del gobierno para otorgar ayudas económicas a esta actividad, originan grandes desincentivos para generar mas competencia en el sector.

5.1.5.2 Poder del cliente. Las personas naturales pueden hacer el papel de inversionistas, pero generalmente estos cuentan con el capital suficiente para ello.

Los mayores inversionistas son los inversionistas institucionales, los cuales cuentan con un alto capital generado por su razón social. Entre ellos están los Fondos de Pensiones y Cesantías, los Fondos Mutuos de inversión, Fondos de Inversión, Almacenes Generales de Depósito, etc., los cuales no tienen cultura de riesgo en el momento de invertir en bolsa, ya que solo adquieren títulos que tengan como mínimo una calificación de A, dejando a un lado los demás títulos que estén calificados por debajo, perjudicando a los títulos emitidos por las PYMES que se encuentren en este rango.

La demanda de los inversionistas institucionales es muy elástica, siéndolo también con las tasas de interés del sector financiero, ya que siempre buscarán la mejor opción y rentabilidad.

5.1.5.3 Amenaza de productos sustitutos. Para las MIPYMEs, es mucho más rápido y rentable acceder a créditos³⁴. bancarios y de fomento se obtienen en un corto plazo, los cuales son utilizados en gran mayoría para saldar deudas originadas por la crisis económica.

Por otro lado, por los inconvenientes generados al adquirir dichos créditos, las MIPYMEs recurren en gran proporción al mercado extrabancario, el cual también brinda rapidez.

Las MIPYMEs buscan seguridad en su inversión. Por esto también demandan como alternativa invertir en papeles de renta fija como los CDT's y CDAT's, con los cuales en el momento de su apertura ya se tiene conocimiento del monto que se va a obtener como rentabilidad.

Actualmente la pronunciada devaluación ha ocasionado que sea atractiva la inversión en el exterior, ya que por cada peso invertido, se obtienen más dólares como resultado final.

5.1.4.4 Poder de los proveedores. El sector financiero no confía en la capacidad de pago o respuesta de las MIPYMEs porque piensa que estos tienen una economía demasiado informal de la cual no hay mucha información; por otro lado, este tipo de empresa no cuenta con una idiosincrasia de inversión y ahorro, por lo tanto, hay desconocimiento parcial de los servicios que ofrece el sector financiero en general y mayor aún es el desconocimiento de los servicios que presta la bolsa de valores.

Desde la apertura económica, las MIPYMEs han sido desplazadas por la poca productividad y la falta de calidad de sus productos, siendo esto consecuencia en parte de la pésima organización de las mismas basándose, en su gran mayoría, en conocimiento empírico de sus dirigentes sin visión competitiva ni largoplacista. Sin embargo, por su gran cantidad, representan un factor vital para la economía colombiana.

5.1.5.5 Rivalidad entre competidores. Desfavorablemente para el Segundo Mercado y afortunadamente para las MIPYMEs, existen muchas alternativas de inversión y ahorro, siendo las corporaciones y bancos las más oñionadas, incrementando así su competencia.

Pero el Segundo Mercado tiene una ventaja comparativa sobre las otras instituciones la cual consiste en la emisión de títulos valores, a

³⁴ La flexibilidad y el fácil acceso del crédito en general, se debe a la Ley 590 de 2000, Arts. Nos. 34,35,36,38 y 39 y además al respaldo de las garantías ofrecidas por el Fondo Nal. De Garantías..

diferencia del crédito, que es el producto fundamental de las instituciones financieras.

Pero tanto el sector bursátil como el sector financiero en general han venido siendo estropeados por la crisis económica y financiera, que se caracteriza por la poca liquidez de las empresas en general, desincentivando el ahorro, la inversión que acompañada de las altas tasas de interés y la elevada devaluación han dejado el sistema totalmente debilitado, reduciendo las ventas y las utilidades del sector.

5.2 ANÁLISIS INTERNO

Aquí se analizan los elementos que conforman el comportamiento interno del Segundo Mercado.

5.2.1 Definición de segundo mercado. Es un mercado creado paralelamente al mercado principal, el cual tiene como función principal promover la financiación y capitalización de micro, pequeñas y medianas empresas (MIPYMES), por medio de la emisión de títulos valores, llevada a cabo en Santiago de Cali por la Bolsa de Colombia.

5.2.2 Portafolio de servicios. Los siguientes son los servicios que el segundo mercado le ofrece a los inversionistas y a las MIPYME:

- **Para los inversionistas:** Les ofrece la oportunidad de que posean o administren un portafolio de inversiones no inferior a 8.500 salarios mínimos mensuales (Como por ejemplo los inversionistas institucionales de la región como son los Fondos de Pensiones y Cesantías, Fondos Mutuos de Inversión entre otros) de financiarse y capitalizarse a través de la adquisición de títulos valores que las MIPYME vinculadas al Segundo Mercado emitan por medio de la Bolsa de Valores de Colombia, en Santiago de Cali.
- **Para las MIPYME:** Le brinda a las MIPYME que tengan activos entre \$1.000 y \$10.000 millones, la ventaja de emitir títulos valores como acciones, bonos, bocas y papeles comerciales, cuya gestión proveerá a dichas empresas de varios beneficios como son la obtención de recursos de financiación a menor costo que el crédito financiero, consecución de socios que incrementan el capital de la empresa, recepción de recursos a largo plazo, con los cuales se pueda desarrollar la empresa y por consiguiente aumentar su valor, y mejorar la imagen de la empresa al hacer parte del Mercado de Valores Colombiano.

5.2.3 Difusión. En 1997 la Bolsa de Occidente³⁵ seleccionó a 1.634 pequeñas y medianas empresas especificadas con activos entre \$1.000 y \$10.000 millones registrada en la Cámara de Comercio de la ciudad como grupo objetivo del programa Segundo Mercado para obtener beneficios monetarios a través de la emisión de títulos valores.

Una vez realizado este proceso, se efectuó un acercamiento vía correo directo, procediéndose posteriormente a hacer seguimientos telefónicos y visitas de información y promoción adicional cuando fuera necesario. Pasada esta etapa, la Bolsa realizó un perfil de las compañías interesadas en emitir títulos y presentarlo a un grupo de banqueros de inversión de la ciudad, al igual que a las firmas comisionistas miembros de la Bolsa, para que fueran contactadas por los interesados en adelantar el proceso de banca de inversión, que terminaría en la realización de la emisión.

5.2.4 Dirección y manejo. El segundo Mercado está a cargo de la Bolsa de Valores de Colombia, siendo la regional de Occidente el operador de este sistema en Santiago de Cali, el cual está vigilado por la Superintendencia de valores, haciendo uso de los comisionistas sistemas en Santiago de Cali, el cual esta vigilado por la Superintendencia de valores, haciendo uso de los comisionistas de bolsa y del sector financiero como intermediarios financieros.

5.2.5 Operación. El Segundo Mercado operará mediante el sistema de remate en pública subasta al mejor postor de las acciones y demás títulos valores que 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 ella un representante de la empresa interesada en la colocación, expone a clase de títulos que e van a negociar, sus condiciones y la información adicional que le exige la bolsa. Así mismo, se debe publicar en un periódico aquella información que pueda interesarle a los inversionistas, varios días antes de la rueda de negociación.

Este esquema le permite a la empresa dirigir la oferta exclusivamente a grandes inversionistas. Por consiguiente, simplifica su trámite de autorización y el cumplimiento de algunos requisitos, disminuyendo además algunos costos.

³⁵ Bolsa de Occidente, Vicepresidencia Operativa, Alvaro José Pedroza C. Estudio interno Radicación No. 082003 / 330 de Mayo 5 de 1997.(11 hojas)

5.2.6 Recursos. Al ser la Bolsa de Valores de Colombia responsable del funcionamiento del Segundo Mercado en Cali, es ella la que otorga los recursos necesarios para llevar a cabo este proyecto.

5.3 DIAGNÓSTICO

Se llevará a cabo un análisis de los puntos anteriores para definir qué oportunidades y amenazas de las MIPYME respecto al Segundo Mercado (a nivel externo), fortalezas y debilidades (a nivel interno) tiene el Segundo Mercado en relación al sector donde opera.

5.3.1 Oportunidades y amenazas. Por medio del análisis de las características generales del entorno de las MIPYME con relación al Segundo Mercado en Santiago de Cali (punto 5.1), se identificaron las siguientes oportunidades y amenazas para estas empresas.

5.3.1.1 Amenazas.

- * No existe cultura bursátil ni cultura de riesgo.
- * Crecimiento negativo de las MIPYME.
- * Baja competitividad.
- * Bajos niveles de ahorro y de inversión.
- * Los servicios del sistema financiero y del IFI se encuentran bien posicionados en el mercado.
- * Alta carga tributaria.
- * Aumento de préstamos en moneda extranjera.
- * Existencia de grandes empresas dentro del mercado.
- * Altas tasas de interés en términos reales.
- * Alta vulnerabilidad ante movimientos del mercado.
- * Carencia de capital de riesgo.

5.3.1.2 Oportunidades.

- * Barreras de adquisición de créditos financieros.
- * Carencia de recursos por parte del sistema financiero para otorgar créditos (crisis bancaria).
- * Desconocimiento parcial de los servicios del sistema financiero.
- * Tendencia revaluacionista de la tasa de cambio.
- * Alta liquidez de los inversionistas institucionales.
- * Inversionistas sensibles a las tasas de interés.
- * Dentro del mercado existe gran cantidad de PYMES.

5.3.1.3. Matriz de evaluación del factor externo (EFE). Para la construcción de dicha matriz, se seleccionaron las amenazas y fortalezas de mayor incidencia para las MIPYME en su entorno. Después se le asignó una ponderación (peso relativo) a cada uno

según su importancia en el sector, el cual está entre 0 (nada importante) y 1 (muy importante). También se le designó un valor a cada factor para indicar su grado de amenaza u oportunidad para la organización así:

- 1 = Amenaza mayor.
- 2 = Amenaza menor.
- 3 = Oportunidad menor.
- 4 = Oportunidad mayor.

Los valores sopesados son el resultado de multiplicar los valores de amenaza u oportunidad de cada factor por su peso relativo, los cuales se suman para determinar que tan amenazada o beneficiada están las MIPYMES por su entorno.

