



Universidad de Buenos Aires
Facultad de Ciencias Económicas



Escuela de Estudios de Posgrado
Especialización en Administración Financiera

Trabajo Final

Análisis comparativo sobre la viabilidad que tienen las pymes para acceder al mercado de capitales en Colombia y Argentina.

**Autor :
Iván Darío Silva Figueroa**

**Tutor :
Gustavo Tapia**

Buenos Aires, Septiembre de 2015

BUENOS AIRES, Septiembre de 2015 .

SR. DIRECTOR DE LA CARRERA DE POSGRADO
 DE ESPECIALIZACIÓN EN ADMINISTRACIÓN FINANCIERA.
 FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS.
UNIVERSIDAD DE BUENOS AIRES.

De mi mayor consideración:

Tengo el agrado de dirigirme a Ud. con la finalidad de remitirle, adjuntos a la presente, TRES (3) ejemplares del Trabajo Final presentado por el alumno:

Ivan Dario Silva Figueroa
Nombre y Apellido del Alumno

cuyo título es el siguiente :

Análisis comparativo sobre la viabilidad que tienen las pymes para acceder al mercado de capitales en Colombia y Argentina.
Título completo del Trabajo Final

En mi carácter de Tutor designado por la Dirección de la Carrera a efectos de orientar y guiar la elaboración de este Trabajo Final, le informo que he analizado y revisado adecuadamente la versión final que se acompaña y que por ello propongo la aprobación de la misma y la siguiente calificación, dentro de la escala de cero a diez :

9	Nueve
Número	Letras

Sin otro particular lo saludo muy atentamente.

Firma completa del Tutor
Nombre y Apellido del Tutor
Cargo (s) docente (s) u otro (s) del Tutor

Calificación de las Autoridades de la Carrera :			
Número	Letras	Número	Letras
<i>Firma del Subdirector</i> Heriberto H. Fernández Subdirector		<i>Firma del Director Alterno</i> Celestino Carbajal Director Alterno	
Calificación Final :			
Número	Letras		

ÍNDICE GENERAL

1. RESUMEN DEL TRABAJO	5
2. OBJETIVO GENERAL	7
3. HIPOTESIS	8
4. METODOLOGIA	8
5. INTRODUCCION	8
7. DESARROLLO DEL TRABAJO.....	16
7.1. Viabilidad jurídico-financiera para el acceso de las pymes al mercado de capitales en Colombia y Argentina.	16
7.1.1. Características conceptuales del marco jurídico financiero en Argentina.	19
7.1.2. Características conceptuales del marco jurídico financiero en Colombia.....	22
7.1.3. Entes regulatorios y sus funciones específicas de control al acceso en mercados de capitales.	25
7.1.3.1. Mecanismos de protección para inversionistas en Argentina y Colombia.....	29
7.2. Aspectos económicos relevantes, tasas de interés y su relación con el mercado de capitales.....	34
7.2.1. Historia y evolución de las pymes en los mercados financieros.	34
7.2.1.1. Antecedentes y evolución de las pymes en los mercados de capitales en Argentina y Colombia.	38
7.2.2. Situación actual y características similares de las pymes en los dos países.....	43
7.2.2.1. Representación e importancia de las pymes sobre el PBI de cada país.	50
7.2.3. Tasas de interés	51
7.2.4. Acciones y bonos	58
7.2.5. Fideicomisos financieros y Cheques de pago diferido.....	60
7.3. Estructura y funcionamiento del mercado de capitales, diferencias y similitudes entre el mercado colombiano y el mercado argentino.....	63
7.3.1. Barreras que dificultan la salida al mercado de capitales.....	67
8. CONCLUSIONES.	84
9. REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS	91
10. PAGINAS WEB CONSULTADAS	93
11. ANEXOS	99
12. SOPORTE ELECTRONICO (C.D.).....	101

ÍNDICE DE CUADROS

Cuadro 7-1. Entorno de las políticas: marco institucional, normativo y recursos en Latinoamérica.....	16
Cuadro 7-2. Cuadro comparativo marco regulatorio para el acceso al mercado de valores en Colombia y Argentina.	19
Cuadro 7-3. Clasificación de PyME para entrar al mercado de capitales a emitir acciones o títulos representativos de deuda según su máximo de ventas. (Valores en pesos Argentinos)	21
Cuadro 7-4. Cuadro comparativo sobre Leyes, decretos y resoluciones actuales destinadas al fomento de las PyMEs al mercado de valores en Argentina y Colombia.	28
Cuadro 7-5. Algunas de las compañías PyME que cotizan en el MAB de España	36
Cuadro 7-6. Montos negociados en cheques de pago diferido año 2013 – 2014.....	39
Cuadro 7-7. PyMEs emisoras de Obligaciones negociables en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires periodo Sep 2013 - Junio 2015	41
Cuadro 7-8. Número de Activos totales y empleados para empresas PyME en Colombia.	44
Cuadro 7-9. Tabla de clasificación Sepyme 2013 (montos expresados en dólares).	46
Cuadro 7-10. Clasificación PyME según la Comisión Nacional de Valores (Montos expresados en Dólares).....	47
Cuadro 7-11. Clasificación de PyME de acuerdo al personal empleado	47
Cuadro 7-12. Cuadro comparativo en términos de empleados, activos y sector más grande de las PyMEs de Argentina y Colombia.	49
Cuadro 7-13. Tasas de interés para intermediarios financieros en Colombia a través de Bancoldex y El Fondo Nacional de Garantías.	53
Cuadro 7-14. Bonos corporativos de empresas privadas en Colombia y sus tasas de interés.	54
Cuadro 7-15. Bonificación de tasas para créditos de inversión largo plazo y capital de trabajo mediano plazo a cargo de SEPYME.	55
Cuadro 7-16. Promedio de tasas para cheques de pago diferido en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires	56
Cuadro 7-17. Obligaciones negociables en segundo mercado argentino, tasas de interés de referencia en el mercado de valores para PyMEs Argentinas periodo 2013 - 2015	57
Cuadro 7-18. Similitudes en la estructura del mercado de capitales de Argentina y Colombia.....	66
Cuadro 7-19. Empresas argentinas cotizantes en la bolsa de comercio de Buenos Aires mediante emisión de Bonos/Obligaciones negociables 2011 - 2015	70
Cuadro 7-20. Ejemplo de una calificación otorgada por una empresa calificador de Riesgo en Argentina para el año 2014.....	74

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfica 7-1. Inscripción y autorización para emitir en el segundo mercado.....	23
Gráfica 7-2 Ingreso en dólares de PyMEs en Estados Unidos que cotizan en Nasdaq.....	35
Gráfica 7-3. Monto cheque de pago diferido avalado 2013 - 2014.....	40
Gráfica 7-4. - Monto Cheque de pago diferido Patrocinado 2013 - 2014.....	40
Gráfica 7-5. Evolucion de la emision de Obligaciones Negociables PyME en contraste con reduccion del fideicomiso financiero para el año 2008 – 2013.	42
Gráfica 7-6. Distribución de MIPyMEs en Colombia por sector.....	45

Gráfica 7-7. Distribución de las MIPyMEs en Argentina por sector.	47
Gráfica 7-8. Efecto del crédito en la productividad de las empresas de acuerdo a su tamaño	51
Gráfica 7-9. Tasa de interés de las entidades otorgada por entidades bancarias a empresas grades y PyMEs durante el periodo 2002 – 2010 en Colombia	52
Gráfica 7-10. Principales razones por la que las PyMEs no acceden a crédito bancario.	54
Gráfica 7-11. Emisión de Obligaciones negociables y bonos en Argentina durante el periodo comprendido 2007 -2014	60
Gráfica 7-12. Tasas de Cheques de pago diferido negociados en Bolsa de Comercio de Buenos Aires 2014 - 2015	63
Gráfica 7-13. Organismos que participan el mercado de valores Colombiano.....	64
Gráfica 7-14. PyMEs argentinas en la bolsa de comercio de buenos aires según sector. ...	71

1. RESUMEN DEL TRABAJO

Los Países latinoamericanos y en especial Argentina y Colombia comparten algunas características económicas y culturales, a pesar de esto, estas dos naciones pasan por coyunturas económicas diferentes; si bien en el momento Argentina y Colombia disputan un puesto en la economía suramericana, es claro que las perspectivas favorecen a una región de mayor manera que a la otra.

El desarrollo económico y las perspectivas futuras de crecimiento de estos dos países dependen en gran parte del impulso que los gobiernos ejerzan sobre el sector empresarial de cada región, convirtiéndose así en actores importantes las pequeñas y medianas empresas para cada país. Sin embargo este sector de la economía, no goza de los beneficios que si gozan las grandes empresas, como por ejemplo fácil acceso a crédito de largo plazo, beneficios de orden tributario etc.

En este contexto, se ha querido identificar y comparar que tan viable es el acceso al mercado de capitales para las Pymes, y que tan fácil es para las pequeñas y medianas empresas acceder a crédito de bajo costo con el fin de financiar sus proyectos de corto, mediano y largo plazo.

Este trabajo, tiene por objetivo analizar cuál es la viabilidad que tienen este tipo de empresas para acceder al mercado de valores, identificando aquellos aspectos de orden legal, reglamentario, económico y financiero que facilitan la consecución de financiamiento en los mercados bursátiles de cada país, a su vez busca analizar aquellos aspectos y factores que dificultan el acceso a crédito mediante el acceso a dichos mercados.

Las pymes constituyen un componente fundamental en países emergentes y en especial los países latinoamericanos, Colombia y Argentina no son la excepción, un estudio de la CEPAL determina que cerca del 99% de las empresas latinoamericanas son pequeñas y medianas, estas a su vez dan empleo a cerca del 67% de los trabajadores de la región¹. A

¹ Perspectivas económicas de América latina 2013 - políticas de pymes para el cambio estructural OCDE/CEPAL2012

pesar de esto este tipo de empresas muestran una contribución relativamente baja al PIB de la región y esto se explica debido a la baja productividad de este tipo de empresas en comparación con las grandes compañías.

El acceso a crédito permite a las empresas hacerse a cierto tipo de bienes, en especial a bienes de capital que no son fáciles de obtener sino se consiguen por este medio, la razón de la baja productividad de las Pymes se da, entre otras cosas, por la dificultad que presentan estas a la hora de demandar financiamiento a largo plazo. La adquisición de tecnologías y en general bienes de capital habitualmente es sostenible si los costos de este tipo de activos se amortizan durante periodos prolongados, mejorar los índices de productividad se puede lograr a través del uso óptimo de los recursos, como bienes de capital, y estos para la mayoría de las Pymes solo son accesibles mediante la herramienta de la financiación a largo plazo, el problema en este sector de la economía se da porque no siempre este tipo de empresas pueden financiar sus proyectos de largo plazo.

Un estudio del BID (Banco interamericano de desarrollo) sobre productividad, afirma que el incremento en la productividad es mayor en las pequeñas empresas que toman créditos a largo plazo, de hecho, el estudio hace énfasis sobre calidad de crédito que estas empresas deben usar para aumentar sus niveles de productividad, infortunadamente en Latinoamérica los mercados de crédito no son una fuente importante de financiación² para las pequeñas y medianas empresas.

El financiamiento a largo plazo como elemento necesario para el crecimiento en una compañía requiere ser analizado detalladamente con el fin de extraer su mayor beneficio al momento de accederlo, esto es, identificar, entre otras cosas, la estructura de capital más conveniente para así obtener los mejores resultados posibles de su uso. Sin embargo no todas las compañías que requieren crédito para crecer acceden fácilmente a él.

Son muchos los beneficios del financiamiento, sin embargo vale la pena identificar el tipo de deuda que se va a tomar. Por una parte está el financiamiento obtenido a través de créditos bancarios, la emisión de bonos y de los propios proveedores, que pueden generar réditos fiscales y en cierta manera una mayor solvencia en la compañía, siempre y cuando, su uso esté ligado a una adecuada política de financiamiento. Por otra parte, está la financiación obtenida con la venta de capital propio mediante mercados organizados a través de la colocación de acciones, este puede ser una buena opción para conseguir recursos en mercados alternos diferentes a las entidades financieras.

Para fines de esta investigación, la venta de acciones y la emisión de bonos son los principales tipos de financiamiento a analizar en cuanto a que tan viable es el acceso de las pymes a este tipo de deuda, teniendo presente que para su acceso, la bolsa de valores y los mercados organizados se postulan como los lugares estratégicos para su consecución.

Este trabajo se centrará entonces, en identificar cómo funcionan los mercados financieros de Argentina y Colombia, como es la regulación financiera actual en cada país, cuales son los esfuerzos de los gobiernos y las instituciones financieras de cada nación para facilitar la entrada de las pymes a este tipo de mercados, como se encuentran articulados los entes de control y las bolsas de valores, que tan interesadas están las pymes de acceder a este tipo

² La era de la productividad. Como transformar las economías desde sus cimientos – Banco interamericano de desarrollo BID. 2010

financiamiento, cual es la disposición de los inversores cuando se habla de pequeñas y medianas empresas además de cuáles son los mecanismos de protección para estos entre otros aspectos.

De igual manera se analizarán las similitudes y diferencias en cuanto a aspectos económicos y financieros de los dos países, como por ejemplo las tasas de interés de referencia, inflación, proporción de las pymes en el total del sector empresarial de cada país, representación de las pymes y su contribución sobre el PIB, riesgo país y coyuntura económica, regulación contable internacional, estado de uso de las normas internacionales de información NIIF³, potencial de las pymes en estos dos países, confiabilidad de la información etc.

Otro aspecto a tener en cuenta en este trabajo, será el de identificar semejanzas y diferencias en lo que tiene que ver con requisitos que tienen las pequeñas y medianas empresas para entrar a cotizar en bolsa, es decir cuál es la flexibilidad que tienen estas compañías y que aspectos son claves para tener en cuenta a la hora de emitir deuda o vender capital. Por ejemplo la solvencia y el saneamiento financiero en las Pymes, se analizara como factor fundamental para aquellas empresas que deseen acceder al mercado de capitales, pues ratios sanos atraerán más inversores lo que hace que el mercado sea más dinámico, pero para esto es necesario analizar a fondo que papel ejercen los gobiernos, que entidades de control hay, como funcionan y cuál es su papel en cuanto a Pymes se trata.

Como conclusión, este trabajo buscará determinar principalmente la viabilidad que tienen las empresas pequeñas y medianas de Argentina y Colombia para acceder al mercado de capitales con el fin de acceder a crédito de bajo costo, identificar aquellas experiencias satisfactorias en mercados desarrollados de la entrada de las pymes a la bolsa de valores, observar y proponer aquellas medidas que han favorecido a este tipo de empresas cuando ha accedido a este tipo de crédito, formular medidas complementarias para favorecer y estimular el acceso a este mercado entre otras cosas.

2. OBJETIVO GENERAL

Analizar la viabilidad que tienen las pymes para entrar al mercado de capitales identificando similitudes y diferencias sustanciales entre Colombia y Argentina con el objetivo de acceder a financiamiento de bajo costo.

2.1. OBJETIVOS ESPECIFICOS.

1. Analizar y determinar cómo está conformado el marco jurídico financiero actual en cada país, determinar semejanzas y diferencias referentes a normatividad financiera enfocada al acceso de pymes en la bolsa de valores.
2. Identificar aquellos aspectos económicos relevantes con el fin de hacer un diagnóstico de la situación actual económica en cada país, determinando la importancia de las pymes para Colombia y Argentina.

³ Normas internacionales de información financiera

3. Comparar la estructura de los mercados financieros en cada país, identificando las condiciones que favorezcan la entrada de pymes en los dos países.
4. Diagnosticar el potencial de las pequeñas y medianas empresas en Colombia y Argentina, analizar su crecimiento y productividad en los últimos años y destacar aquellos requisitos comunes relevantes para entrar en el mercado de capitales.
5. Proponer estrategias comunes que faciliten, potencien y encaminen a las pymes a acceder a crédito de largo plazo y bajo costo diferente al financiamiento bancario en los mercados bursátiles de Colombia y Argentina.

3. HIPOTESIS

1. La entrada de las pymes al mercado de capitales en países como Colombia y Argentina carece de un marco jurídico apropiado que beneficie de manera real la colocación de acciones y deuda en bolsa, a su vez, buena parte de las pequeñas y medianas empresas no cuentan con una estructura legal, administrativa, financiera y productiva adecuada que garantice una protección adecuada al capital de los inversionistas.
2. La falta de liquidez y garantías reales o colaterales para los inversionistas al igual que la baja productividad se postulan como uno de los principales problemas que presentan las Pymes a la hora de salir a conseguir capital en el mercado de valores, de igual forma la asimetría en la información presentada por este tipo de empresas dificulta la lectura y diagnóstico por parte de los inversores a la hora de invertir en este tipo de compañía en Colombia y Argentina.

4. METODOLOGIA

La investigación es de tipo descriptiva, se recopilaron antecedentes de otras investigaciones similares. El presente documento se ubica en la modalidad de tipo de campo, fundamentada en una base documental, se observó la situación de las PyMEs y su viabilidad al acceso a mercados de capitales en Argentina y Colombia al igual que en diferentes países referentes en el mundo. Este trabajo analiza principalmente las empresas PyME en Argentina y Colombia y paralelamente analiza el marco jurídico financiero de estas empresas en los dos países, al igual que el sistema financiero y el contexto macroeconómico en el que se desenvuelven este tipo de empresas.

5. INTRODUCCION

Este proyecto busca hacer un análisis comparativo sobre la viabilidad que tienen las pequeñas y medianas empresas (PyME) en Colombia y Argentina, para acceder al mercado de valores con el objetivo de conseguir financiamiento a un menor costo que el ofrecido por las entidades financieras tradicionales.

Particularmente en países como Argentina y Colombia, las empresas PyME son de vital importancia para la economía. Este tipo de compañías, en conjunto, aportan a la disminución del desempleo y empujan el crecimiento de los países, a la vez que son fuente de considerable actividad innovadora, sin embargo, en muchas ocasiones, estas

desaparecen por falencias en su estructura o falta de financiamiento que fomente el desarrollo sus proyectos.

La financiación en la actividad empresarial es sin duda una de las herramientas clave para el crecimiento sostenible de una organización, las empresas constantemente buscan la manera de obtener algún tipo de financiamiento, sea de corto o largo plazo, mediante recursos propios o ajenos, para poder ejercer de manera eficaz sus actividades cotidianas y así llevar a cabo sus metas, a pesar de esto, no todas las empresas están en capacidad de acceder a los diferentes tipos de crédito que ofrece el mercado. Existe una relación muy fuerte entre el tamaño de la empresa y el acceso al financiamiento, se podría decir que entre más grande la compañía mayor es la oportunidad de acceder a cualquier tipo de crédito, así por ejemplo, las grandes corporaciones gozan en mayor medida de la oferta crediticia del mercado. En este sentido, son las pequeñas y medianas empresas aquellas que encuentran mayores problemas a la hora de financiar sus proyectos.

Los mercados de capitales y de deuda en el mundo actúan como intermediarios entre quienes demandan financiamiento y quienes buscan colocar sus recursos con el fin de conseguir mayores rendimientos, para los que necesitan capital, este tipo de lugares sirven de alternativa al crédito convencional otorgado por entidades bancarias, y al financiamiento propio. Si hacemos una comparación a nivel mundial, los mercados accionarios y de deuda en América latina presentan un rezago si se contrastan con países desarrollados y algunos países emergentes de Asia y Europa⁴, esta situación refleja que, todavía en Latinoamérica, no se han aprovechado ni se han explotado todas las ventajas que estos mercados ofrecen a la hora de conseguir financiamiento.

Entendiendo que la falta de financiación es uno de los principales problemas para las PyMES, y que la bolsa de valores se postula como un excelente medio para conseguirla, este trabajo propone como objetivo, analizar diferentes temas relacionados a determinar la viabilidad que tienen las pequeñas y medianas empresas para entrar en los mercados bursátiles, ya sea, a través de la venta de capital o colocación de bonos, para esto, es indispensable identificar aquellas variables críticas relacionadas a este fin.

Esta investigación se estructura mediante cinco objetivos específicos que buscan determinar la posibilidad real que tienen las PyMES colombianas y argentinas a la hora de acceder a créditos de bajo costo a través de mercados financieros.

Inicialmente se analiza el marco jurídico financiero relativo a cada país, identificando y comparando, normas, requisitos y leyes que favorezcan la entrada de las PyMES a la bolsa de valores; de igual forma, se estudia el marco legal referente a protección del inversor, identificando los entes de regulación y control y la capacidad de estos para controlar la información presentada por este tipo de empresas.

Complementariamente, se estudian los antecedentes y la evolución de las pymes en el mercado de capitales; se analizan los temas económicos y particularidades relevantes de cada país, determinando la importancia que tienen las PyMES sobre el PIB, el aporte de estas sobre el crecimiento económico y la reducción de desempleo. De igual manera, se

⁴ Los mercados financieros en América Latina y el financiamiento de la inversión: hechos estilizados y propuestas para una estrategia de desarrollo – Sandra Manuelito – Luis Felipe Jimenez/ CEPAL – División de desarrollo Económico – Santiago de Chile 2010

compararán, tasas de interés, riesgo financiero e inflación y como estas variables favorecen o dificultan el acceso a crédito de bajo costo en cada región; este análisis se complementa identificando las alternativas de crédito que están en el mercado como la titularización, fideicomisos, cheques de pago diferido y factoring entre otros.

Entre los objetivos de este trabajo, se compara la estructura y el funcionamiento de las bolsas de valores en cada país, se hace un especial énfasis en identificar las barreras que dificultan la salida de las pequeñas y medianas empresas a la bolsa; se analiza de igual manera, la calidad de la información contable y financiera con la que cuentan las PyMES a fin de generar seguridad a los inversionistas, sin perder de vista, como actúan las calificadoras de riesgo para PyMES y cuáles son los parámetros de calificación en cada nación.

Existen ciertos requisitos para considerar a una empresa como PyME, las características varían en cada país, Colombia y Argentina no son la excepción. Una PyME “es una unidad económica, dirigida por su propietario de forma personalizada y autónoma, de pequeña dimensión en cuanto a número de trabajadores y cobertura de Mercado”⁵. El tamaño de la empresa demuestra ser un rango distintivo en su desarrollo, de esta manera, este trabajo, también plantea dentro de sus objetivos, identificar y clasificar a las Pequeñas y medianas empresas con mayor potencial para entrar a los mercados financieros, y para esto, se definen parámetros homogéneos de comparación respecto a tamaño, ventas y número de empleados entre los dos países.

En este orden de ideas, se estudian aquellas variables que estimulan y potencian a una PyME para entrar a los mercados financieros, la confiabilidad de la información, la gestión, el control interno, el manejo financiero y contable son de obligatorio análisis en el desarrollo de esta investigación y por eso se estudian detalladamente a fin de hacer una conclusión mucho más objetiva y confiable.

Como último objetivo, se plantan y proponen estrategias comunes que faciliten el acceso a la bolsa de valores en cada país, pues vale la pena tener en cuenta que son dos países con características económicas similares, y se pueden tomar como referencia aquellas prácticas positivas que estimulen a las empresas PyME a abrir su capital y vender deuda.

6. MARCO TEORICO

En la administración empresarial, el financiamiento constituye una herramienta imprescindible que actúa como promotor de desarrollo y estimulante de la producción de bienes y servicios; el análisis de este instrumento conlleva al estudio de diferentes elementos y variables financieras las cuales guardan una relación directa a este estudio debido a la importancia que consigo llevan. Analizar la viabilidad del acceso a los mercados financieros por parte de las PyMEs requiere una exploración teórica consistente, diversos autores apoyados de investigaciones empíricas explican las conductas de las empresas y en nuestro caso más puntual de las PyMEs a la hora de determinar qué tipo de financiamiento es el más favorable.

Las PyMEs constituyen un importante sector de la economía en el mundo, son promotoras de empleo y estimulantes de la economía. En América latina, las PyMEs comprenden cerca

⁴ Fuente: El concepto y la clasificación de PyME en América Latina, 2012.

del 99% del total de las empresas, paulatinamente han venido tomando fuerza como alentadoras de desarrollo y engranajes de crecimiento de los países, por esto el estado ha empezado a considerarlas en sus planes de desarrollo⁶ como actores fundamentales para el cumplimiento de las metas estructurales a largo plazo.