Tabla 28. Matriz de evaluación del factor externo (EFE)

FACTORES EXTERNOS CLAVES	PESO RELATIVO	VALOR	RESULTADO SOPESADO
No existe cultura bursátil ni de riesgo.	0.30	1	0.30
Baja competitividad de las PYME.	0.20	1	0.20
Bajos niveles de ahorro e inversión.	0.10	1	0.10
Alta competitividad en el sector financiero.	0.10	1	0.10
Crecimiento negativo de las PYME	0.04	2	0.08
Vulnerabilidad ante movimientos del mercado.	0.04	2	0.8
Barrera de adquisición de créditos.	0.04	4	0.16
Tendencia revaluacionista de la Tasa de Cambio.	0.04	3	0.12
Alta liquidez de los inversionistas institucionales.	0.04	4	0.16
Existe gran cantidad de PYMES dentro del mercado	0.10	4	0.40
TOTALES	1.00		1.70

Fuente: La investigación.

El número de oportunidades y amenazas claves que se incluyen en la matriz de evaluación del factor externo, no afecta el resultado total para las MIPYMES; el valor más alto posible es 4.0 y el más bajo es 1.0. El resultado promedio sopesado total es de 2.5, por lo tanto, al haber obtenido un valor de 1.7, se puede concluir que las MIPYMES con relación al Segundo Mercado cuentan sin atractivos y se enfrenta a fuertes amenazas externas.

5.3.2 Fortalezas y debilidades. Mediante el análisis interno del Segundo Mercado se detectaron las siguientes debilidades y fortalezas.

5.3.2.1 Debilidades.

- Alta tramitología para vincularse al Segundo Mercado.
- Bajos incentivos económicos reales que ofrece el Segundo Mercado.
- Para invertir en el Segundo Mercado, este le exige al inversionista manejar un portafolio mínimo de 8.500 salarios mínimos laborales mensuales vigentes.
- No existen conocimientos del Segundo Mercado como alternativa de capitalización y financiación.
- Se Segundo Mercado no tiene posicionamiento dentro del mercado financiero.
- Dentro de la estrategia de mercadeo empleada no se sensibilizó a las MIPYMES hacia el sistema bursátil como pasó de alta importancia.

5.3.2.2 Fortalezas.

- El Segundo Mercado es el único sistema por medio del cual las MIPYMES pueden emitir títulos valores para las MIPYMES.
- La emisión de bonos es relativamente más económica y rentable que el crédito financiero.
- El Segundo Mercado está dirigido por la Bolsa de Valores de Colombia y vigilado por la Superintendencia de Valores.

5.3.2.3 Matriz de evaluación del factor interno (EFI). Para elaborar esta matriz, se seleccionaron las debilidades y fortalezas de mayor incidencia para el funcionamiento del Segundo Mercado como alternativa de financiación y capitalización. La forma de elaboración de esta matriz es la misma que la Matriz del Factor Externo, lo único que cambia son los valores evaluados.

Tabla 29. Matriz de evaluación del factor interno (EFI)

FACTORES EXTERNOS CLAVES	PESO RELATIVO	VALOR	RESULTADO SOPESADO
Falta de sensibilización en el plan de mercadeo.	0.40	1	0.40
Falta de conocimiento del Segundo Mercado	0.20	1	0.20
Pocos incentivos económicos reales	0.03	2	0.06
Alta tramitología para la vinculación	0.02	2	0.04
Emisión de títulos como elemento diferenciador	0.10	4	0.40
Emisión de bonos mas rentable que créditos	0.06	3	0.18
Dirigido por la Bolsa de Colombia y vigilado por la Superintendencia de Valores	0.04	3	0.12
Los inversionistas deben administrar grandes portafolios.	0.04	2	0.08
Falta de posicionamiento del Segundo mercado.	0.03	2	0.06
TOTALES	0.92		1.54

Fuente: La investigación.

Al igual que la Matriz de Evaluación del Factor Externo (EFE), sin importar el número de factores que se incluyan en la Matriz de Evaluación del Factor Interno (EFI), el resultado total sopesado puede estar en un rango bajo desde 1.0 a uno alto de 4.0, con un resultado promedio de 2.5. Al haber obtenido un resultado de 1.54, se puede determinar que el Segundo Mercado se encuentra débil internamente.

5.3.3 Matriz TOWN (DOFA). Muestra la combinación del análisis interno y externo realizado para crear estrategias contrarrestando amenazas del entorno, corrigiendo debilidades y aprovechando las oportunidades y fortalezas de las PYMES y del Segundo Mercado respectivamente.

Tanto amenazas externas de las MIPYMES como debilidades del Segundo Mercado, la falta de cultura bursátil ni cultura de riesgo, el gran posicionamiento y competencia de los servicios del sistema financiero e IFI, el poco conocimiento del Segundo Mercado y por ende su nulo posicionamiento; son contrarrestandos por una estrategia de difusión, diferenciación y posicionamiento de dicho sistema con las ventajas que ofrecen sus funciones y con el apoyo de la Bolsa de Valores de Colombia como ejecutora y de la Superintendencia de Valores como supervisora.

Tabla 30 Matriz TOWN (DOFA)

	OPORTUNIDADES	AMENAZAS
	01 Barreras de adquisición de créditos de dinero. 02 Tendencia revaluacionista. 03 Alta liquidez de los inversionistas institucionales. 04 Gran mercado potencial de PYMES.	A1 No existe cultura bursátil ni cultura de riesgo. A2 Crecimiento negativo de las PYMES. A3 Baja competitividad de las PYMES. A4 Bajos niveles de ahorro y de inversión. A5 Servicios de sistemas financiero y del IFI con alto posicionamiento en el mercado. A6 alta vulnerabilidad ante movimientos del mercado. A7 Competencia en el sector financiero.
FORTALEZA	OPORTUNIDAD + FORTALEZA	FORTALEZA + AMENAZA
F1 Segundo Mercado único medio para emitir títulos valores. F2 La emisión de bonos más rentable que el crédito financiero. F3 El Segundo Mercado está dirigido por la Bolsa de Occidente y vigilado por la Superintendencia de Valores.	<ul style="list-style-type: none"> Emisiones Sindicadas (04, F1, F2) Difusión, diferenciación y posicionamiento (O1, O2, F1, F2, F3) 	<ul style="list-style-type: none"> Creación de un Fondo de Garantías (A2, A3, A6, F1, F2, F3).
DEBILIDADES	OPORTUNIDAD + DEBILIDAD	FORTALEZA + AMENAZA
D1 Alta tramitología para vinculación. D2 Bajos incentivos económicos reales que ofrece el Segundo Mercado. D3 Inversionistas deben tener grandes portafolios. D4 No existe conocimiento del Segundo Mercado. D5 El Segundo Mercado no tiene posicionamiento. D6 Dentro de la estrategia de mercadeo no se empleó la sensibilización de las PYMES hacia el sistema bursátil como paso principal.	<ul style="list-style-type: none"> Vinculación de los inversionistas institucionales (O3, O4, D3, D5). Penetración de Market Markers (O1, O3, O4, D3, D4, D5). Penetración de Market Makers (O1, O3, O4, D3, D4, D5). 	<ul style="list-style-type: none"> Disminución costos de asesoría (D1, D2, A2, A3, A4). Difusión, diferenciación y posicionamiento (A1, A5, A7, D4, D5, D8) Penetración de Market Makers (A2, A3, A4, A6, D3, D4, D5).

Fuente: La investigación.

La estrategia de emisiones sindicadas aprovecha el gran mercado potencial que representan las MIPYMES como oportunidad, junto con las ventajas comparativas que ofrece el Segundo Mercado en cuanto a ser el único medio por el cual las MIPYMES pueden emitir títulos valores, teniendo particularmente los bonos mas rentabilidad ante el crédito financiero.

Mediante la creación de un Fondo de Garantías, las amenazas constituidas por el crecimiento negativo de las MIPYMES junto con su baja competitividad y alta vulnerabilidad ante movimientos del mercado; son neutralizadas con las fortalezas que le brinda al Segundo Mercado sus ventajas comparativas, dirección y control.

La vinculación de los inversionistas institucionales al sistema surgió de combinar aspectos como el poco conocimiento que existe del Segundo Mercado y de la necesidad de administrar portafolios de mínimo 8.500

salarios mínimos legales mensuales vigentes como requisitos para participar como inversionistas en el Segundo Mercado; todas estas debilidades para ser disminuidas por la oportunidad que ofrece el hecho de que estos inversionistas tengan una alta liquidez y que exista un gran mercado potencial de MIPYMES.

Ésta alta liquidez de los inversionistas institucionales también fue fundamental para crear la figura Market Makers, que junto con las barreras que ha impuesto el sector financiero para otorgarle crédito a las MIPYMES, y con la gran cantidad que existe de este tipo de empresas en Santiago de Cali, se pretende aminorar la influencia negativa del poco conocimiento que existe de dicho sistema de financiación y capitalización, y por ende su poco posicionamiento dentro del mercado.

5.4 PLAN ESTRATÉGICO Y DE MERCADEO

El siguiente plan se diseñó a partir de la información secundaria recopilada, la cual identificó oportunidades y amenazas de las MIPYMES y fortalezas y debilidades del Segundo Mercado dentro del entorno donde opera.

Las estrategias y programas propuestos buscan contrarrestar las debilidades y amenazas aprovechando las oportunidades y fortalezas identificadas previamente.

5.4.1 Objetivos del plan estratégico y de mercadeo. Los objetivos de plan estratégico y de mercadeo tienen como último fin crear los medios necesarios para que el Segundo Mercado brinde un excelente servicio a las PYMES y por ende a los Inversionistas Institucionales.

5.4.1.1 Objetivo general. Reactivar el Segundo Mercado en Santiago de Cali.

5.4.1.2 Objetivos específicos. Para cumplir el objetivo general, es necesario llevar a cabo los siguientes objetivos específicos:

- Lograr el conocimiento del Segundo Mercado en Santiago de Cali, tanto en el sector MIPYME como en los Inversionistas Institucionales, según los siguientes estimativos:

- a) 30% anual para el sector MIPYME

- b) 40% anual para los Inversionistas Institucionales.

- Crear cultura bursátil y de riesgo, tanto en las MIPYME como en los Inversionistas Institucionales de Santiago de Cali.

- Penetrar el mercado de MIPYMES e Inversionistas de Santiago de Cali, para lograr su vinculación al Segundo Mercado según los siguientes estimativos:

- a) 50% de MIPYMES para el año 2003.

- b) 20% de Inversionistas Institucionales para el año 2003.

- Posicionar el Segundo Mercado dentro del sistema financiero en Santiago de Cali, como el primer mercado bursátil dirigido al sector MIPYME, el cual es una nueva alternativa de financiación y capitalización a menor costo y mayor calidad.