No obstante las PyMEs, en la mayoría de los casos, no llegan a desarrollarse como empresas consolidadas por fallas estructurales entre muchos más factores. Si hablamos en términos de productividad, la brecha entre las PyMEs y las grandes empresas es muy amplia, la diferencia de productividad entre medianas y pequeñas empresas y grandes empresas está por encima de los 50 puntos porcentuales, mientras que en los países de la unión Europea la diferencia está por debajo de los 20 puntos porcentuales⁷. La productividad en términos simples se define como la relación entre la cantidad de productos obtenida por un sistema productivo y los recursos utilizados para obtener dicha producción, otra definición nos habla de la relación entre los resultados y el tiempo utilizado para obtenerlos; una empresa con una alta productividad por lo general es una empresa altamente competitiva, por lo que ser productivo es una gran ventaja para las PyMEs.

El financiamiento ayuda a mejorar la productividad de las empresas siempre y cuando las condiciones sean adecuadas, se puede decir que el financiamiento es una forma de obtener dinero para acceder a bienes de capital, mano de obra, tecnología etc.; la obtención de este tipo de bienes y servicios optimizan los medios de producción y de comercialización lo que a su vez genera un aumento en la productividad y en las ventas.

En la tarea de conseguir recursos para satisfacer las necesidades de producción y crecimiento de las empresas, es indispensable que un país cuente con un sistema financiero bien estructurado y diversificado; al hablar de diversificación en el sistema financiero, se quiere decir, un sistema que cuente con diferentes posibilidades de acceso, ya sean, bancos, bolsas de valores, corporaciones financieras, compañías de financiamiento comercial, fiduciarias, entre otras. Para Samuelson y Nordhaus en su libro Economía (1985) las actividades que intervienen en las finanzas se llevan a cabo en el sistema financiero, que abarca los mercados, las empresas, y otras instituciones que satisfacen las decisiones financieras de las familias, las empresas y los gobiernos, locales y del exterior.

La importancia del sistema financiero radica en la tarea fundamental de canalizar los recursos de una economía, y dirigirlos hacia proyectos productivos que generen rendimientos favorables, Joseph Stiglitz hace una referencia a la importancia del sistema financiero en su libro el malestar en la globalización (2006), para Stiglitz el sistema financiero puede ser comparado con el cerebro de la economía, este asigna el capital a donde sea más efectivo y genere mayores rendimientos. Esa importancia del sistema, tiene que ver básicamente por lo que este representa para la economía en general.

Entre algunas de las funciones principales del sistema financiero están la transferencia de recursos entre sectores, esta función permite que las inversiones se dediquen a sus usos más productivos en vez de embotellarse donde menos se necesitan⁸, otra de las funciones importantes es la transferencia de riesgos que básicamente constituye transferir o distribuir

⁶ Coatz Diego, Política Pyme en America latina a la luz de los cambios globales .

⁷ Idem

⁸ Economía, Décimo novena edición – Paul A. Samuelson/ William D. Nordhaus – Editorial Mc Graw Hill.

los riesgos de las personas o los sectores que necesitan reducir más sus riesgos hacia otros que puedan enfrentarlos mejor, el sistema financiero, también desempeña la función de cámara de compensación⁹, que facilita las transacciones entre deudores y los acreedores.

Para el economista Federic S. Mishkin (2008), la importancia del sistema financiero radica en que este tiene como actividad central transferir los fondos de las personas que los poseen, a quienes no los tienen, esto hace que el dinero sea rentable para quien lo tiene y no lo necesita llevándolo a quien si lo hace producir, así el sistema financiero promueve una mayor eficacia en el uso del dinero.

Entender la importancia del sistema financiero tiene gran validez cuando se habla de pequeñas y medianas empresas; diversos estudios empíricos han demostrado que uno de los principales problemas de las PyMEs es el acceso a crédito, crédito que se encuentra disponible en el mercado y que se halla inmerso dentro del sistema financiero de un país.

El financiamiento de las PyMEs debe ser analizado tomando en cuenta los numerosos factores financieros que lo afectan: la estructura de capital, las tasas de interés, la disposición de los propietarios a acceder a mercados financieros ya sea para abrir capital o emitir deuda, la asimetría en la información, entre otros, todo esto con el fin de que al momento de tomar la decisión no se cometan graves errores que afecten la productividad, la rentabilidad y el control de la organización.

Una estructura de capital optima, por ejemplo, permite a las empresas aumentar su valor, esto es, incrementar la riqueza de los accionistas, en la medida en que se seleccione adecuadamente la forma de financiar un proyecto, sin embargo, los postulados de Modigliani y Miller (1958) afirmaban que el valor de la empresa era independiente de su estructura de capital pues el valor de las mismas está determinado por el valor de sus activos reales no por los títulos que ha emitido, la teoría de MM (1958) es de gran discusión en la academia, debido a que esta deja de lado importantes elementos relacionados con la determinación de la estructura adecuada, pues los autores basan su teoría sobre supuestos de un mercado perfecto, de manera que ante la incorporación de supuestos realistas sobre imperfecciones del mercado la propuesta MM (1958) pierde capacidad explicativa¹⁰. Posteriormente en una corrección a la teoría de 1958, Modigliani y Miller (1963) incorporan las ventajas fiscales del endeudamiento al considerar el beneficio de la deducción de intereses generados por la deuda, así, para ellos, el valor de una empresa endeudada será mayor al de una empresa sin deuda debido al mayor valor del flujo de efectivo generado por las ventajas del escudo fiscal.

La importancia de analizar la estructura de capital en la empresa toma fuerza en la administración moderna pues este tema explica de alguna manera las ventajas del financiamiento ya sea mediante la apertura de capital, la financiación con recursos propios o la colocación de deuda. El modelo de Modigliani y Miller se deriva en diferentes teorías que buscan explicar la creación de valor a través de la estructura óptima de capital, seguido de la teoría de MM (1963) surge la teoría del *trade-off* o teoría del equilibrio estático, esta proposición, si toma en cuenta las imperfecciones del mercado, ya que además, se basa en la suposición de que se puede generar valor mediante una estructura optima de capital que

⁹ Ídem

¹⁰ Las PyMEs y las teorías modernas sobre estructuras de capital – Artículo académico - María Alejandra Ferrer - Álvaro Tresierra Tanaka – Revista compendium 2009 <http://www.redalyc.org/>

tome en cuenta las ventajas fiscales de la deuda y los riesgos asociados a una alta exposición al financiamiento, es decir el riesgo de quiebra por el alto nivel de endeudamiento por lo que se hace necesario mantener niveles equilibrados entre deuda y capital. Para la teoría del *Trade-off*, el valor de la firma no está dado por el rendimiento de los activos presentes de la empresa, sino por el valor presente neto del rendimiento que podría obtener con futuras inversiones. En este sentido, la empresa busca una estructura óptima de capital, pues el nivel y las características de la deuda que la empresa contraiga limitarán las decisiones de inversión¹¹.

Seguido a la teoría del *Trade-off* surge la teoría de la jerarquía de las preferencias que a diferencia de lo que propone la teoría del equilibrio estático o *Trade-off* donde existe una estructura de capital óptima, en la teoría de la jerarquía de las preferencias no existe una estructura de capital; las ideas que le han dado forma a esta teoría como se conoce hoy, se remontan a 1984 con la publicación de *Capital Structure Puzzle* de Stewart Myers, esta publicación afirma que las empresas dan prioridad a la financiación con recursos propios antes que emitir deuda o acciones, esto se da básicamente por dos factores claves, el primero, la asimetría en la información y dos, los costos que suponen el financiamiento; como segunda opción de financiamiento aparece la financiación mediante deuda cuyo costo son los intereses y el riesgo de embargo, finalmente como última opción según esta teoría, las empresas eligen la emisión de acciones (Mayers y Majluf, 1984).

Analizar la viabilidad que tienen las PyMEs para entrar al mercado de valores en Colombia y Argentina requiere un apoyo claro de las teorías financieras modernas, el hecho de que las empresas elijan la financiación mediante recursos propios según los estudios empíricos nos lleva a investigar cuáles son los factores reales por los que las empresas no percibirían la apertura de capital y la colocación de deuda como una fuente principal de recursos, el bajo costo, por ejemplo, se postula como uno de los principales motivos de esta preferencia.

Las PyMEs tienen características propias que las separan de las grandes empresas, empezando por su capital, el número de empleados, el volumen de activos y sus ingresos entre otros aspectos importantes; por lo general, este tipo de compañías no emiten valores negociables, además de esto, las PyMEs son empresas de propiedad altamente concentrada¹², característica fuertemente diferencial con las grandes corporaciones, que por lo general son sociedades anónimas donde coexisten un número amplio de accionistas.

Identificar la estructura de capital en una PyME puede explicar porque esta puede optar por elegir determinado tipo de financiación; una característica general que explica el tipo de financiamiento elegido por las pequeñas y medianas empresas como se dijo anteriormente es el alto costo financiero de la deuda, cualquier tipo de deuda, no obstante, investigaciones anteriores, han logrado observar que esa tan solo es una de las razones por las cuales las PyMEs prefieren el financiamiento propio a cualquier otro tipo de financiamiento.

11 Marco conceptual de las teorías de la irrelevancia, del trade-off y de la jerarquía de las preferencias – SA Mondragón Hernández Cuadernos de contabilidad, 2011 – revistas.javeriana.edu.co

12 Las pymes y las teorías modernas sobre estructura de capital, MA Ferrer, ÁT Tanaka - COMPENDIUM, 2009 - ucla.edu.ve

Por lo general, las medianas y pequeñas empresas son las que mayores problemas tienen a la hora de conseguir recursos, al presentar este tipo de problemas, acuden cuando es posible al financiamiento propio, en muchos casos, fuentes alternativas de financiación parecen esquivas cuando los recursos propios son insuficientes para satisfacer las necesidades de inversión ya sean de corto o largo plazo. Cuando se trata de salir a conseguir dinero para crecer, por su naturaleza, este tipo de empresas pueden dejar escapar oportunidades de inversión que favorezcan sus márgenes de rentabilidad, acreedores externos suelen ser adversos a entregar su dinero pues el riesgo de invertir en este tipo de compañías suele ser considerablemente alto.

Como bien se mencionó anteriormente, las PyMEs suelen ser de propiedad altamente concentrada, de acuerdo con James Ang (1992) los inversores externos tienden a considerar los gerentes y propietarios de las PyMEs como un grupo de interés y en consecuencia, tienden a confiar menos en ellos, la asimetría de la información y la falta de monitoreo sobre esta hace más difícil que inversores inviertan en este tipo de empresas.

Si retomamos la teoría de jerarquía de las preferencias, y su relación con las PyMEs, parece ser que estas toman como principal fuente de financiamiento los recursos propios, como segunda alternativa esta la deuda mediante entidades financieras y como tercera opción están los mercados de capitales, sin embargo, contrario a lo que esta teoría propone, Hogan y Hutson (2005) y Paul y otros (2007) encuentran evidencia que la principal fuente es la emisión de acciones, para los investigadores, esto se debe a dos razones básicamente, la primera es que los propietarios consideran el endeudamiento como un pasivo personal que invariablemente requiere la suscripción de garantías personales, la segunda es los propietarios buscan deliberadamente capital externo a fin de añadir valor a su empresa pues la elección de un buen inversor incorporaría no sólo capital social sino también oportunidades de negocio bajo la figura de contactos comerciales y acceso a redes de negocios¹³.

Partiendo de todos estos antecedentes teóricos, daremos paso al análisis de la importancia que tienen las bolsas de valores y los mercados organizados en países como Argentina y Colombia. La bolsa de valores, como componente del sistema financiero, estimula la consecución de recursos para proyectos de inversión, de acuerdo con Mishkin (2001) y (Caporale 2004), los mercados de capitales organizados y administrados estimulan las oportunidades de inversión a partir del financiamiento de proyectos productivos que alientan la actividad económica, movilizan el ahorro doméstico, asignan de manera más eficiente el capital, ayudan a diversificar el riesgo y a facilitar el intercambio de bienes y servicios.

Variables intrínsecas de la financiación juegan también un papel protagonista a la hora de saber si es viable o no que las PyMEs acudan a mercados como la bolsa de valores, si bien la bolsa puede ser una alternativa para de financiación de este tipo de empresas, es preponderante saber el papel de los gobiernos y como estos estimulan la entrada a la bolsa de valores mediante la expedición de leyes que favorezcan el acceso a este tipo de mercados, los entes de control y las calificadoras de riesgos con experiencia en la auditoría a las pequeñas y medianas empresas deben ser determinantes cuando de visualizar los riesgos al inversionista se trata.

¹³ Las pymes y las teorías modernas sobre estructura de capital, MA Ferrer, ÁT Tanaka - COMPENDIUM, 2009 - ucla.edu.ve

La entrada al mercado de valores para las PyMEs en países como Colombia y Argentina merece también un análisis enfocado desde los antecedentes que presentan países desarrollados como los Estados Unidos y los países de la Unión Europea, vale la pena mencionar que América Latina presenta un rezago en términos de desarrollo financiero si se compara por ejemplo con países de la OCDE donde el crédito para PyMEs es superior al 25% del total del crédito ofrecido mientras que en Latinoamérica no alcanza a llegar al 13% del crédito total ofrecido¹⁴, esta situación refleja que evidentemente el asunto de la financiación a PyMEs está lejos de ser un asunto primordial por parte de quienes ofrecen crédito en Latinoamérica.

Desde el punto de vista de los mercados de valores, es interesante ver la evolución que países desarrollados han tenido cuando las medianas y pequeñas industrias han salido a buscar financiamiento a los mercados financieros, en especial bolsas de valores; en España por ejemplo existe un fuerte número de empresas pequeñas y medianas que cotizan en mercados financieros, existe en este país, un mercado alternativo bursátil (MAB) que si bien no es una bolsa de valores funciona como una bolsa paralela a la bolsa¹⁵, el MAB está regulado por la comisión nacional de valores de España y su principal objetivo es atraer pequeñas empresas de baja capitalización pero que sean fundamentales en términos de aporte al PIB de España, En todo caso, son empresas de capitalización pequeña que quieren expandirse, quieren crecer, bien a través de nuevos productos, nuevas líneas de negocios, nuevos servicios o expansión geográfica internacional¹⁶.

Por su parte en Inglaterra existe un mercado alternativo AIM (*Alternative Investment Market*), en este, han pasado cerca de 3000 compañías al 2013, este mercado alternativo comienza en 1995 como alternativa para aquellas empresas que no contaban con los recursos necesarios para entrar en la bolsa de valores de Londres, cabe destacar la mentalidad avanzada del inversor y el empresario anglosajón en lo referente a mercados de valores¹⁷, pues la mayoría de las empresas de este país crean empresas con intención de abrir su capital accionario desde el principio, si eso les ayuda a crecer, no rechaza la idea de vender y empezar con otra compañía¹⁸.

Es importante tomar en cuenta como se mencionó en líneas anteriores la disposición de los dueños de las Pymes, sobre todo en países latinoamericanos como Colombia y Argentina, pues no solo es necesario distinguir las ventajas que puede traer para una empresa de este tipo la entrada a mercados bursátiles, también es necesario analizar la idiosincrasia de los propietarios quienes al parecer en muchos casos no ven el financiamiento ofrecido en mercados alternativos como una opción o por lo menos como la opción primordial a la hora de buscar crédito pues sus preferencias como lo proponen la teoría de las preferencias están con la financiación mediante recursos propios.

¹⁴ Cepal, perspectivas económicas de América Latina 2013 – políticas de pymes para el cambio estructural

¹⁵ Giralt, Antonio, Jesús González Nieto, Mercado Alternativo Bursátil. "Financiación de la pyme en el mercado financiero español. la experiencia y proyección del MAB." Pequeña y Mediana Empresa: Impacto y Retos De La Crisis En Su Financiación (2012): 235-258.

¹⁶ Financiación de la PyMe en el mercado financiero Español.

¹⁷ Idem

¹⁸ Idem

7. DESARROLLO DEL TRABAJO

7.1. Viabilidad jurídico-financiera para el acceso de las pymes al mercado de capitales en Colombia y Argentina.

Las Pymes en Colombia y Argentina representan más del 90% del total de empresas en cada uno de estos dos países, se consideran también, fuentes importantes de empleo y crecimiento y hacen un aporte significativo en el PIB de cada país; el desarrollo de este tipo de empresas supone el acompañamiento de políticas públicas y normas estructuradas creadas por el estado a fin de acompañar ese desarrollo de manera coordinada de acuerdo a los planes futuros de progreso de cada país, en nuestro caso Argentina y Colombia.

Un marco jurídico claro y políticas adecuadas en pro del desarrollo de las PyMEs puede potenciar su crecimiento y estimular su perdurabilidad en el tiempo. Políticas y normas bien estructuradas que favorezcan la interacción entre instituciones público privadas y PyMEs favorecen sin duda el desempeño de estas a través del mejoramiento en la productividad y mayores ventajas competitivas.

El entorno en el cual se ejecuten estas políticas es uno de los determinantes de la efectividad de las mismas. La conformación institucional de las agencias de promoción, los sistemas de intervención que prevalecen y el marco normativo vigente forman parte de ese medio en el cual se desarrollan las políticas.

Cuadro 7-1. Entorno de las políticas: marco institucional, normativo y recursos en Latinoamérica

Pais	Institucion	Año de creacion	Marco normativo	Modelo institucional	Recursos
Argentina	SEPYME	1997	Ley Pyme 24.467 (1995) y ley 25.300 (2000)	Dependiente del ministerio de economia y finanzas publicas	Presupuesto 2010 U\$ 45 millones
Brasil	SEBRAE	1972	Estatuto Pyme(1999) y ley general (2006)	Independiente y mixta	Recursos (2010) U\$1.000 millones (75% proviene de contribuciones sociales). Eiecucion 92%. Personal:
Chile	CORFO	1939	Nueva ley Pyme 2010	Independiente y publica	Presupuesto 2010 U\$800 millones
Mexico	SPYME	2002	Ley para la competitividad de las MIPYME(2002)	Dependiente del ministerio de economia	Fondos Pyme (2010) U\$500 millones
Colombia	Direccion de Pequeña y mediana empresas	1988	Ley 590 del 2000 y ley 905 del 2004	Dependiente del ministerio de industria, comercio y turismo	
El Salvador	CONAPYME	1996	Sin ley especifica	Dependiente del ministerio de econmia	Presupuesto: U\$6,6 millones, 40 empleados
Ecuador	Subsecretaria de Micro, pequeñas y medianas empresa y artesanias	1999	sin ley especifica	Dependiente del ministerio de industria y productividad	Presupuesto: U\$968.400 (2007) 13 funcionarios de planta

Fuente: Elaboración propia con base en datos del documento políticas de apoyo a las PyMEs en América latina (CEPAL 2010)

Este cuadro nos muestra principalmente algunas entidades gubernamentales encargadas del desarrollo y promoción de las empresas PyME en Latinoamérica, observamos que en Argentina y Colombia existen dos entidades respectivamente que cumplen la función de promocionar, fomentar y acompañar el desarrollo de la pequeña y mediana empresa, se observa además, que estas instituciones se soportan en un marco normativo que legitima el que hacer de estas entidades y principalmente el apoyo a las PyMEs.

Un análisis primario da cuenta de la forma en que estas entidades y como las leyes de promoción y fomento PyME se articulan para la consecución del desarrollo financiero que este tipo de empresas requiere ya sea mediante normas que favorezcan el crédito y en

nuestro caso más concreto normas que beneficien la entrada al mercado de valores para la consecución de crédito de bajo costo.

En Argentina, existe la ley 24.467 de 1995 cuyo propósito es promover el crecimiento y el desarrollo de las pequeñas y medianas empresas a través de la creación de nuevos instrumentos de apoyo y consolidación de los ya existentes, esta ley busca estimular la consecución de créditos por parte de las Pymes, y además propone entre otros aspectos, la creación de un régimen de bonificación de las tasas de interés para las micro, pequeñas y medianas empresas con el fin de disminuir el costo de los créditos tradicionales.

En el caso que nos concierne, esta ley pretende estimular la creación de sociedades calificadoras de riesgo para PyMEs, especializadas en evaluar el desempeño, la solidez y el riesgo crediticio de este tipo de empresas con el objetivo de facilitar su operatoria financiera, además, el artículo noveno de esta ley promueve la creación de normas que resulten necesarias para agilizar y simplificar el acceso a las diferentes herramientas ofrecidas por el mercado de capitales como la emisión de obligaciones negociables en donde los costos implícitos de dichas operaciones sean bajos, de igual manera, esta ley obliga a los bancos oficiales a poner en juego todos los mecanismos a su alcance para potenciar la capacidad del mercado de capitales y así concurrir en apoyo de las pequeñas y medianas empresas con instrumentos financieros genuinos, transparentes y eficaces.

La ley 24.467 propone también la creación de las llamadas sociedades de garantía recíproca S.G.R cuyo objetivo principal es el de proveer de garantías a las pequeñas y medianas empresas ante acreedores crediticios. Las sociedades de garantía recíproca son básicamente entidades financieras cuya función consiste en facilitar el acceso al crédito por parte de las pequeñas y medianas empresas, mejorando en términos generales sus condiciones de financiación a través de la prestación de avales ante los bancos, cajas de ahorro y cooperativas de crédito.

Posteriormente y en complemento a la ley 24.467, se crea la ley 25.300 del 2000, esta, ratifica algunos de los beneficios para las PyMEs otorgados en la ley 24.467 a la vez que crea nueva normas en pro del desarrollo PyME en Argentina, entre sus principales atributos, esta propone la creación de un fondo de garantía para la micro, pequeña y mediana empresa denominado Fogapyme, cuyo objetivo primordial otorgar garantías en respaldo de las que emitan la sociedades de garantía recíproca y ofrecer garantías directas a las entidades financieras acreedoras de las PyMEs a fin de mejorar las condiciones de acceso a crédito para dichas empresas.

Es posible observar entonces, que existe un marco jurídico en Argentina diseñado para el apoyo y consolidación de la entrada al mercado de valores por parte de las PyMEs, sin embargo, más adelante en este mismo documento, se entrara más a fondo a analizar como de manera concreta coexisten normas y políticas en favor de la entrada al mercado de valores para la mediana y pequeña empresa y que tan beneficiosas son estas normas para este tipo de empresas.

Por su parte en Colombia, también se han hecho esfuerzos grandes en cuanto al fomento y la creación de PyMEs. En este país, el aporte de estas empresas es fundamental para el continuo desarrollo y crecimiento económico, teniendo en cuenta el significativo aporte que las PyME han hecho a la disminución de desempleo en la última década, daremos cuenta de los avances en el marco normativo encaminado a apoyar el desarrollo económico y financiero estas empresas.

Comenzaremos mencionando los aportes hechos por la ley 590 del 2000 la cual pretende promover el desarrollo integral de las micro, pequeñas y medianas empresas, para ello, esta ley busca estimular la formación de mercados altamente competitivos mediante el fomento a la permanente creación de pequeñas y medianas empresas. Entre otro de sus apartes, la mencionada ley, procura promover una más favorable dotación de factores para las micro, pequeñas y medianas empresas, facilitando el acceso a mercados de bienes y servicios tanto para la adquisición de materias primas, insumos, bienes de capital y equipos a su vez que promueve crear las bases de un sistema de incentivos a la capitalización de las PyME.

De manera más concreta, en cuanto a ventajas para el acceso al financiamiento, la ley 590 del 2000 en su capítulo V prevé que cuando el gobierno nacional verifique fallas en el mercado u obstáculos en la democratización del crédito que afecten a las micro, pequeñas y medianas empresas en coordinación con la junta directiva del banco de la república (banco central de Colombia), podrá determinar temporalmente la cuantía o proporción mínima de los recursos del sistema financiero que en forma de préstamos o inversiones deberán destinar los establecimientos de crédito al sector PyME.

Por su parte el Gobierno nacional colombiano mediante esta ley tiene la función de formular políticas para la democratización del crédito y financiamiento para la creación de nuevas empresas, para tal fin reglamentara la incorporación de estímulos e incentivos para que el sistema financiero coloque recursos importantes de crédito en apoyo a las PyME, de la misma manera, el gobierno nacional estimulara con esta ley la capitalización de las PyME propiciando la democratización accionaria.

El artículo 37 de la ley 590 del 2000 propone que los fondos de pensiones puedan adquirir títulos de emisión colectiva por grupos organizados de micro, pequeñas y medianas empresas que a su vez tengan el respaldo de emisores debidamente inscritos y registrados, de igual forma esta ley faculta al gobierno para promover la asociatividad de las PyME con el fin de consolidar su acceso al mercado de capitales.

La ley 905 del 2004 que modifica algunos de los artículos de la ley 590 del 2000, también promueve beneficios en favor de las PyME, uno de los beneficios aprobados por esta ley es ofrecer garantías para la obtención de crédito a la micro, pequeña y mediana empresa a través del Fondo Nacional de Garantías S.A.