5.4.2 Estrategias y programas. Considerando que el mercado de capitales tiene como motor principal las ventajas económicas que en él perciban sus agentes, se considera que la reglamentación del Segundo Mercado por sus connotaciones especiales, debe avanzar en su estructuración, mediante la creación de mecanismos que redunden en mayores facilidades, así como en atractivos especiales que incrementen la rentabilidad neta para los inversionistas de títulos emitidos a través de él.

5.4.2.1 Disminución de costos. Es necesario realizar un exhaustivo estudio de costos con el fin de reducirlos de tal forma que muestren altas ventajas ante los servicios ofrecidos por la competencia como es el crédito bancario y las emisiones llevadas a cabo en el mercado principal, para lo cual, después de la aprobación, es necesario por medio de la difusión que se explicará mas adelante, hacer conocer esta cualidad a las MIPYMES.

Tomando como ejemplo una emisión de \$1.000 millones en bonos por una MIPYME con activos de \$5.000 millones con un plazo de 3 años (ver capítulo 4), son exagerados algunos costos como la elaboración de títulos que en este caso sería de \$10.500.000 y la elaboración de prospectos de \$6.000.000, además el alto porcentaje anual de

administración (0.2%) que son \$2.000.000 y el de asesoría (2.5%) que representan \$25.000.000.³⁶

5.4.2.2 Fondo de garantías. A pesar de considerar que el mercado nacional debe evolucionar hacia una cultura de manejo del riesgo, y ante la necesidad de que existan en un principio emisiones garantizadas,

Se debe tener en cuenta que aunque los porcentajes sean muy bajos, en términos reales éstos representan montos muy altos ya que las emisiones también lo son vital importancia la creación de mecanismos de bajo costo (relativo), tales como los Fondos de Garantías, para respaldar las emisiones del Segundo Mercado.

La falta de respaldo patrimonial, de tecnología de punta, de planeación a largo plazo, la inestabilidad por variaciones en la economía y la interferencia de elementos personales o familiares en el negocio, hacen que al evaluar a una MIPYME, esta se considere de un nivel de riesgo más alto que la gran empresa. En esta condiciones, el Fondo Nacional de Garantías (FNG) resulta ser un buen apoyo a la hora de conseguir recursos en una entidad financiera.

El Fondo Nacional de Garantías es una Sociedad Anónima de economía mixta cuyos principales accionistas son el Ministerio de Hacienda, el Ministerio de Desarrollo, el Instituto de Fomento Industrial (IFI), Bancoldex, Carbonorte y Acopi. De igual forma el FNG tiene agentes comerciales llamados Fondos Regionales de Garantías (FRG), los cuales son apoyados por las alcaldías, las gobernaciones, las Cámaras de Comercio, Ong's y empresas privadas.

La misión del FNG es viabilizar y mejorar el acceso a financiamiento, especialmente a micros, pequeñas y medianas empresas (MIPYMES), con proyectos factibles y que presenten insuficiencia de garantías a juicio de las entidades financieras. Según la Ley Mipyme o Ley 590 de 2000, se estableció un marco integral para fijar políticas y programas tendientes a promocionar la creación, fortalecimiento, desarrollo y articulación de las MIPYMES.

³⁶ Se debe tener en cuenta que aunque los porcentajes sean muy bajos, en términos reales éstos representan montos

muy altos ya que las emisiones también lo son

Tabla 31. Estrategias y programas del plan estratégico y de mercadeo

ESTRATEGIA	PROGRAMA	ACCIÓN
DISMINUCIÓN DE COSTOS	Reducción de costos de emisiones para PYMES.	<ul style="list-style-type: none"> • Estudio de costos. • Determinación de márgenes de costos a reducir. <ul style="list-style-type: none"> • Aprobación del proyecto <ul style="list-style-type: none"> • Difusión • Ejecución
FONDO DE GARANTÍAS	Creación de Fondo de Garantías para PYMES vinculadas al Segundo Mercado.	<ul style="list-style-type: none"> • Estudio de Factibilidad • Aprobación del proyecto <ul style="list-style-type: none"> • Reglamentación <ul style="list-style-type: none"> • Difusión • Ejecución
EMISIONES CONJUNTAS	Emisiones conjuntas	<ul style="list-style-type: none"> • Presentación de la propuesta a la Superintendencia de Valores. • Reglamentación requerida para conformar la figura, una vez esté aceptada. <ul style="list-style-type: none"> • Difusión • Puesta en marcha.
VINCULACIÓN DE INVERSIONISTAS INSTITUCIONALES	Inversión del 1% de utilidades	<ul style="list-style-type: none"> • Creación de base de datos Institucionales potenciales. • Crear sección para contactar Inversionistas Institucionales • Selección de inversionistas según situación financiera de la entidad. <ul style="list-style-type: none"> • Visitar inversionistas institucionales • Vinculación de inversionistas institucionales.
	Market Makers	<ul style="list-style-type: none"> • Selección de inversionistas institucionales según posicionamiento en el mercado. <ul style="list-style-type: none"> • Visitar inversionistas institucionales. • Vinculación de inversionistas institucionales.
CAPTACIÓN DE PYMES CON APOYO DE GREMIOS Y ASOCIACIONES	Difusión y sensibilización de PYMES	<ul style="list-style-type: none"> • Programación de visitas a gremios de la producción. • Escogencia de personal capacitado para hacer visitas a gremios. • Convocatoria a los gremios para asistencia a conferencias. <ul style="list-style-type: none"> • Realizar conferencias de capacitación a gremios. • Convocatoria a PYMES para asistir a conferencias. <ul style="list-style-type: none"> • Conferencias a PYMES • Vinculación de PYMES
	Difusión y sensibilización a inversionistas institucionales	<ul style="list-style-type: none"> • Programa de visitas a sedes principales de Inversionistas Institucionales. • Escogencia de personal capacitado para visitar a inversionistas institucionales potenciales. • Visitas para incentivar (énfasis en Fondo de Garantías y Emisiones Conjuntas). <ul style="list-style-type: none"> • Vinculación.
	Capacitación y seguimiento a PYMES	<ul style="list-style-type: none"> • Selección de empresas aptas para ingresar al segundo Mercado. <ul style="list-style-type: none"> • Capacitación en tramitología • Presentación de comisionistas de Bolsa. • Costos de inscripción, mantenimiento, etc. <ul style="list-style-type: none"> • Capacitación tributaria. • Capacitación en pagos de bonos y acciones. • Capacitación en proceso de causación contable de títulos emitidos. • Capacitación para tener visión general del mantenimiento de la liquidez y rentabilidad de las PYMES.

Fuente: La Investigación

Para lograr dicho objetivo, lo que hace el FNG³⁷ es facilitar al acceso al crédito a las empresas, que tengan activos totales inferiores a 15.000 salarios mínimos mensuales vigentes, garantizando así sus operaciones ante bancos, corporaciones financieras, compañías de financiamiento comercial y de leasing, cooperativas y fundaciones que

³⁷ El FNG tiene distintas clases de garantías de acuerdo a las necesidades de los clientes, entre las que se encuentran las empresariales: Automáticas, Semiautomáticas Redescuento Bancoldex, Semiautomática creación de empresas, Individual e individual Colciencias.

dispongan de crédito. Las garantías abarcan aspectos como adquisición de tecnologías, formación del recurso humano, financiación y promoción de exportaciones del sector MIPYME, elevando de esa manera sus niveles de competitividad, así como la adopción de elementos para incentivar la creación de nuevas empresas.

Pero no solo el FNG puede entrar a respaldar a un empresario. En el sector agropecuario se cuenta con el Fondo Agropecuario de Garantías (FAG), que se creó en 1985 con el objetivo de facilitar el acceso al crédito agropecuario a los usuarios que no pudieran ofrecer las garantías exigidas normalmente por los intermediarios financieros. Este fondo es administrado por FINAGRO y ofrece respaldo tanto a pequeños como a grandes y medianos productores.

5.4.2.3 Emisiones conjuntas. Es oportuno actualizar la reglamentación sobre la sindicación de emisiones³⁸ utilizando la figura de la fiducia mercantil o los encargos fiduciarios. Al unirse varios emisores y lograr en conjunto la colocación de títulos en el mercado, el solo efecto del aumento del valor a emitirse, reduciría los costos individuales inherentes al proceso, logrando además el respaldo mutuo de todas las MIPYMES emisoras conjuntas.

5.4.2.4 Vinculación de los inversionistas institucionales al segundo mercado. Los inversionistas institucionales son pieza fundamental en el funcionamiento del Segundo Mercado, ya que alcanzan a administrar portafolios de más de 8.500 salarios mínimos legales mensuales, además de demostrar alta liquidez en sus operaciones y actividades. Tal es el caso de los fondos de pensiones y cesantías, que han llegado a obtener una rentabilidad del 26.82% cuando los cálculos de la Superintendencia Bancaria daba como obligatorios resultados del 26.32%, sobrepasando los 3.5 billones de pesos.

Los fondos de pensiones tienen invertidos los recursos de los trabajadores, principalmente en bonos emitidos por el sector financiero, cuya participación es del 21%, un 18% está en Certificados de Depósito a Término y un 15% en TES.

5.4.2.4.1 Inversión del 1% de utilidades. Es de vital importancia para el desarrollo del mercado de capitales, orientar a los

³⁸ Las normas que servirán como fuentes son el artículo 3 del Decreto Legislativo 1026 de 1990 y el Decreto 663 de 1993 (Estatuto Orgánico del Sistema Financiero).

inversionistas institucionales y especialmente los fondos de pensiones, hacia inversiones que reúnan por lo menos el 1% o 2% de sus fondos monetarios, lo cual será suficiente para impulsar el Segundo Mercado, ya que con ese porcentaje se estaría hablando de un monto alrededor de los \$35.000 millones, que destinados a la compra de papeles en el Segundo Mercado se estaría estimulando entre 60 y 100 MIPYMES con activos entre \$500.000.000 y \$1.000.000.000, lo que puede generar sinergia y atracción para otras PYMES.

La selección de los inversionistas Institucionales según su situación financiera es un paso fundamental, ya que en éste se determinan los factores que permiten mostrar las entidades más ideales para realizar esta estrategia, y después, por medio de visitas con personal capacitado de la Bolsa de Valores de Colombia, plantear el programa y consecuentemente formalizar la vinculación de los Inversionistas Institucionales interesados.