Como se puede observar, en Colombia también existe un marco jurídico que apoya el acceso al financiamiento, mas adelante analizaremos en detalle las normas encaminadas directamente al apoyo de la entrada de las PyME al mercado de capitales tanto para emisión de deuda, acciones o cualquier instrumento que esté disponible en este tipo de mercados.

Cuadro 7-2. Cuadro comparativo marco regulatorio para el acceso al mercado de valores en Colombia y Argentina.

Leyes 24.467 y 25.300 Argentina	Leyes 590 y 905 Colombia
* Creación de un régimen de bonificación a las tasas de interés para las Micro, pequeñas y medianas empresas.	* Verificar las fallas en el mercado y obstáculos en la democratización del crédito que afecte a las MPyMEs
* Estimular la creación de sociedades calificadoras de riesgo especializadas en evaluar el desempeño de las empresas y el riesgo crediticio para las PyMEs.	* Estimular la capitalización de las PyMEs, propiciando la democratización accionaria de este tipo de empresas.
* Creación de normas que resulten necesarias para agilizar y simplificar el acceso a las diferentes herramientas ofrecidas por el mercado de capitales como la emisión de obligaciones negociables	* Los fondos de pensiones podrán adquirir títulos de emisión colectiva por grupos organizados de micro, pequeñas y medianas empresas, a su vez el gobierno promoverá la asociatividad de las PyMEs a fin de consolidar su acceso al mercado de capitales.

Fuente: Elaboración propia con base en las leyes 24.467 y 25.300 de Argentina y las leyes 590 y 905 de Colombia. (Elaboración 2015)

7.1.1. Características conceptuales del marco jurídico financiero en Argentina.

De acuerdo con lo expuesto en el punto anterior, damos cuenta de que el apoyo de la entrada al mercado de capitales por parte de las PyME está prevista en ley 24.467 de 1995 y la ley 25.300 del 2000. A continuación haremos un análisis más profundo del marco jurídico y analizaremos conceptualmente aquellas leyes, normas y decretos creados en favor del acceso al mercado bursátil para las pequeñas y medianas empresas.

Podemos decir, que el mercado de valores ofrece diferentes alternativas para las empresas, uno de los beneficios de acceder a este es la posibilidad de conseguir financiamiento, en algunos casos de menor costo que el financiamiento tradicional ofrecido por los bancos, para esto es necesario contar con un marco normativo coherente que propenda por los derechos y deberes de quienes buscan acceder a este tipo de financiamiento.

Es importante resaltar que quien regula la actividad del mercado de valores en Argentina es la comisión nacional de valores, en adelante CNV, la cual fue creada mediante la ley 17.811 de 1968 y ratificada mediante la ley 26.831 de 2012, posteriormente analizaremos detalladamente las funciones específicas de esta entidad a fin de determinar cuál es su relación con las pequeñas y medianas empresas.

El acceso a financiamiento como se ha venido mencionando en esta investigación puede ayudar a mejorar, la productividad, la competitividad y en términos financieros, los índices de rentabilidad entre muchas cosas más, es por esta razón, que es sumamente importante que el estado suministre las herramientas legales necesarias a fin de hacer el acceso a la deuda mucho más fácil.

Para iniciar, en el caso de obligaciones negociables o los llamados títulos representativos de deuda, el estado argentino autoriza a las sociedades por acciones, las cooperativas, y las asociaciones civiles a contraer empréstitos mediante esta forma a través de la ley 23.962 de 1991, esto incluye a todas las empresas que se consideren PyME en los términos que

establece la ley 24.467 y la resolución general 527 de la comisión nacional de valores de Argentina, de igual forma, la ley 23.962 faculta a la CNV, a fin de facilitar el acceso al mercado de capitales a estas empresas, limitar las exigencias de intervención exigidas por esta entidad al igual que mantener los beneficios en el tratamiento fiscal previstos en dicha ley.

En lo que se refiere a las PyME, la ley 26.831 en su artículo primero propone promover el acceso al mercado de capitales a las pequeñas y medianas empresas, de la misma manera, faculta a la CNV a disponer la reducción o exención de las tasas de fiscalización y control y aranceles de autorización a las emisiones hechas por estas empresas, con el fin de estimular su entrada al mercado de valores, a su vez, permite a la CNV eximir a las pequeñas y medianas empresas de constituir el comité de auditoría previsto en el artículo 109 de esta ley¹⁹.

En este orden de ideas, podemos decir que un aporte grande para que las PyME puedan acceder al mercado de capitales fue la creación del decreto 1087 de 1993 de la CNV, este decreto autoriza a las PyME a hacer oferta pública de títulos valores representativos de deuda. Mediante este decreto se permite a las empresas PyME hacer oferta pública de títulos valores previo registro y autorización por parte de la CNV, de la misma manera, reglamenta los montos máximos de emisión (montos ajustados mediante el decreto 319 de 2008) y crea beneficios en cuanto a la exención de requisitos como tener calificación de riesgo²⁰ de por lo menos dos entidades para poder emitir deuda para poder emitir títulos valores.

Un aspecto importante a analizar en el decreto 1087 es la autorización de compra de títulos de deuda a inversores calificados los cuales deberán reunir condiciones de idoneidad profesional o técnica y solvencia patrimonial, acción que limita a quienes quieran adquirir títulos con el fin de mitigar los riesgos inherentes en este tipo de negociaciones.

Por su parte, la comisión nacional de valores mediante resolución general No 336 de 1999, autoriza el ingreso al mercado de capitales de las PyME que quieran emitir acciones y reglamenta la entrada de estas mediante la especificación de requisitos que van en pro del acceso a estos mercados, de igual forma cabe destacar, que esta resolución hace énfasis en que la emisión de acciones solo podrán ser adquiridas por inversores calificados²¹, con el fin de quienes adquieran este tipo de acciones cuenten con un respaldo patrimonial o

19 Artículo 109 ley 26.831 del 2012. Integración. En las sociedades que hagan oferta pública de sus acciones deberá constituirse un comité de auditoría que funcionará en forma colegiada con tres (3) o más miembros del directorio y cuya mayoría deberá necesariamente invertir la condición de independiente, conforme a los criterios que determine la Comisión Nacional de Valores. Estos criterios determinarán que para ser calificado de independiente el director deberá serlo tanto respecto de la sociedad como de los accionistas de control y no deberá desempeñar funciones ejecutivas en la sociedad.

20 A partir del primero de setiembre de 1992 o aquella fecha posterior que determine la COMISION NACIONAL DE VALORES, no se otorgará autorización de oferta pública para ninguna emisión de títulos valores privados representativos de deuda sin la previa presentación de DOS (2) calificaciones de riesgo otorgadas por sociedades calificadoras distintas e independientes habilitadas a tal fin. También deberán calificarse las obligaciones negociables o cualquier otro título de deuda convertible en acciones destinado a ser ofrecido públicamente mientras existan títulos de la misma clase que no hayan sido convertidos.

21 El Estado Nacional, las Provincias y Municipalidades, sus Entidades Autárquicas, Bancos y Entidades Financieras Oficiales, Sociedades del Estado, Empresas del Estado y Personas Jurídicas de Derecho Público, Sociedades de responsabilidad limitada y sociedades por acciones, Sociedades cooperativas, entidades mutuales, obras sociales, asociaciones civiles, fundaciones y asociaciones sindicales, Agentes de bolsa y agentes o sociedades adheridas a entidades autorreguladas no bursátiles, Fondos Comunes de Inversión, Personas físicas con domicilio real en el país, con un patrimonio neto superior a PESOS TRESCIENTOS CINCUENTA MIL (\$ 350.000), En el caso de las sociedades de personas, dicho patrimonio neto mínimo se eleva a PESOS SETECIENTOS MIL (\$ 700.000), Personas jurídicas constituidas en el exterior y personas físicas con domicilio real fuera del país, Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones.

conozcan y cuenten con los métodos y técnicas necesarias a fin de mitigar los riesgos provenientes de este tipo de operaciones.

En cuanto a beneficios puntuales para las pequeñas y medianas empresas que deseen emitir acciones, de acuerdo a las normas de la comisión de valores, las PyME se encuentran exentas de reponer el arancel de autorización establecido por el decreto 1526 del 24/12/98 según los términos de su artículo segundo²².

De esta misma manera el decreto 677 del 2001 de la CNV exceptúa a las PyMEs que quieran abrir capital o emitir títulos constitutivos de deuda, a constituir el comité de auditoría previsto en el artículo quince de este decreto²³.

La comisión nacional de valores, dentro de su marco normativo, permite identificar también, cuáles son las condiciones expresadas en la ley para que una empresa sea considerada como PyME y cuáles son los topes²⁴ autorizados en cuanto a activos totales y ventas anuales para acceder al mercado de capitales en condición de pequeña o mediana empresa ya sea para vender acciones o títulos representativos de deuda.

**Cuadro 7-3. Clasificación de PyME para entrar al mercado de capitales a emitir acciones o títulos representativos de deuda según su máximo de ventas.
(Valores en pesos Argentinos)**

SECTOR TAMAÑO	AGROPECUARIO	INDUSTRIA Y MINERIA	COMERCIO	SERVICIOS	CONSTRUCCION
PEQUEÑA EMPRESA	6.080.000	15.000.000	22.200.000	6.732.000	6.000.000
MEDIANA EMPRESA	36.480.000	120.000.000	177.600.000	44.880.000	48.000.000

Fuente: Resolución general 527 de 2008 Comisión Nacional de Valores (Elaboración 2015)

Es importante resaltar que las empresas que emitan títulos representativos de deuda o acciones de acuerdo a las normas estipuladas por la comisión nacional de valores, no podrán acceder simultáneamente a programas de subsidio destinado a PyME por parte de organismos gubernamentales, de igual forma, es necesario aclarar que los valores expuestos en el cuadro 3 no están sujetos a ajustes por inflación por lo que es evidente que existen fallas estructurales en la emisión de este tipo de resoluciones teniendo en cuenta los graves problemas inflacionarios²⁵ que se presentan en la república Argentina.

Así, damos cuenta de que Argentina cuenta con un marco jurídico conveniente para la entrada al mercado de capitales por parte de las PyME, es claro que el estado hace su parte en cuanto a creación de leyes, normas y decretos para estimular el acceso a financiamiento diferente al tradicional, y que a su vez cuenta con entidades como la Comisión Nacional de

22 Tasa de Fiscalización y Control: Será abonado por todas aquellas personas sujetas a fiscalización de la COMISION NACIONAL DE VALORES, una tasa anual que deberá ser integrada en la fecha que determine la COMISION NACIONAL DE VALORES o, en el supuesto de nuevos sujetos que se incorporen al control o fiscalización de la COMISION NACIONAL DE VALORES, con carácter previo a su incorporación, autorización o inscripción.

23 Comité de auditoría. En las sociedades que hagan oferta pública de sus acciones, deberá constituirse un comité de auditoría, que funcionará en forma colegiada con TRES (3) o más miembros del directorio, y cuya mayoría deberá necesariamente investir la condición de independiente, conforme a los criterios que determine la COMISION NACIONAL DE VALORES. Estos criterios determinarán que para ser calificado de independiente, el director deberá serlo tanto respecto de la sociedad como de los accionistas de control y no deberá desempeñar funciones ejecutivas en la sociedad.

24 La tasa de cambio oficial que sirve de base para el cálculo de los valores al momento de esta investigación se sitúa en \$8,2 por dólar.

25 Teniendo en cuenta que la resolución 527 fue creada en el 2008 y que la inflación real promedio de los últimos 5 años ha sido 21,3% según los cálculos del Fondo Monetario Internacional.

Valores que sirven de intermediario legal para que este tipo de operaciones concluyan de manera transparente y ordenada, sin embargo, el acceso al mercado de capitales para las PyME no solo depende de la existencia de un marco legal general, entran a discusión muchas más variables de tipo financiero, idiosincrático y empresarial entre otros para tomar la decisión de acceder a este tipo de mercados, variables que posteriormente se analizaran detalladamente.

7.1.2. Características conceptuales del marco jurídico financiero en Colombia.

En Colombia, el apoyo a la creación y desarrollo de la pequeña y mediana empresa, como bien se mencionó anteriormente, viene reglamentado mediante las leyes 590 del 2000 y 905 del 2004, apoyo que también incluye estímulos encaminados hacia la entrada al mercado de capitales por parte de las PyME y algunos beneficios para mejorar el acceso al financiamiento. Al igual que el punto anterior, haremos un análisis extenso sobre aquellas leyes, normas y decretos que han sido creados puntualmente hacia el favorecimiento de la entrada al mercado de capitales de las PyME.