5.4.2.4.2 Market makers. Son los Inversionistas Institucionales los que se encargarían de dinamizar y de dar liquidez al Segundo Mercado, adoptando los títulos de los emisores y sacándolos al mercado, obteniendo como ganancia la diferencia entre la compra al emisor y la venta en el mercado.

Esta actividad no se ha desarrollado en nuestro medio, pese a que existen entidades con el perfil adecuado para realizar esta labor, pero han orientado sus actividades en otras direcciones, debido al bajo nivel de capitalización de la mayoría de las sociedades comisionistas de bolsa frente a los riesgos de intermediación, concentrándose principalmente en actividades de corretaje.

Para el desarrollo de los Market Makers, se requiere consolidar patrimonialmente a las sociedades comisionistas de bolsa, en especial con requerimientos diferenciales según las actividades desarrolladas, reorientar sus actividades hacia la banca de inversión y en particular hacia la intermediación del Segundo Mercado, así como estudiar la posibilidad de facilitar su acceso a recursos de financiamiento de última instancia. En este sentido se sugiere aumentar los requerimientos de capital de las firmas comisionistas, aunque no en un monto que ponga en peligro su permanencia en el mercado, es decir, se debe evitar que esta actividad se concentre. Para ello es importante establecer regímenes diferenciados de capital para diferentes actividades. Así mismo, los intermediarios financieros, en especial los comisionistas de bolsa y las corporaciones financieras, deberán tener una mayor capacitación del recurso humano.

Es fundamental seleccionar Inversionistas Institucionales posicionados en el mercado, debido a que al comprar el títulos de una MIPYME, éste adquiere importancia, ya que está respaldado por la calidad del Inversor que lo ofrece, obteniendo beneficio tanto el inversionista al venderlo a mayor precio, y las MIPYME, al ser su título negociable en el mercado.

5.4.2.5 Captación de MIPYMES con apoyo de gremios y asociaciones. Uno de los grandes obstáculos para el uso por parte de los emisores potenciales de los instrumentos de acceso al mercado de valores, es la falta de información. Esta falencia existe igualmente entre los asesores financieros independientes no vinculados a entidades vigiladas por las Superintendencia Bancaria y de Valores, que prestan servicios de banca de inversión.

Es necesario maximizar el esfuerzo que realiza la Superintendencia de Valores en su labor de promoción, mediante acciones coordinadas de ésta con las bolsas de valores y los diferentes gremios de la producción, considerando que son canales de amplia aceptación en sus diferentes áreas de influencia y conocedores de los destinatarios de la información que se desea difundir. Adicionalmente, dichas entidades se pueden convertir en multiplicadores de la cultura bursátil, considerando los amplios mecanismos de divulgación que poseen.

5.4.2.5.1 Difusión y sensibilización de MIPYMES. La importancia de capacitar los gremios de la producción, es crear con mas facilidad un despliegue de información acerca del Segundo Mercado más efectiva y veraz, ya que son los mismos gremios los encargados de apoyar a la Bolsa de Valores de Colombia en la capacitación del pequeño y mediano empresario (lo cual se explicará mas adelante), lo cual permite captar más la atención e interés de las MIPYME en dicho programa.

5.4.2.5.2 Difusión y sensibilización a inversionistas institucionales. Por medio del personal capacitado de la Bolsa de Valores de Colombia, se harán visitas directamente a las sedes principales de los Inversor Institucionales, a diferencia de la difusión para las MIPYME que se hace por medio de conferencias con el apoyo de gremios. Esta visita personalizada se realiza, primero que todo, porque los Inversor Institucionales son un número muy inferior a la cantidad de MIPYME en Santiago de Cali y segundo, y más importante, porque son entes que cuentan con mayor nivel de cultura bursátil, por lo tanto, se debe demostrarles que la inversión e el Segundo Mercado realmente es rentable. Para tal fin, la Bolsa de

Valores de Colombia se apoyará en el fondo de garantías y emisiones conjuntas como atractivos fundamentales del sistema.

Por otra parte, se propondrán los programas de inversión planteados anteriormente, como son: Inversión del 1% de utilidades y Market Makers, los cuales ya han sido conformados.

5.4.2.5.3 Capacitación y seguimiento a MIPYMES. Una vez seleccionadas las empresas aptas para ingresar al Segundo Mercado, la Bolsa de Valores de Colombia realizará una capacitación de todos aquellos procesos y factores logísticos de la vinculación y emisión de títulos que una empresa debe saber en el momento de ingresar al sistema. Además se dará capacitación de aspectos contables y financieros dentro de la MIPYME, que permitan mantener la liquidez y rentabilidad de las mismas.

Los cursos de capacitación tienen una duración de ocho meses en total, los cuales se efectuarán de forma constante, de modo que, si una MIPYME se vincula cuando el curso está en ejecución, solo debe esperar a que el curso vuelva a empezar y así completar las capacitaciones faltantes.

5.4.3 Control. La Bolsa de Valores de Colombia, junto con los gremios realizarán revisiones trimestrales del desarrollo de la ejecución de los objetivos planteados, identificando además problemas y obstáculos para tomar medidas correctivas necesarias y enfocar de nuevo cada programa hacia sus objetivos.

Se establecerán indicadores de gestión que serán analizados cada tres (3) meses, los cuales son:

- La penetración del Segundo Mercado se medirá por el número de MIPYMES e Inversionistas Institucionales que se vinculan desde el año 2003 hasta el 2006.
- La difusión se medirá por el porcentaje de MIPYMES e Inversionistas Institucionales que conocen el Segundo Mercado desde el año 2003 hasta el 2006.
- La Cultura Bursátil se medirá por los resultados que arroje el índice de penetración.
- El posicionamiento se medirá por la imagen que tengan las MIPYME e Inversionistas Institucionales del Segundo Mercado.

5.4.4 Cronograma de actividades. En el siguiente cuadro se exponen las estrategias y sus programas con sus respectivas acciones, demarcadas en el momento en que deberían iniciarse y el tiempo conveniente de duración para que sean exitosos los resultados. (Tabla 32 – ver página siguiente)

5.4.5 Caso práctico de apalancamiento (endeudamiento), con emisión de acciones o acudir a la consecución de pasivos.

Tomar la decisión de apalancarse con acciones o con pasivos externos³⁹, implica no solo el considerar el costo de capital, o sea el costo promedio ponderado de todas las fuentes de financiamiento, sino también el considerar el impacto de la decisión en las utilidades, ya que al fondearse con pasivos externos, por ejemplo, con intermediarios financieros, implica considerar el pago de los intereses y el capital y su efecto en las utilidades.

Por el hecho de que los pagos de intereses a entidades financieras inscritas en la superintendencia Bancaria son deducibles para efectos tributarias, y además que se considera el costo efectivo anual de esos pasivos, estos ajustes tienen un impacto en el cálculo del costo de capital (CK).

Si la decisión es fondearse con capital de los accionistas, que es nuestro caso de la investigación, pues el costo de capital se verá afectado por unos costos implícitos en este tipo de transacciones, el emitir no solo tiene costos de la emisión en sí, llamados costos flotantes, si no que además implica para el accionista el considerar su costo de oportunidad. Esto hace que el costo de emitir tenga en cuenta el riesgo que representa para el accionista, ya que el espera que la inversión le retorne una tasa mínima de retorno requerida. Por ejemplo, si la empresas emisora donde él es accionista le reconoce al intermediario financiero un tasa anual efectiva del 24 %, pues para el inversionista considerando el riesgo y la rentabilidad, le será lucrativo que su acción vía dividendos, le rente por lo menos esa misma tasa del intermediario financiero.

³⁹ Véase ...Numeral 16.3... Otras teorías generales sobre costo de Emisión y el COSTO de Capital. La estructura óptima de capital.

La aplicación de los conceptos del punto 5.4.5 se pueden analizar en la página siguiente.

Análisis del ejemplo:

Empresa	proporción Pas. T/ Patri.	Costo Financ. Solo con Pasiv.	Costo solo Con Pat.	Costo Capital CK (WACC)
A.....	65 / 35	13.3 %	10.0 %	23.3 %
B	49 / 51	11.1 %	14.5 %	25.6 %
C.....	33 / 67	10.2 %	19.0 %	29.2 %

Si observamos la proporción de la mezcla de financiarse con más o menos pasivos respecto del patrimonio (acciones), de la columna No.1, la empresa A que tiene una mezcla de 65 / 35 es la que tiene el costo de capital (CK) más atractivo (23.3 %), y la empresa C, que tiene un 33 / 67, tiene un costo de capital (CK) de 29.2 %, el más costoso. Las causas son diversas.

Primero, habría que analizar como esta representado la composición de sus pasivos respecto del total de activos (empresa C). El 67 % del total de activos son patrimonio, luego una financiación a base de acciones así, resulta muy costosa. Segundo, el riesgo aumenta a medida que nos financiamos con acciones, pues los inversionistas requerirán más retorno y exigirán más rentabilidad. Si observamos la empresa A, tiene menos riesgo inherente a la emisión de acciones, solo usa una mezcla de 65 / 35.

Tercero, cuando nos financiamos vía patrimonio, tenemos que tomar una decisión adicional, y es, la decisión de pagar los dividendos, y este involucra una serie de planes financieros, con un presupuesto del flujo de caja, y un análisis de los usos y las fuentes provenientes de las decisiones de financiamiento y de inversión.

Como vemos, la decisión de fondearse con acciones o pasivos externos, es una medida que involucra conocimientos del manejo del mercado de capitales y del mercado financiero. Aunque también, se necesita que paralelamente, el representante legal (propietario) o gerente de la MIPYME, haga "ingeniería financiera", bien con sus propios conocimientos o a través de una buena asesoría, e involucre medidas proactivas de tipo administrativo, donde rediseñe todas sus procesos, bien sea administrativos, producción, de recursos humanos y contables, y ante todo se mentalice del cambio de actitud que deberá de tomar

cuando de asumir riesgos se trate. Cuando en verdad se decida, estará defendiendo no solo la estabilidad de su empresa, sino también el crecimiento sostenido, la competitividad, la productividad de todos sus recursos, y lo más importante, estará contribuyendo al desarrollo económico del país y a una obra social como lo es, el contribuir a disminuir el desempleo, y por ende, a la miseria y a la inseguridad.

En el siguiente ejemplo se puede visualizar de una manera "virtual" esas situaciones y sobre todo, se puede observar el curso que sigue el COSTO DE CAPITAL cuando se opta por cualquiera de las dos alternativas.

**CIA. MISCELANEA
ESTRUCTURA FINANCIERA, ENDEUDAMIENTO Y COSTO DE CAPITAL
AÑO 2002**

(EN MILLS.)	ALTERNATIVAS DE FONDOS		
	A	B	C
FONDOS			
PROVEEDORES	150	90	180
BANCOS CT. PZ.	200		120
BANCOS L. PZ.	300	150	
TOTAL PASIVOS	650	240	300
PATRIMONIO	350	250	600
TOTAL ACTIVOS	1000	490	900
TASA IMPOSITIVA			35%
ESTURCT. FINANC. PASIVOS / PATRIM.	65/35	49/51	33/67

SE PIDE : CALCULAR EL COSTO DE CAPITAL Y DETERMINAR CUAL ES ESTRUCTURA OPTIMA DE CAPITAL, SI.

DESCTOS. PROVEED. PAGO CONTADO	4% MES
BANCO CORTO PLAZO	25 % T. A
BANCO LARGO PLAZO	19 % M.VDO.
COSTO ACCIONARIO MERCADO -SECTOR	28.50%

SUPUESTOS:

- 1- Los intereses de los pasivos, son reconocidos como un gasto (ASPECTO TRIBUTARIO)
- 2- Si los proveedores dan un descuento del 4 % por compras de contado, suponemos que no utilizamos ese descuento por lo tanto estamos financiando ese pasivo. De cada \$ 100 perdemos \$4, o sea que $\$4/\$96 = .4.17\%$ por un mes, al año son 50.04%
- 3- No utilizamos las tasas nominales, sino su correspondiente tasa EFECTIVA y su efecto descontado del imponenta (1-T)
- 4- El costo del capital accionario en COLOMBIA, según tablas de la Supervalores es conocida, y por sectores.
- 5- Recordemos que el accionista espera un CK, que es su costo de oportunidad, o sea que el está dispuesto a invertir en una sociedad que le retorne un MÍNIMO, llamada TASA MÍNIMA DE RETORNO ESPERADA (TMRE)
- 6- Las tasas de interés corresponden cifras obtenidas del Banco Ganadero en Marzo de 2003. Líneas para PYMES.

CALCULO DEL COSTO DE CAPITAL DE LA CIA. MISCELANEA**A**

FONDOS		COSTO EF. ANUAL	% DE PARTICIP.	PONDE RACIÓN	
PROVEEDORES	150	39.13%	0.15	0.059	
BANCOS CT. PZ.	200	17.80%	0.2	0.036	
BANCOS L. PZ.	300	12.68%	0.3	0.038	
TOTAL PASIVOS	650		0.65		
PATRIMONIO	350	0.285	0.35	0.100	
TOTAL ACTIVOS	1000				
COSTO DE CAPITAL (CK) (O WACC)				0.232 23.20%	CK
ESTURCT. FINANC. PASIVOS / PATRIM.	65/35				

CALCULO DEL COSTO DE CAPITAL DE LA CIA. MISCELANEA**B**

FONDOS		COSTO EF. ANUAL	% DE PARTICIP.	PONDE RACIÓN	
PROVEEDORES	90	39.13%	0.18	0.072	
BANCOS CT. PZ.	0				
BANCOS L. PZ.	150	12.68%	0.31	0.039	
TOTAL PASIVOS	240		0.49		
PATRIMONIO	250	28.50%	0.51	0.145	
TOTAL ACTIVOS	490				
COSTO DE CAPITAL (CK) (O WACC)				0.256 25.60%	CK
ESTURCT. FINANC. PASIVOS / PATRIM.	49/51				

CALCULO DEL COSTO DE CAPITAL DE LA CIA. MISCELANEA

C

FONDOS		COSTO EF. ANUAL	% DE PARTICIP.	PONDE RACIÓN
PROVEEDORES	180	39.13%	0.20	0.078
BANCOS CT. PZ.	120	17.80%	0.13	0.024
BANCOS L. PZ.				
TOTAL PASIVOS	300		0.33	
PATRIMONIO	600	28.50%	0.67	0.190
TOTAL ACTIVOS	900			
COSTO DE CAPITAL (CK)				0.292
(O WACC)				29.20%

CK

ESTURCT. FINANC.
PASIVOS / PATRIM.

33/67

DECISIÓN MEJOR ESTRUCTURA ÓPTIMA DE CAPITAL

ALTERNATIVA	<u>PASIVO</u> PATRIM	CK
A	65/35	23.20%
B	49/51	25.60%
C	33/67	29.20%

Este caso práctico, es trabajo del investigador.

CONCLUSIONES

- Normalmente solo las grandes empresas se han vinculado a las Bolsas de Valores para la negociación de sus acciones y demás títulos valores emitidos por ellas, pero existe una nueva realidad económica que impone la necesidad de abrirle espacio a las micro, pequeñas y medianas empresas (MIPYMES) en el mercado bursátil, ya que han tomado una gran importancia en la estructura productiva del país.
- Las pequeñas y medianas empresas tienen gran potencial exportador e importantes requerimientos financieros que no se pueden satisfacer exclusivamente en el sistema bancario. En estas condiciones, la Bolsa de Valores de Colombia ha planteado la conformación del "**Segundo Mercado**" o "**Mercado Balcón**".
- Como principales beneficios que este mercado trae para las MIPYMES se destaca una disminución de costos financieros (relativos), gran fortaleza a prácticas de concentración monopolística (sociedades más abiertas), mayor control de los flujos de caja, un manejo más racional y técnico, y acorde con sus propias circunstancias y mejora la capacidad de negociación con los intermediarios de crédito.
- La principal ventaja que este Segundo Mercado brinda a los inversionistas es la **oportunidad de una mayor diversificación del portafolio de inversiones**, aminorando el riesgo y, en muchos casos, mejorando la rentabilidad.
- Una típica MIPYME Colombiana, es generalmente administrada por la familia propietaria y es considerada empresa de alto riesgo, para emitir títulos de contenido crediticio (bonos o papeles comerciales), deben conseguir un aval bancario o una calificación de riesgo. El aval es muy costoso, además, exige hipotecas de bienes raíces lo cual esta fuera del alcance de la mayoría de las MIPYME; la otra alternativa, que es la calificación de riesgo para estas empresas, sería deficiente por ser consideradas empresas de alto riesgo (y más aún en épocas de recesión como la actual), lo cual las forzaría a presentar garantías hipotecarias, acudir al Fondo Nacional de Garantías, o similares con el fin de mejorar la calificación y lograr vender los títulos en el mercado, ya que los inversionistas no invierten en títulos con calificación que no sea A. En este punto juega un papel muy importante y decisivo, el Fondo Nacional de Garantías.

- El resultado es que ninguna empresa ha entrado a dicho mercado en Santiago de Cali, porque además existen otras causas como son la falta de incentivos económicos realmente atractivos, mayor tendencia hacia el sistema financiero, ausencia de alicientes tributarios, limitación a que los títulos emitidos sean comprados únicamente por Inversionistas Institucionales, restricción para las empresas emisoras en cuanto a la cantidad de activos que deben tener para ingresar al Sistema, dura calificación de los títulos, subdesarrollo y falta de confianza en las políticas reguladoras del país.
- Además, la no existencia de visión largoplacista por parte de las MIPYME que les permita obtener rentabilidad necesaria, así como los costos asociados a la emisión de títulos, baja competitividad y productividad, falta de publicidad y promoción del mercado de capitales, y el hecho de que todavía los empresarios no encuentran razones de peso para sustituir el banquero por algo nuevo y menos costoso que el crédito.
- De la misma manera, el cambio permanente de la legislación altera continuamente la reglas del juego y genera incertidumbre entre los agentes participantes en el mercado. Quienes trabajan en el mercado de capitales dedican gran parte de su tiempo a actualizarse en la legislación.
- La excesiva legislación es el resultado del afán de las autoridades para exigir que los mercados presenten transparencia y protección para los inversionistas. Este afán es comprensible pero lo excesivos requerimientos para los comisionistas, emisores e inversionistas le quitan competitividad al mercado bursátil, pues eleva los costos de transacción produciendo la rentabilidad.
- Uno de los grandes obstáculos para tener acceso al mercado de valores es la falta de información, para lo cual es necesario maximizar acciones coordinadas entre la Bolsa de Valores y los diferentes gremios de la producción, ya que son entes de amplia aceptación en sus diferentes áreas de influencia y conocedores de los destinatarios de la información que se desea difundir. Adicionalmente, dichas entidades se pueden convertir en multiplicadores de la cultura bursátil, considerando los amplios mecanismos de divulgación que poseen.
- Dado que el mercado de capitales tiene como principal atractivo las ventajas económicas que tanto los emisores como los

obtengan a través de él, se observa que la reglamentación del Segundo Mercado debe reestructurarse, mediante la creación de instrumentos que otorguen mayores beneficios, así como en incentivos especiales que aumenten la rentabilidad neta para los inversionistas de títulos emitidos a través de él. Entre las estrategias planteadas se encuentran una disminución general de los costos de emisión, fortalecer el Fondo de Garantías del Segundo Mercado, permitir emisiones conjuntas, proporcionar facilidades de vinculación de los Inversionistas Institucionales al Segundo Mercado por medio de las figuras Inversión del 1% de utilidades y Market Makers, captar MIPYME con el apoyo de gremios y asociaciones, difundir y sensibiliza tanto a las MIPYME como a los Inversionistas Institucionales acerca del Mercado Bursátil.