La entrada de las PyME al mercado de capitales viene enmarcada en la importancia del acceso al segundo mercado²⁶, este mercado permite emitir valores a pequeñas y medianas empresas que no tienen la posibilidad de participar en el mercado principal al no cumplir ciertos requisitos exigidos por la Superintendencia Financiera de Colombia²⁷ como lo son: nivel patrimonial, calificación de riesgo, estándares de información, montos mínimos de emisión entre otros.

Con miras a lograr la vinculación de las pequeñas y medianas empresas al mercado de valores, se expidió en Colombia la Resolución 400 de 1995, la cual fue modificada en lo referente al segundo mercado por el decreto 2555 de 2010. Esta resolución define en uno de sus artículos al segundo mercado como aquel en donde “*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.*”. Cabe resaltar, como sucede en la legislación argentina, la preponderancia que se da a quienes adquieran u operen en este mercado sean inversores autorizados o profesionales²⁸ que en este caso deben cumplir con ciertos requisitos legales para poder hacer cualquier tipo de negociación.

Es importante señalar dos aspectos significativos enmarcados en esta resolución la cual busca favorecer la entrada de las PyME al mercado de capitales en Colombia, en primera instancia, la decreto 2555 de 2010, hace hincapié en que quienes pueden hacer

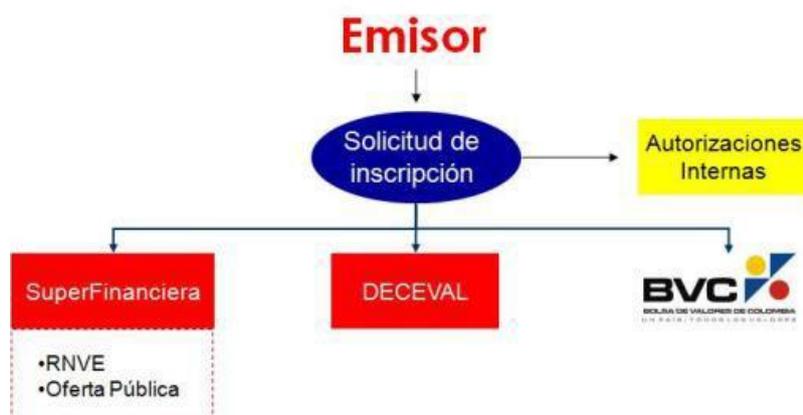
26 los mercados de valores pueden ser primarios o secundarios, Los mercados de valores primarios se caracterizan por la emisión o salida de nuevas acciones al mercado financiero. La venta de estas acciones puede realizarse de manera directa mediante subasta o negociación sin intermediarios o de manera indirecta es decir, con intervención de agentes financieros como intermediarios. Por su parte, los mercados de valores secundarios son aquellos en los que las acciones previamente emitidas y colocadas en el mercado son simultáneamente colocadas en tiempo real por vendedores y compradores. Gracias al mercado de valores secundario, los títulos de renta fija o variable (como obligaciones o acciones) son negociados nuevamente en los mercados financieros, proporcionando una liquidez muy alta al sistema económico.

27 Es la entidad reguladora de toda actividad financiera en Colombia incluyendo las actividades relacionadas con la bolsa de valores.

28 Para efectos de ser categorizado como “inversionista profesional”, el cliente deberá acreditar al intermediario, al momento de la clasificación, un patrimonio igual o superior a diez mil (10.000) SMMLV y al menos una de las siguientes condiciones: ser titular de un portafolio de inversión de valores igual o superior a cinco mil (5.000) SMMLV, o haber realizado directa o indirectamente quince (15) o más operaciones de enajenación o de adquisición, durante un período de sesenta (60) días calendario, en un tiempo que no supere los dos años anteriores al momento en que se vaya a realizar la clasificación del cliente. El valor agregado de estas operaciones debe ser igual o superior al equivalente a treinta y cinco mil (35.000) SMMLV. El SMMLV (Salario mínimo mensual legal vigente) para el año 2010 corresponde a US\$289.

negociaciones en el segundo mercado sean solo inversores profesionales o autorizados, esto claramente se puede analizar como una protección a aquellos inversores que no conocen a fondo los riesgos del mercado y en especial los riesgos inherentes en operaciones con empresas PyME²⁹, por otra parte el requisito de inscripción en el RNVE (Registro Nacional de Valores y Emisores) de los títulos que serán negociados en el segundo mercado, pues si bien el decreto 2555 solo habla de la inscripción en el RNVE, son tres las instancias que en orden cronológico deben surtir las empresas al momento de una emisión en el segundo mercado: i) la inscripción en el RNVE, ii) el depósito de los valores en el DECEVAL (Deposito centralizado de valores S.A), iii) la inscripción en la BVC (Bolsa de Valores de Colombia), como se muestra en la siguiente gráfica:

Gráfica 7-1. Inscripción y autorización para emitir en el segundo mercado.



Fuente: Bolsa de valores de Colombia (2014)

Al hacer un análisis a las exigencias establecidas por el decreto antes mencionado, no parece haber inconvenientes mayúsculos para no utilizar la emisión de deuda y acciones como mecanismo de financiación para cualquier empresa, en nuestro caso particular las PyME. Sin embargo, al entrar en el detalle de las mismas, los costos implícitos en cada etapa relacionada al proceso, así como las exigencias burocráticas del mismo, se traducen en barreras de entrada no sólo para pymes sino también para grandes empresas.

Cabe resaltar que la expedición del decreto 2555 en cuanto a beneficios para entrada al segundo mercado va dirigido a todo tipo de empresas, tanto grandes como Pequeñas y medianas, sin embargo, al parecer estos beneficios expuestos en su mayoría como requisitos para la entrada no son suficientes para que las pequeñas y medianas empresas que emitan deuda o coloquen sus acciones en el segundo mercado pues diversos estudios hechos hasta el 2013 mostraron que el acceso de las PyME al mercado de valores era nulo en Colombia.

Como consecuencia de esto, a partir del año 2014 y en vista de que los beneficios propuestos para la entrada de las PyME en el segundo mercado mediante el decreto 2555 no han dado el resultado esperado, se crea el decreto 1019 de 2014, mediante el cual se busca promover la entrada de las PyME al mercado de capitales a través de la reducción de requerimientos, disminución de costos y facilidad en los tramites.

²⁹ En el caso particular de las PyMEs, los problemas de la asimetría de la información, al ser mayor la opacidad informativa, a la que se añaden la escasez de activos que ofrecer como garantía y/o la reducida historia de la empresa, aumentan los riesgos.

El decreto 1019, en beneficio del acceso al mercado de capitales por parte de las pequeñas y medianas empresas, propone la eliminación de obligaciones como la de tener un patrimonio mínimo para inscripción de acciones en la bolsa. De acuerdo a los requisitos establecidos en el decreto 2555 y conforme a lo expuesto en la circular única de la Bolsa de Valores de Colombia BVC, las empresas emisoras deberán contar con un patrimonio mínimo de U\$ 3.606.388 (tres millones seis cientos seis mil trescientos ochenta y ocho dólares americanos³⁰), a partir de la emisión del decreto 1019 esta obligación deja de existir.

Otro de los beneficios otorgados a través el decreto 1019 es la posibilidad de que la inscripción de los títulos sea automática³¹, siempre y cuando estas emisiones se efectúen en el segundo mercado, esto evidentemente implica una reducción de numerosos requisitos y trámites que hacían difícil la entrada al mercado de valores.

Adicionalmente, otra de las grandes ventajas que trae el decreto 1019, es que las empresas emisoras, en especial las PyME, tendrán la oportunidad de entregar su información financiera directamente a los inversores, mientras que el resto de emisores (emisores del mercado principal) tendrán que enviar esta información a la superfinanciera a través del registro nacional de valores y emisores RNVE. Por último, todos los títulos de renta fija del mercado principal tienen que estar calificados para ser comprados ante la Superfinanciera, sin embargo esta medida quedará opcional para las pyme y ellas tendrán una calificación voluntaria³².

Como se observa, en Colombia también existe un marco jurídico adaptado a la entrada de las PyME al mercado de capitales, sin embargo es preciso analizar qué tan viables son este tipo de beneficios para quienes estén dispuestos a invertir su dinero, si bien, la norma es clara en cuanto a la calidad del inversor, son muchos los riesgos que se pueden correr si no hay un control más efectivo por parte del estado sobre las PyME, cuando menos, se debe fomentar las prácticas de gobierno corporativo en aquellas pequeñas y medianas empresas con verdadero potencial de emisión.

30 El requisito de patrimonio mínimo exigido por la bolsa de valores de Colombia es de \$7.000.000.000 (pesos colombianos) , para efectos de esta investigación se hace la conversión a dólares y se toma la tasa de cambio promedio de los últimos seis meses a \$1.941 por cada dólar americano. Datos tomados de http://www.banrep.gov.co/es/series-estadisticas/see_ts_trm.htm

31 Artículo 5.2.2.1.11 decreto 1019 de 2014. Inscripción automática de valores emitidos en el Segundo Mercado: Los valores que se vayan a negociar en el Segundo Mercado, se entenderán inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores -RNVE para todos los efectos legales y autorizada su oferta pública, siempre que de manera previa se envíen con destino a la Superintendencia Financiera de Colombia, los documentos previstos en los artículos 5.2.3.1.8 y 5.2.3.1.12 del presente decreto, así como la documentación adicional que defina para el efecto dicha Superintendencia mediante circular de carácter general.

32 Artículo 5.2.3.2.2 Calificación voluntaria de la emisión. Los emisores de valores que hagan parte del Segundo Mercado, podrán optar por someterlos a una calificación de riesgo por parte de una sociedad calificadoradora de riesgo autorizada por la Superintendencia Financiera de Colombia. En caso de optarse por la calificación de riesgo, el emisor deberá informar sobre dicha calificación a los inversionistas autorizados que hayan demostrado interés dentro del prospecto de colocación o información contractual acordada con los mismos. En caso de optarse por una calificación después de haber sido colocada la emisión, dicha calificación deberá ser informada a los inversionistas tenedores de los valores, en cumplimiento de lo establecido en el artículo 5.2.3.1.23 del presente decreto. En caso de que los valores se inscriban en una bolsa de valores o un sistema de negociación de valores, la información establecida en el presente artículo deberá ser pública mediante los mecanismos que determina la ley para divulgar información relevante.

7.1.3. Entes regulatorios y sus funciones específicas de control al acceso en mercados de capitales.

La importancia que representa el mercado de capitales en la economía de un país requiere la creación de instituciones que se encarguen de regular las actividades que en estos mercados se ejerzan. Los mercados de valores en general buscan facilitar el flujo de fondos de los inversionistas individuales e institucionales hacia las empresas lo cual le permite a estas financiar nuevos proyectos o ampliar proyectos ya existentes, es por esta razón que el estado se ve en la necesidad de crear entidades especializadas que se encarguen de regular la relación inversionista – emisor a fin de mantener una armonía que facilite las operaciones que en este mercado se ejecuten.

En Argentina, la regulación de la actividad bursátil está a cargo de la Comisión Nacional de Valores, creada mediante la ley 17.811 de 1968 y ratificada por la ley 26.831 del 2012 (ley de mercados), de acuerdo con esta ley, la CNV se crea como una entidad autónoma nacional de carácter técnico, la cual mantiene relaciones con el poder ejecutivo a través del ministerio de economía y finanzas públicas. Encontramos que entre sus principales funciones se encuentran:

- Supervisar, regular, inspeccionar, fiscalizar y sancionar a todas las personas físicas y/o jurídicas que, por cualquier causa, motivo o circunstancia, desarrollen actividades relacionadas con la oferta pública de valores negociables, otros instrumentos, operaciones y actividades contempladas en la presente ley y en otras normas aplicables, que por su actuación queden bajo competencia de la Comisión Nacional de Valores.
- Llevar el registro, otorgar, suspender y revocar la autorización de oferta pública de valores negociables y otros instrumentos y operaciones.
- Llevar el registro de todos los sujetos autorizados para ofertar y negociar públicamente valores negociables, y establecer las normas a las que deban ajustarse los mismos y quienes actúen por cuenta de ellos.
- Llevar el registro, otorgar, suspender y revocar la autorización para funcionar en los mercados, de los agentes registrados y las demás personas físicas y/o jurídicas que por sus actividades vinculadas al mercado de capitales, y a criterio de la Comisión Nacional de Valores queden comprendidas bajo su competencia.
- Aprobar los estatutos, reglamentos y toda otra normativa de carácter general dictada por los mercados y revisar sus decisiones, de oficio o a petición de parte, en cuanto se tratare de medidas vinculadas a la actividad regulada que prestan o que pudieren afectar su prestación.
- Establecer normas mínimas de capacitación, acreditación y registro para el personal de los agentes registrados o para personas físicas y/o jurídicas que desempeñen tareas vinculadas con el asesoramiento al público inversor.
- Determinar los requisitos mínimos a los que deberán ajustarse quienes presten servicios de auditoría a las personas sujetas a su supervisión.
- Fijar los requerimientos patrimoniales que deberán acreditar las personas físicas y jurídicas sometidas a su fiscalización.