- Para que el Segundo Mercado tenga mayor eficiencia en la ejecución de sus funciones, es necesario que la Bolsa de Valores de Colombia junto con los gremios y asociaciones, realicen revisiones trimestrales haciendo uso de los indicadores de gestión, con el fin de mejorar los logros y detectar problemas a tiempo para tomar correctivos al respecto.
- Una vez iniciadas las operaciones del Segundo Mercado es fundamental utilizar instrumentos que permitan mantener el interés, tanto de las MIPYME como de los Inversionistas Institucionales, en el sistema, como por ejemplo, incentivos tributarios basados en deducciones o descuentos tributarios, entre otros.
- Si se colabora en mejorar las condiciones financieras y legales por medio de estímulos, y si se logra alcanzar una difusión y sensibilización tanto a las MIPYME (con el apoyo de las asociaciones y los gremios) como a los inversionistas institucionales, conformándose un ámbito de cultura bursátil bajo los parámetros y programas establecidos en el plan estratégico y de mercadeo, es inminente esperar el comienzo de la vinculación de las MIPYME y el interés de los inversionistas en las mismas, dándose así la reactivación del Segundo Mercado en Santiago de Cali.
- En cuanto a Estrategias y Programas y Considerando que el mercado de capitales tiene como motor principal las ventajas económicas que en él perciban sus agentes, se considera que la reglamentación del Segundo Mercado por sus connotaciones especiales, debe avanzar en su estructuración, mediante la creación

- de mecanismos que redunden en mayores facilidades, así como en atractivos especiales que incrementen la rentabilidad neta para los inversionistas de títulos emitidos a través de él.
- Es necesario realizar un exhaustivo estudio de costos con el fin de reducirlos de tal forma que muestren altas ventajas ante los servicios ofrecidos por la competencia como es el crédito bancario y las emisiones llevadas a cabo en el mercado principal, para lo cual, después de la aprobación, es necesario por medio de la difusión que se explicará mas adelante, hacer conocer esta cualidad a las MIPYMES.
- Necesidad de Fondo de garantías. A pesar de considerar que el mercado nacional debe evolucionar hacia una cultura de manejo del riesgo, y ante la necesidad de que existan en un principio emisiones garantizadas, se debe tener en cuenta que aunque los porcentajes sean muy bajos, en términos reales éstos representan montos muy altos ya que las emisiones también lo son de vital importancia para la creación de mecanismos de bajo costo (relativo), tales como los Fondos de Garantías, para respaldar las emisiones del Segundo Mercado.

La falta de respaldo patrimonial, de tecnología de punta, de planeación a largo plazo, la inestabilidad por variaciones en la economía y la interferencia de elementos personales o familiares en el negocio, hacen que al evaluar a una MIPYME, esta se considere de un nivel de riesgo más alto que la gran empresa. En esta condiciones, el Fondo Nacional de Garantías (FNG) resulta ser un buen apoyo a la hora de conseguir recursos en una entidad financiera.

- No obstante que dentro de las características generales de las MIPYMES, para el caso Colombiano, el 96 % de las empresas pertenecen al grupo de las micro, pequeñas o medianas empresas (MIPYMES), y que dentro de este grupo, el 68 % son FAMILIARES, son sociedades cerradas, y que por tradición pasan de generación a generación, dentro del grupo familiar, podemos observar que en el estudio de la Cámara de Comercio de Cali (ver tabla No. 25 de la página 159), hay un potencial para acogerse a la figura de capitalización por ACCIONES. De 3.711 empresas (sociedades inscritas) inscritas y renovadas a diciembre 31 de 2002, 1.748 pertenecen al grupo de las MIPYMES. El 28 % son MICRO, el 38 % son pequeñas y el 33 % son medianas. Para formarse un concepto más amplio de las sociedades inscritas y renovadas en Cali, a diciembre 31 de 2002 y por sector económico, favor ir a la página 153.

RECOMENDACIONES

Para que pueda ser efectivo el **MERCADO BALCÓN** (Segundo Mercado), como mecanismo de **Financiación** de las **MIPYMES** y a través del **Mercado Público de Valores**, considero que una vez presentadas las conclusiones a que se llegó con esta investigación, resulta relevante tener en cuenta los resultados obtenidos en el Plan Estratégico y de Mercadeo que se esboza en el numeral No.5.4 de la página No. 182. Sugeriría como recomendaciones, las siguientes:

1-Emissiones Conjuntas. Es oportuno actualizar la reglamentación sobre la sindicación de emisiones utilizando la figura de la fiducia mercantil o los encargos fiduciarios. Al unirse varios emisores y lograr en conjunto la colocación de títulos en el mercado, el solo efecto del aumento del valor a emitirse, reduciría los costos individuales inherentes al proceso, logrando además el respaldo mutuo de todas las MIPYMES emisoras conjuntas.

2-Vinculación de los inversionistas institucionales al segundo mercado. Los inversionistas institucionales son pieza fundamental en el funcionamiento del Segundo Mercado, ya que alcanzan a administrar portafolios de más de 8.500 salarios mínimos legales mensuales, además de demostrar alta liquidez en sus operaciones y actividades. Tal es el caso de los fondos de pensiones y cesantías, que han llegado a obtener una rentabilidad del 26.82% cuando los cálculos de la Superintendencia Bancaria daba como obligatorios resultados del 26.32%, sobrepasando los 3.5 billones de pesos. Los fondos de pensiones tienen invertidos los recursos de los trabajadores, principalmente en bonos emitidos por el sector financiero, cuya participación es del 21%, un 18% está en Certificados de Depósito a Término y un 15% en TES.

3-Inversión del 1% de utilidades. Es de vital importancia para el desarrollo del mercado de capitales, orientar a los inversionistas institucionales y especialmente los fondos de pensiones, hacia inversiones que reúnan por lo menos el 1% o 2% de sus fondos monetarios, lo cual será suficiente para impulsar el Segundo Mercado, ya que con ese porcentaje se estaría hablando de un monto alrededor

de los \$35.000 millones, que destinados a la compra de papeles en el Segundo Mercado se estaría estimulando entre 60 y 100 MIPYMES con activos entre \$500.000.000 y \$1.000.000.000, lo que puede generar sinergia y atracción para otras PYMES.

4-Promover los Market Makers. Son los Inversionistas Institucionales los que se encargarían de dinamizar y de dar liquidez al Segundo Mercado, adoptando los títulos de los emisores y sacándolos al mercado, obteniendo como ganancia la diferencia entre la compra al emisor y la venta en el mercado.

Esta actividad no se ha desarrollado en nuestro medio, pese a que existen entidades con e perfil adecuado para realizar esta labor, pero han orientado sus actividades en otras direcciones, debido al bajo nivel de capitalización de la mayoría de las sociedades comisionistas de bolsa frente a los riesgos de intermediación, concentrándose principalmente en actividades de corretaje.

Para el desarrollo de los Market Makers, se requiere consolidar patrimonialmente a las sociedades comisionistas de bolsa, en especial con requerimientos diferenciales según las actividades desarrolladas, reorientar sus actividades hacia la banca de inversión y en particular hacia la intermediación del Segundo Mercado, así como estudiar la posibilidad de facilitar su acceso a recursos de financiamiento de última instancia. En este sentido se sugiere aumentar los requerimientos de capital de las firmas comisionistas, aunque no en un monto que ponga en peligro su permanencia en el mercado, es decir, se debe evitar que esta actividad se concentre. Para ello es importante establecer regímenes diferenciados de capital para diferentes actividades. Así mismo, los intermediarios financieros, en especial los comisionistas de bolsa y las corporaciones financieras, deberán tener una mayor capacitación del recurso humano.

5-Deficiente Información. Captación de MIPYMES con apoyo de gremios y asociaciones. Uno de los grandes obstáculos para el uso por parte de los emisores potenciales de los instrumentos de acceso al mercado de valores, es la falta de información. Esta falencia existe igualmente entre los asesores financieros independientes no vinculados a entidades vigiladas por las Superintendencia Bancaria y de Valores, que prestan servicios de banca de inversión.

Es necesario maximizar el esfuerzo que realiza la Superintendencia de Valores en su labor de promoción, mediante acciones coordinadas de ésta con las bolsas de valores y los diferentes gremios de la producción, considerando que son canales de amplia aceptación en sus diferentes áreas de influencia y conocedores de los destinatarios de la información que se desea difundir. Adicionalmente, dichas entidades se pueden convertir en multiplicadores de la cultura bursátil, considerando los amplios mecanismos de divulgación que poseen.

6- Difusión y sensibilización a inversionistas institucionales. Le corresponde a la Bolsa de Valores de Colombia, por medio de su personal capacitado hacer visitas directamente a las sedes principales de los Inversionistas Institucionales, a diferencia de la difusión para las MIPYME que se hace por medio de conferencias con el apoyo de gremios. Esta visita personalizada se debe de realizar, primero que todo, porque los Inversionistas Institucionales son un número muy inferior a la cantidad de MIPYME en Santiago de Cali y segundo, y más importante, porque son entes que cuentan con mayor nivel de cultura bursátil, por lo tanto, se debe demostrarles que la inversión e el **Segundo Mercado** realmente es rentable. Para tal fin, a la Bolsa de Valores de Colombia le corresponde apoyarse en el fondo de garantías, y en emisiones conjuntas como atractivos fundamentales del sistema.

7-En cuanto al Control, le corresponde a La Bolsa de Valores de Colombia, junto con los gremios realizar revisiones trimestrales del desarrollo de la ejecución de los objetivos planteados, identificando además problemas y obstáculos para tomar medidas correctivas necesarias y enfocar de nuevo cada programa hacia sus objetivos.

Se deben de establecer indicadores de gestión, los cuales serán analizados cada tres (3) meses, estos son:

- La penetración del **Segundo Mercado** se debe de medir por el número de MIPYMES e Inversionistas Institucionales que se vinculan desde el año 2003 hasta el 2006.
- La difusión se debe de medir por el porcentaje de MIPYMES e Inversionistas Institucionales que conozcan el **Segundo Mercado** desde el año 2003 hasta el 2006.
- La Cultura Bursátil se debe de medir por los resultados que arroje el índice de penetración.

- El posicionamiento se medirá por la imagen que tengan las MIPYME e Inversionistas Institucionales del Segundo Mercado.

8- Recomendaciones Finales.

a) Una vez iniciados los procesos de oferta pública de títulos valores de las MIPYMES en el Segundo Mercado, se pueden aplicar estrategias que mantengan el interés de estas empresas en dicha actividad, e igualmente de los inversionistas participantes.

Para tal efecto, se debe tomar provecho de la estrategia que tiene el actual Gobierno de establecer el sistema financiero (dentro del cual se ubica el sistema bursátil) como base de recuperación para los demás sectores de la economía.

b) Emisores. Las recomendaciones dirigidas hacia los emisores del Segundo Mercado son las siguientes:

- **Beneficios tributarios:** Para el Segundo Mercado podrían crearse estos por medio de deducciones o descuentos tributarios para los emisores de títulos. Esta utilización sería particularmente conveniente para la emisión de acciones, pero no debe descartarse en la de títulos de renta fija, como un instrumento de abaratar su costo financiero.

- Se recomienda desconcentrar el mercado mediante el uso de instrumentos tributarios o facilitando la participación de inversionistas extranjeros, fortalecer la integración del mercado y ampliar el tamaño mediante, por ejemplo, una agresiva política de privatizaciones. La estructura del mercado sólo puede modificarse en el margen. Sin embargo, es previsible que el mercado de instrumentos logre competir con los intermediarios como fuente de financiación para la inversión. Lo ideal es lograr un equilibrio entre los mercados intermediado y no-intermediado.

Gonzalo Ángel Muñoz

gonzaloangel@hotmail.com

gdangel@cuaao.edu.co

BIBLIOGRAFÍA

ANDI. Informe. Cali, 1999.

BANCO DE LA REPÚBLICA. Manual de servicios financieros. Bogotá, 1986.

BOLSA DE COLOMBIA. Informe anal. 1993 - 1994

BLOCK, Hirt. Fundamentos de gerencia financiera. McGraw Hill. Novena edición, 2001

CÁMARA DE COMERCIO, Cali.

CARTILLA Bolsa de Occidente y el segundo mercado, 1996

CARTILLA "El mercado público de valores su gran oportunidad". Superintendencia de valores. Bogotá, 1996.

CARTILLA "El mercado público de valores su gran inversión". Superintendencia de Valores. Bogotá, 1996.

DEPARTAMENTO NACIONAL DE PLANEACIÓN DNP.

DEPARTAMENTO ADMINISTRATIVO DE ESTADÍSTICA DANE.

CRUZ M. Juan Sergio. Lógicas y dialécticas en las decisiones de inversión. 3R editores. Bogotá, 2001.

DORNBUSCH, Rudiger y FISCHER, Stanley. Macroeconomía. Mc Graw Hill. España, 1994.

FEDESAROLLO, Ministerio de Hacienda. Misión de estudios del mercado de capitales. Bogotá, 1996.

GARCIA S. Oscar León. Administración financiera, fundamentos y aplicaciones. Tercera edición. Prensa moderna. Cali, 1999.

HOLTJE. Hebert F. Mercadotecnia. Mc Graw Hill. México, 1992.

INSTITUTO DE FOMENTO INDUSTRIAL. IFI. 1999.

MANUAL DE VALORES NEGOCIABLES EN BOLSA. Bolsa de Bogotá. Bogotá. Agosto, 1991.

LOPEZ, Carlos Fernando. Proyecto segundo mercado. Cali, 1997.

PINTO S., Juan Alfredo – ARANGO F. Juan Ignacio. La pequeña y mediana industria en Colombia. Universidad Externado de Colombia. 1886

PORTAFOLIO. Artículo "Las mil empresas más grandes de Colombia". Agosto 13 de 1999.

PORTAFOLIO DIGITAL 98. Riesgo, "El coco de las MYPYME". Agosto 4 de 1994.

PORTAFOLIO DIGITAL 98. Crisis empresarial en el Valle del Cauca. Noviembre 5 de 1997.

PORTAFOLIO DIGITAL 98. "Año negro para las MYPYME". Enero 5 de 1998.

REVISTA DINERO. ¿De goleados a goleadores? No. 88. Cali 16 de Julio de 1999.

REVISTA DEL ICESI. Cultura Bursátil. No. 67. Cali 1997.

LEY 590 DE 2000

RESOLUCIÓN 0400 de 1995.

RESOLUCIÓN 1200 de 1995.

SANCHÉZ, Adriana Patricia. Ensayo realizado para la bolsa de Colombia, Cali, 1996.

SUPERINTENDENCIA DE VALORES, Bogotá.

TOBIN, James. Negocios de inversión fija y política de impuestos. Estados Unidos, 1970.

----- Política económica nacional. Fondo de cultura económica. México. 1980.

----- Negocios de inversión fija y política de impuestos. Estados Unidos, 1970.

www.bourse-de-paris.fr/home.htm. experiencia del segundo mercado en Francia.

www.borsabcn.es. Experiencia del segundo mercado en España.

www.stockex.co.uk. Experiencia del segundo mercado en Inglaterra.

www.caracasstock.com. Experiencia del segundo mercado en Venezuela.

www.bnv.co.cr. Experiencia del segundo mercado en Costa Rica.

www.bmv.com.mx. Experiencia del segundo mercado en México.

www.bvl.pt. Experiencia del segundo mercado en Portugal.

<http://www.dane.gov.co/>

<http://www.businesscol.com/economia/precios.htm>

<http://www.proexport.gov.co/VbeContent/expopyme/NewsDetail.asp?ID=1110&IDCompany=10>

ENTREVISTAS

GONZALEZ, Carlos Humberto. Bolsa de Colombia Cali 2002

BOLIVAR, Germán. Economista. Cali, 2002

DIAZ NARCISO, León. Abogado tributarista. Cali, 2002.

ECHEVERRY, Rubén Darío. Decano facultad de administración. Universidad del Valle. Cali, 2001.

HERNÁNDEZ, Andrés. Banquero de inversión. Cali, 2002

LÓPEZ, Carlos Fernando. Bolsa de Colombia. Cali, 2001.

SANTACOLOMA, Jorge. Director de servicio al cliente. Superintendencia de valores. Bogotá, 2001.

SALAZAR, Rodrigo. Presidente de ACOPI. Cali, 2002.

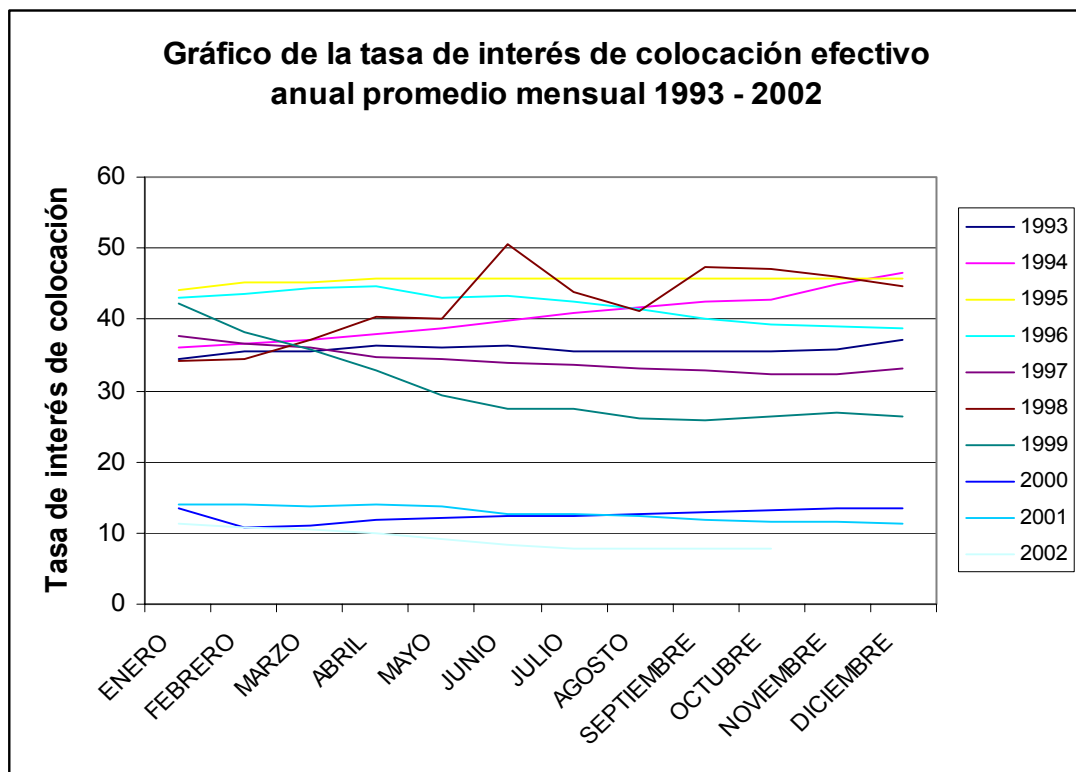
ZAMORANO, Daniel. Subdirección de estudios económicos dela
Cámara
de comercio de Cali, 2003 .

ANEXOS

Anexo 1. Tasa de interés de colocación Efectivo anual Promedio mensual 1993 - 2002

MES	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
ENERO	34.52	36.11	44.05	43.08	37.61	34.21	42.29	13.50	14.00	11.21
FEBRERO	35.59	36.47	45.28	43.69	36.46	34.52	38.27	10.70	13.90	10.75
MARZO	35.49	37.11	45.15	44.33	36.13	37.19	35.85	11.10	13.60	10.60
ABRIL	36.22	37.87	45.72	44.62	34.77	40.24	32.78	11.90	13.90	10.01
MAYO	36.03	38.61	45.72	43.03	34.33	40.02	29.30	12.20	13.60	9.07
JUNIO	36.43	39.94	45.72	43.24	33.79	50.47	27.34	12.30	12.71	8.41
JULIO	35.48	40.85	45.72	42.53	33.75	43.84	27.33	12.50	12.66	7.86
AGOSTO	35.45	41.80	45.72	41.31	33.22	41.20	26.14	12.70	12.34	7.90
SEPTIEMBRE	35.56	42.43	45.72	40.17	32.71	47.22	25.71	13.00	11.86	7.93
OCTUBRE	35.60	42.89	45.72	39.35	32.38	47.17	26.28	13.20	11.46	7.90
NOVIEMBRE	35.79	44.94	45.72	38.92	32.37	45.93	26.78	13.40	11.48	
DICIEMBRE	37.12	46.56	45.72	38.72	33.17	44.64	26.40	13.50	11.40	

Fuente: Superintendencia Bancaria, Banco República 2003.