- Regular la forma en que se efectivizará la información y fiscalización exigidas por ley, pudiendo requerir a los entes sujetos a su jurisdicción la implementación de aquellos mecanismos que estime convenientes para un control más efectivo de las conductas dispuestas en la ley de mercados.
- Dictar las reglamentaciones que se deberán cumplir para la autorización de los valores negociables, instrumentos y operaciones del mercado de capitales, y hasta su baja del registro, contando con facultades para establecer las disposiciones que fueren necesarias para complementar las que surgen de las diferentes leyes y decretos aplicables a éstos, así como resolver casos no previstos e interpretar las normas allí incluidas dentro del contexto económico imperante, para el desarrollo del mercado de capitales.
- Propender al desarrollo y fortalecimiento del mercado de capitales creando o, en su caso, propiciando la creación de productos que se consideren necesarios a ese fin.
- Solicitar informes y documentos, realizar investigaciones e inspecciones en las personas físicas y jurídicas sometidas a su fiscalización, citar a declarar, tomar declaración informativa y testimonial.

Como se puede observar, la comisión nacional de valores es la entidad encargada de regular el mercado de capitales en Argentina, esto la convierte en la única entidad de aplicación y autorización de la oferta pública de valores negociables y emisión de acciones en todo el territorio argentino, esta actividad queda reglamentada y ratificada entonces, mediante la creación de la ley 26.831 del 2012 o la llamada ley de mercados la cual faculta a esta comisión a crear y ejecutar las normas relacionadas con la actividad del desarrollada en el mercado de valores.

Es importante resaltar la labor de control que recae sobre la CNV, pues es esta entidad es la encargada de dictar las normas concernientes a controlar las actividades que se ejerzan en el mercado de valores, a su vez lleva un registro detallado de quienes operan en el mercado y cuenta con total autonomía a la hora de fiscalizar y suspender a las partes cuando estas no cumplan con los lineamientos establecidos por ley lo que se traduce en información más confiable y segura para el inversor.

La CNV también es la entidad encargada de regular la actividad de las PyME en cuanto a emisión de acciones y bonos en la bolsa de valores, de hecho esta entidad como se mencionó anteriormente se encuentra facultada para facilitar el acceso de estas a la bolsa a través de la creación de beneficios como la limitación de exigencias de intervención que normalmente se exigen a las grandes empresas, y la creación de beneficios en el tratamiento fiscal o la eliminación de requisitos como el de crear el comité de auditoría que se exige a el resto de empresas que deseen emitir títulos valores en el mercado bursátil. Por su parte en Colombia la actividad referente a la regulación del mercado de capitales se encuentra a cargo de la superintendencia financiera, esta entidad está a cargo del ministerio de hacienda y crédito público y surge de la fusión de la superintendencia bancaria y la superintendencia de valores a través del decreto 4327 de 2005. La superintendencia financiera, en adelante SFC, se constituye como un organismo técnico, con personería jurídica, autonomía administrativa, financiera y patrimonio propio, es la entidad encargada de supervisar los sistemas financieros y bursátiles del país a fin de preservar su estabilidad,

seguridad y confianza, a su vez se encarga de organizar y desarrollar el mercado de valores además de proteger los inversionistas. Entre sus principales funciones están:

- Realizar la inscripción del registro nacional de valores y emisores RNVE³³.
- Reglamentar la suscripción de acciones.
- Velar por la calidad, oportunidad y suficiencia de la información suministrada por los emisores.
- Impartir órdenes para que suspendan de inmediato prácticas ilegales, no autorizadas o inseguras y para que se adopten medidas correctivas y de saneamiento.
- Solicitar a los emisores, sus accionistas y sus administradores información, pudiendo ordenar su publicación.
- Suspender preventivamente: Oferta pública, la inscripción de valores o emisores en el RNVE.
- Exigir los EEFF de fin de ejercicio, formular observaciones y ordenar correcciones.
- Velar por el cumplimiento de normas contables, ordenar rectificaciones y constitución de provisiones o reservas.
- Velar por el cumplimiento de las políticas y normas de gobierno corporativo.

Cabe aclarar que la superintendencia financiera de Colombia actúa como una comisión nacional de valores, pues cumple funciones de supervisión y control sobre todas las actividades que se desarrollan en el mercado de valores. La SFC adicionalmente tiene la obligación de instruir a las entidades sujetas a su inspección y vigilancia acerca de la manera como deben cumplirse las disposiciones que regulan su actividad en el mercado de valores, se encarga también de fijar los criterios técnicos y jurídicos que faciliten el cumplimiento de las normas y además señala los procedimientos establecidos para su cabal aplicación.

El control, fiscalización y reglamentación establecida para la entrada de las PyME a la bolsa de valores corre por cuenta también de la Superintendencia financiera de Colombia, es importante resaltar que esta entidad que cumple la función, como bien se mencionó anteriormente, de supervisar y reglamentar todo lo concerniente a las negociaciones en la bolsa de valores, además, también está facultada para eximir de ciertos requisitos a las PyME, requisitos que se encuentran reglamentados por el decreto 1019 del 2014 y que tienen como fin lograr el acceso real de las pequeñas y medianas empresas a la bolsa de valores, actividad que en Colombia todavía no cumple con las expectativas esperadas mediante la expedición del decreto 2555 del 2010.

33 RNVE -, tiene por objeto inscribir las clases y tipos de valores, así como los emisores de los mismos y las emisiones que estos efectúen, y certificar lo relacionado con la inscripción de dichos emisores clases y tipos de valores. La inscripción en este registro es requisito para aquellas entidades que deseen realizar una oferta pública de sus valores o que los mismos se negocien en un sistema de negociación.

Si hacemos una breve comparación entre Argentina y Colombia, evidenciamos que en los dos países existen entidades con funciones claras de control, supervisión y reglamentación sobre las actividades que se realizan en el mercado de capitales. Estos entes de regulación son creados debido a la gran importancia que tiene la actividad bursátil en la economía de estas dos naciones, a su vez buscan mediante la expedición de normas estructuradas, generar armonía entre quienes están dispuestos a invertir sus recursos y quienes necesitan financiamiento.

En lo referente a las PyME en Argentina y Colombia, la CNV y SPF respectivamente son las entidades encargadas de regular, controlar y supervisar toda actividad relacionada con su participación en el mercado de valores, de la misma manera, son estas las entidades facultadas para ejecutar los beneficios creados por el estado a fin de estimular su participación en la bolsa y demás mercados organizados, razón por la cual se consideran para efectos de esta investigación uno de los principales elementos de análisis y reflexión a la hora de determinar qué tan viable es el acceso de las pequeñas y medianas empresas al mercado de valores.

A fin de hacer un análisis integrado y resumido de cómo está estructurado el marco jurídico de Argentina y Colombia en lo referente a la entrada de las PyME al mercado de capitales se presenta este cuadro comparativo con las respectivas leyes, normas, decretos y resoluciones que favorecen el acceso de la pequeña y mediana empresa a la bolsa de valores a fin de conseguir financiamiento de bajo costo.

Cuadro 7-4. Cuadro comparativo sobre Leyes, decretos y resoluciones actuales destinadas al fomento de las PyMEs al mercado de valores en Argentina y Colombia.

Argentina		Colombia	
Ley/Decreto/Resolucion	Concepto	Ley/Decreto/Resolucion	Concepto
Ley 17.811 de 1968 y ley 26.831 de 2012	Creacion de la Comisión Nacional de Valores: <ul style="list-style-type: none"> • Supervisar, regular, inspeccionar, fiscalizar y sancionar actividades relacionadas con la oferta pública. • Promover la defensa de los intereses de los pequeños inversores. • Regular la forma en que se efectivizará la información y fiscalización exigidas por ley. 	Decreto 4327 de 2005	Superintendencia Financiera de Colombia: <ul style="list-style-type: none"> • Reglamentar la suscripción de acciones. • Regular las actividades relacionadas con la oferta pública. • Impartir órdenes para preservar los derechos de los inversionistas. • Velar por el cumplimiento de normas contables, ordenar rectificaciones y constitución de provisiones o reservas.
Ley 23.962 de 1991	<ul style="list-style-type: none"> • Autorización a sociedades por acciones, cooperativas y asociaciones civiles a contraer empréstitos a través de emisión de obligaciones negociables y/o títulos representativos de deuda. • Limitar las exigencias de intervención exigidas por la CNV al igual que mantener los beneficios en el tratamiento fiscal en beneficio de las PyME. 	decreto 2555 de 2010	<ul style="list-style-type: none"> • Reglamentación del segundo mercado que se define como aquel las negociaciones de títulos cuya inscripción en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios se efectúe conforme a los requisitos establecidos en el decreto 2555. • La adquisición sólo puede ser realizada por los inversionistas autorizados.

<p>Decreto 1087 de 1993</p>	<ul style="list-style-type: none"> • La CNV autoriza a las PyMEs a hacer oferta pública de títulos valores representativos de deuda. • Autorización de compra de títulos de deuda a inversores calificados los cuales deberán reunir condiciones de idoneidad profesional o técnica y solvencia patrimonial, 	<p>decreto 1019 del 2014</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Eliminación de obligaciones como la de tener un patrimonio mínimo para inscripción de acciones en la bolsa, que conforme a lo expuesto en la circular única de la Bolsa de Valores de Colombia BVC, las empresas emisoras deberán contar con un patrimonio mínimo de U\$ 3.606.388. • posibilidad de que la inscripción de los títulos para ser negociados sea automática siempre y cuando estas emisiones se efectúen en el segundo mercado. • Oportunidad de entregar su información financiera directamente a los inversores, mientras que el resto de emisores (emisores del mercado principal) tendrán que enviar esta información a la superfinanciera • todos los títulos de renta fija del mercado principal tienen que estar calificados para ser comprados ante la Superfinanciera, sin embargo esta medida quedará opcional para las pyme y ellas tendrán una calificación voluntaria
<p>Decreto 319 de 2008</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Reglamenta los montos maximos de emision. • beneficios en cuanto a la exención de requisitos como tener calificación de riesgo 		
<p>Resolución general No 336 de 1999</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Autoriza el ingreso al mercado de capitales de las PyMEs que quieran emitir acciones. • La emisión de acciones solo podrán ser adquiridas por inversores calificados 		
<p>Decreto 1526 del 1998</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Exencion de reponer el arancel de autorización. 		
<p>decreto 677 del 2001</p>	<ul style="list-style-type: none"> • La CNV exceptúa a las PyMEs que quieran abrir capital o emitir títulos constitutivos de deuda, a constituir el comité de auditoría. 		

Fuente: Elaboración propia 2015

7.1.3.1. Mecanismos de protección para inversionistas en Argentina y Colombia.

Hablar del mercado de capitales invita a hacer un análisis detallado de todas las variables que lo conforman y de las implicaciones que puede traer operar en estos de manera inadecuada. Por una parte están los emisores que son aquellos que demandan los recursos disponibles en el mercado a través de la oferta de acciones, bonos y títulos negociables en general, por otro lado se encuentran los inversionistas que por su parte colocan los recursos a fin de encontrar márgenes de rentabilidad más atractivos que los que pudiesen encontrar en otro tipo de inversiones, y por otra, están los intermediarios los cuales básicamente cumplen la función de organizar las transacciones entre oferentes (inversionistas) y demandantes (emisores) a fin de mantener un equilibrio adecuado en cada operación.