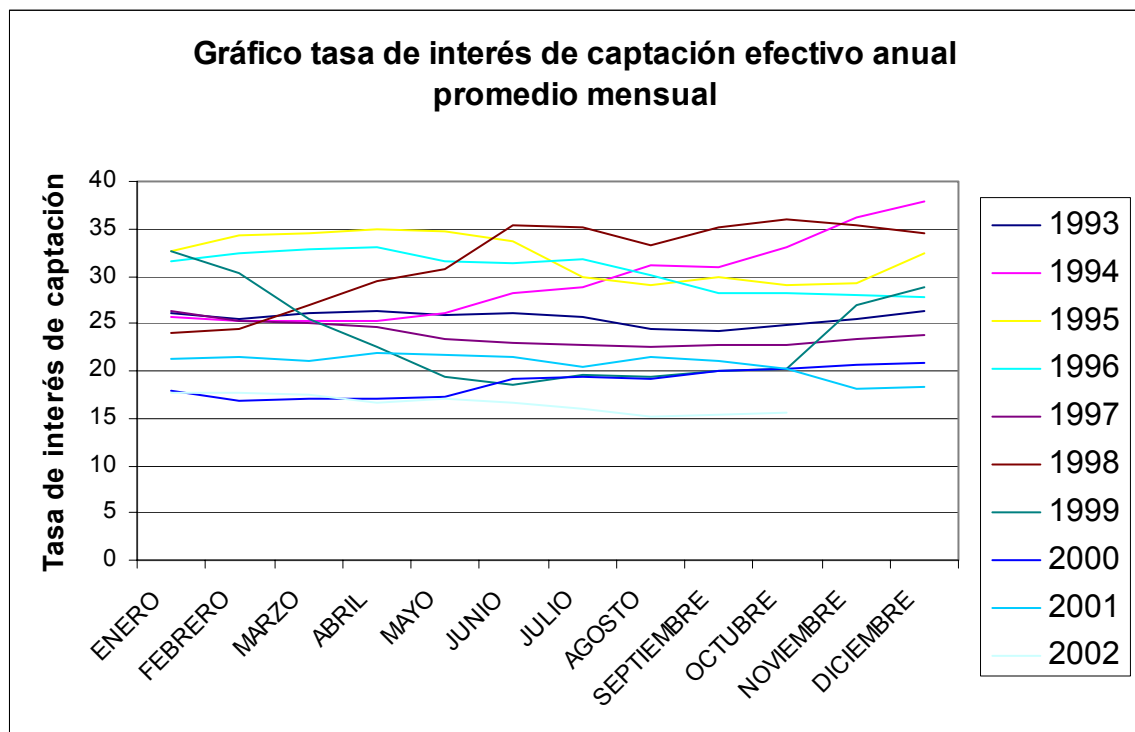


Fuente: La investigación

Anexo 2. Tasa de interés de captación efectivo anual promedio mensual 1993 - 2002

MES	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
ENERO	26.07	25.68	32.62	31.66	26.26	24.06	32.71	18.00	21.20	17.68
FEBRERO	25.55	25.27	34.37	32.39	25.16	24.41	30.30	16.80	21.50	17.59
MARZO	26.09	25.31	34.63	32.90	25.12	27.02	25.40	17.10	21.10	17.56
ABRIL	26.22	25.25	35.00	33.04	24.60	29.45	22.50	17.00	21.90	16.64
MAYO	25.79	26.21	34.72	31.58	23.38	30.64	19.30	17.30	21.70	17.08
JUNIO	26.02	28.30	33.75	31.36	22.87	35.40	18.45	19.10	21.54	16.63
JULIO	25.58	28.94	29.90	31.84	22.74	35.06	19.63	19.40	20.47	16.08
AGOSTO	24.33	31.07	29.00	30.07	22.63	33.32	19.35	19.20	21.45	15.13
SEPTIEMBRE	24.26	30.94	29.79	28.12	22.72	35.16	20.10	20.10	21.13	15.38
OCTUBRE	24.88	33.05	29.05	28.14	22.70	35.93	20.20	20.20	20.26	15.61
NOVIEMBRE	25.44	36.27	29.16	28.06	23.38	35.38	27.00	20.70	18.13	
DICIEMBRE	26.37	37.87	32.40	27.75	23.89	34.58	28.80	20.80	18.25	

Fuente: Superintendencia Bancaria, Banco República 2003.

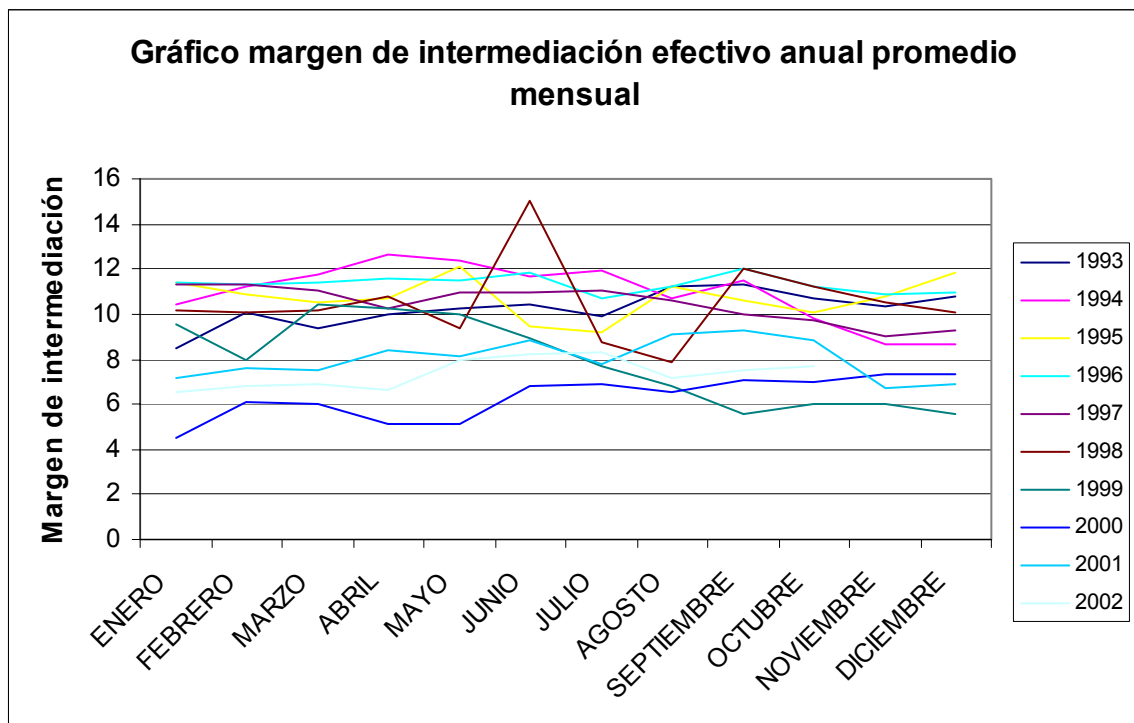


Fuente: La investigación

Anexo 3. Margen de intermediación efectivo anual promedio mensual 1993 - 2002

MES	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
ENERO	8.45	10.43	11.43	11.42	11.35	10.15	9.58	4.50	7.20	6.50
FEBRERO	10.04	11.20	10.91	11.30	11.30	10.11	7.97	6.10	7.60	6.80
MARZO	9.40	11.80	10.52	11.43	11.01	10.17	10.45	6.00	7.50	6.90
ABRIL	10.00	12.62	10.72	11.58	10.27	10.79	10.28	5.10	8.40	6.60
MAYO	10.24	12.40	12.09	11.45	10.95	9.38	10.00	5.10	8.10	8.00
JUNIO	10.41	11.64	9.47	11.88	10.92	15.07	8.89	6.80	8.80	8.20
JULIO	9.90	11.91	9.18	10.69	11.01	8.78	7.70	6.90	7.80	8.30
AGOSTO	11.21	10.73	11.23	11.24	10.59	7.88	6.79	6.50	9.10	7.20
SEPTIEMBRE	11.30	11.49	10.59	12.05	9.99	12.06	5.60	7.10	9.30	7.50
OCTUBRE	10.72	9.84	10.09	11.21	9.68	11.24	6.00	7.00	8.80	7.70
NOVIEMBRE	10.35	8.67	10.81	10.86	8.99	10.55	6.00	7.30	6.70	
DICIEMBRE	10.75	8.69	11.83	10.97	9.28	10.06	5.60	7.30	6.90	

Fuente: Superintendencia Bancaria, Banco República 2003.



Fuente: La investigación

**Anexo 4. Colombia, índice de precios al consumidor (IPC)
(VARIACIONES PORCENTUALES) 1990 – 2002**

Mes	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Enero	3.3	3	3.49	3.24	3.15	1.84	2.51	1.65	1.79	2.21	1.29	1.05	0.8
Febrero	3.66	3.41	3.34	3.25	3.68	3.52	4.01	3.11	3.28	1.7	2.3	1.89	1.26
Marzo	2.89	2.52	2.31	1.87	2.21	2.61	2.1	1.55	2.6	0.94	1.71	1.48	0.71
Abril	2.81	2.8	2.85	1.94	2.37	2.23	1.97	1.62	2.9	0.78	1	1.15	0.92
Mayo	1.95	2.2	2.32	1.6	1.54	1.65	1.55	1.62	1.56	0.48	0.52	0.42	0.60
Junio	1.95	1.58	2.24	1.54	0.9	1.2	1.14	1.2	1.22	0.28	-0.02	0.04	0.43
Julio	1.35	1.81	1.99	1.23	0.91	0.77	1.51	0.83	0.47	0.31	-0.04	0.11	0.02
Agosto	1.58	1.27	0.75	1.25	0.97	0.63	1.1	1.14	0.03	0.5	0.32	0.26	0.09
Septiembre	2.37	1.45	0.83	1.12	1.09	0.84	1.19	1.26	0.29	0.33	0.43	0.37	0.36
Octubre	1.92	1.32	0.85	1.06	1.11	0.88	1.15	0.96	0.35	0.35	0.15	0.19	0.56
Noviembre	2.03	1.22	0.72	1.29	1.11	0.79	0.8	0.81	0.17	0.48	0.33	0.12	0.78
Diciembre	2.52	1.4	0.94	1.13	1.49	0.92	0.72	0.61	0.91	0.53	0.46	0.34	0.27
En año corrido	32.36	26.82	25.13	22.6	22.59	19.46	21.63	17.68	16.7	9.23	8.75	7.65	6.99

Fuente: DANE 2003

Anexo 6

COMPORTAMIENTO TASAS DE CAMBIO (FIN DE AÑO) (1999 / 2004)

	1999	2000	2001	2002	2003 PY	2004 PY
DICIEMBRE (\$/US)	1.79	2.229	2.291	2.865	3.08	3.295
DEVALUACIÓN (%)	21.5	19	2.8	2.5	7.5	7
ITCR (1994 = 100)	110.3	119.3	115.8	126	124.8	126

Fuente: Revista DINERO No. 175. Marzo 2003

Anexo 5. Índice de inflación

	FIN DE
32.37	1990
	1991
25.14	1992
22.61	1993
22.6	1994
19.47	1995
21.64	1996
17.68	1997
16.7	1998
9.23	1999
8.75	2000
7.65	2001
6.99	2002

Fuente: Banco de la República 2003

**INVESTIGACIÓN REALIZADA ENTRE SEPTIEMBRE DE 2002
Y EL MES DE MARZO DE 2003.**

INVESTIGADOR:

Gonzalo Angel Muñoz

gonzaloangel@hotmail.com, gdangel@cuao.edu.co,

Teléfono: 092-3356693

Cali – Colombia.