Quienes invierten recursos en el mercado de valores buscan por lo general mantener una armonía entre riesgo y rentabilidad, algunas veces y dependiendo del perfil del inversor las transacciones se desequilibran en favor de una mayor rentabilidad por lo que los riesgos inevitablemente tienden a aumentar lo que muchas veces hace que el desenlace de una operación termine de manera imprevista. El estado a través de sus entes de control y regulación tiene la obligación de crear los mecanismos adecuados de intervención para que el riesgo específico³⁴ al que se ven sometidos los inversionistas sea el mínimo, y más, sobre todo cuando la empresa en la que se desea invertir pertenece al grupo de las PyME.

34 El riesgo no sistemático o riesgo específico es el riesgo particular de cada empresa, es decir, es aquél que resulta de factores propios y específicos. En el caso del mercado accionario, por ejemplo, podemos decir que el riesgo no sistemático es el que tiene que ver con el descubrimiento de un nuevo producto o de una nueva técnica que puede hacer “despegar” a una empresa, con una fusión, etc. Es decir, situaciones que afectan de manera particular a esa empresa y no al resto. En el caso del mercado de dinero, por ejemplo, el riesgo no sistemático es el que tiene que ver con el incremento o degradación de la calificación relativa a la capacidad de pago de la empresa que emite el instrumento en particular.

En Argentina, en referencia a las Pequeñas y medianas empresas y de acuerdo a lo establecido en la resolución general 336 de 1999 encontramos que el primer mecanismo de protección se da, a través de la limitación de quienes pueden invertir en emisiones hechas por las PyME, es decir aquellas que se encuentren dentro de las siguientes categorías: el Estado Nacional, las Provincias Municipales, bancos, entidades financieras, sociedades del estado, sociedades cooperativas, entidades mutuales, obras sociales, asociaciones civiles, fundaciones, asociaciones sindicales, agentes de bolsa, fondos comunes de inversión, entre otros, además de las personas naturales con domicilio real en Argentina que superen un patrimonio de setecientos mil pesos (\$700.000).

Podemos decir que un marco jurídico adecuado es el mecanismo de protección de mayor importancia para un inversionista, pues este dará las herramientas necesarias a fin de hacer inversiones seguras. En Argentina existe el decreto 677 de 2001 denominado régimen de transparencia en la oferta pública, este decreto toma como sus principales consideraciones entre otras, la necesidad de generar la confianza y seguridad necesarias para abaratar el costo de capital y aumentar el financiamiento de las empresas, de la misma manera considera que es necesario mejorar las prácticas de gobierno corporativo en las empresas, ya que en un “mundo globalizado” esto se considera un valor reconocido que influye en las respectivas tasas de riesgo, de la misma manera, considera también que los niveles de protección inadecuados debilitan los sistemas financieros, y que la adecuada protección a los inversores es un objetivo deseable para atraer capitales financieros al país y elevar la tasa de crecimiento de la economía.

En términos de buscar que las inversiones que se hagan en el mercado de capitales sean más seguras, el decreto 677 busca poner en relieve las características básicas para el buen funcionamiento de este, empoderándose este decreto, como un elemento eficaz para la disuasión y represión de conductas contrarias a las que deben primar en el ámbito de la oferta pública de todo tipo de instrumento financiero.

Por otra parte, es necesario aclarar que la entidad encargada de velar por el cumplimiento de lo establecido en el decreto 677 es la Comisión Nacional de Valores, entidad que como se dijo en líneas anteriores es la encomendada para regular el mercado de valores en Argentina.

Una regulación adecuada como base para el buen funcionamiento del mercado, se convierte en el principal mecanismo de protección a la hora de defender los intereses de las partes. Uno de los elementos de mayor relevancia a la hora de controlar la actuación de los emisores es el acceso a la información, el decreto 677 otorga los lineamientos sobre las obligaciones de los participantes o intervinientes del mercado en el ámbito de la oferta pública y da la potestad a la CNV para recibir la información necesaria sobre los hechos relevantes que puedan ser de interés para los inversores.

Puntualmente, la CNV obliga a los administradores de entidades emisoras que realizan oferta pública de valores negociables, esto incluye a las PyME, a informar todo hecho o situación que por su importancia sea apta para afectar en forma sustancial la colocación de valores negociables, por otra parte obliga también a los intermediarios autorizados para actuar en el ámbito de la oferta pública, a informar acerca de todo hecho o situación no habitual que pueda afectar las transacciones o las decisiones sobre inversiones que en el mercado se presenten. El decreto antes mencionado, también obliga a los integrantes del consejo de calificación, directores, administradores, gerentes, síndicos o integrantes del

consejo de vigilancia de sociedades calificadoras de riesgo, a informar sobre la cantidad y clases de acciones, títulos representativos de deuda que posean de sociedades autorizadas a hacer oferta pública de sus valores negociables.

En cuanto a Auditoría, el decreto 677 obliga a las empresas emisoras a auditar sus estados financieros por contadores públicos matriculados independientes que hayan presentado previamente una declaración jurada informando las sanciones de las que hubieran sido pasibles, además aclara que la falsedad u omisión de la información presentada o de sus actualizaciones se considerara falta grave a los efectos del artículo 10 de la ley No 17.811.

La CNV además, tiene la facultad de vigilar la actividad e independencia de los contadores dictaminantes y firmas auditoras externas de sociedades que hacen oferta pública, de igual forma tiene la autoridad de solicitar a los contadores o a sociedades o estudios de los que formen parte, que le comuniquen periódica u ocasionalmente, según se determine datos o informaciones relativas a actos o hechos vinculados a su actividad en relación con sociedades que hagan oferta pública de sus valores, realizar inspecciones y solicitar aclaraciones, recomendar principios y criterios que se han de adoptar para la auditoría contable, determinar criterios de independencia entre otros.

Por su parte en lo referente al comité de auditoría, el decreto 677 obliga a las sociedades que hagan oferta pública de sus acciones a constituir un comité de auditoría, el cual tendrá como atribuciones: i) Opinar respecto de la propuesta del directorio para la designación de los auditores externos a contratar por la sociedad y velar por su independencia. ii) Supervisar el funcionamiento de los sistemas de control interno y del sistema administrativo-contable, así como la fiabilidad de este último y de toda la información financiera o de otros hechos significativos que sea presentada a la CNV. iii) Supervisar la aplicación de las políticas en materia de información sobre la gestión de riesgos de la sociedad. iv) Proporcionar al mercado información completa respecto de las operaciones en las cuales exista conflicto de intereses con integrantes de los órganos sociales o accionistas controlarles. v) Verificar el cumplimiento de las normas de conducta que resulten aplicables. Cabe recordar que las PyME se encuentran exoneradas de crear el comité de auditoría de acuerdo con lo expuesto en este mismo decreto a fin de estimular su entrada al mercado de capitales.

En cuanto a conductas contrarias a la transparencia en el ámbito de la oferta pública, el decreto 677 prohíbe expresamente la utilización de información privilegiada en beneficio propio o de terceros. De la misma manera obliga a los emisores, intermediarios, inversores, o cualquier participante del mercado de valores negociables, a abstenerse de realizar prácticas o conductas que pretendan o permitan la manipulación de precios o volúmenes de los valores negociables, que puedan alterar el normal desenvolvimiento de la oferta y la demanda. Asimismo, el decreto dictamina que dichas personas deberán abstenerse de incurrir en prácticas o conductas engañosas que puedan inducir a error a cualquier participante del mercado mediante la utilización de artificios, declaraciones falsas o inexactas o en las que se omitan hechos esenciales, o bien a través de cualquier acto, práctica o curso de acción que pueda tener efectos engañosos y perjudiciales sobre cualquier persona en el mercado de valores.

Como se mencionó anteriormente, la entidad encargada del cumplimiento y autoridad de aplicación del presente decreto será la Comisión Nacional de Valores, esta comisión deberá entonces regular la forma en que se efectivizara la información y fiscalización

exigidas, para este fin, podrá requerir a los entes sujetos a su jurisdicción la implementación de aquellos mecanismos que estime convenientes para un control más efectivo de las conductas descritas en líneas anteriores.

Por su parte en Colombia los mecanismos de protección a inversionistas vienen establecidos en la ley 964 del 2005, esta da al gobierno nacional a través de la superintendencia financiera facultades de vigilancia, control e intervención sobre toda actividad en que se manejen, aprovechen o inviertan recursos captados del público que se efectúen mediante valores. Como objetivos de intervención, esta ley busca proteger los derechos de los inversionistas, promover el desarrollo y eficiencia del mercado, prevenir y manejar el riesgo sistémico del mercado de valores, preservar el buen funcionamiento, la equidad, la transparencia, la disciplina y la integridad de este mercado, además de generar confianza en el público inversor entre otros aspectos.

El gobierno nacional de Colombia, a través de la ley 964, se encuentra facultado para efectuar acciones de intervención en el mercado de valores mediante la creación de normas de carácter general que permitan un control efectivo sobre las actividades desarrolladas en él. En el caso más concreto, esta ley tiene como objetivo establecer la regulación aplicable a las entidades sometidas a la inspección y vigilancia permanente de la superintendencia financiera, esto incluye, funcionamiento, mantenimiento de niveles adecuados de patrimonio, de acuerdo con los distintos riesgos asociados a su actividad.

De la misma manera respecto a criterios de intervención, la ley 964 del 2005 faculta al gobierno nacional de Colombia para crear normas que definan quien tiene la calidad de inversionista profesional, teniendo en cuenta los volúmenes de inversión, la habitualidad, la profesionalidad, los conocimientos especializados y demás factores relevantes. Vale la pena aclarar que las PyME en Colombia solo pueden operar y emitir títulos y obligaciones negociables en el mercado secundario, mercado en el cual solo inversionistas profesionales pueden operar.

Por su parte, la superintendencia financiera de Colombia de acuerdo con la ley 964, tendrá como funciones adicionales instruir a las entidades sujetas a su inspección, vigilancia permanente y control, acerca de la manera como deben cumplirse las disposiciones que regulan su actividad en el mercado de valores; además la SFC podrá suspender preventivamente cuando hubiere temor fundado de que se pueda causar daño a los inversionistas o al mercado de valores, una oferta pública en cualquiera de sus modalidades, la inscripción de determinado valor, la inscripción de valores o de los emisores de los mismos en el RNVE.

Otra de las disposiciones encontradas en esta ley, hace referencia a las personas naturales responsables de los actos y hechos que se realicen en el mercado de valores, puntualmente obliga a quienes se desempeñen o pretendan desempeñarse como administradores, directores o revisores fiscales³⁵ de las entidades sometidas a la inspección, vigilancia y

³⁵ En Colombia el Revisor Fiscal es un delegatario de los socios para ejercer inspección permanente a la administración y validar los informes que esta presente, debiendo rendir informes a los mismos en las reuniones estatutarias. El Revisor Fiscal es un auditor que realiza un examen crítico y sistemático del sistema de información financiera de la sociedad, utilizando técnicas y procedimientos de auditoría, el cual culmina con la emisión de una opinión independiente sobre la razonabilidad de los estados financieros, los cuales autentifica con su firma bajo la figura de la Fe Pública. Además del examen anterior, el Revisor Fiscal realiza también un examen crítico y sistemático del sistema de información administrativo, que conlleva a la rendición de una opinión independiente sobre la gestión administrativa, la correspondencia y el control interno de la sociedad y el apego de las operaciones a la normatividad interna y externa

control de la SFC, así como las personas que gerencien o administren fondos de valores y fondos de inversión, a acreditar ante esta que gozan de buena reputación moral y profesional.

La ley 964 del 2005, también determina cuales son los deberes de los emisores de valores a fin de mantener un adecuado equilibrio en el mercado de valores. En cuanto a composición de las juntas directivas, esta ley obliga a que las juntas directivas de los emisores de valores se integren por un mínimo de 5 personas y un máximo de 10 miembros principales, de los cuales cuando menos el 25% deberán ser independientes³⁶. Es claro que garantizar que un porcentaje de los miembros sea independiente, favorece de manera justa a aquellos accionistas tanto mayoritarios como minoritarios, pues la función básica de estos miembros es garantizar un trato justo para todas las partes de la empresa, esto sin duda se puede considerar como un mecanismo de protección para quienes invierten dinero en el mercado de valores.

Al igual que en Argentina, las empresas emisoras de valores en Colombia también deben constituir un comité de auditoría el cual deberá ser conformado con por lo menos tres miembros de la junta directiva incluyendo a los independientes, este comité tendrá como obligación, supervisar el cumplimiento del programa de auditoria interna el cual deberá tener en cuenta los riesgos del negocio y evaluar íntegramente la totalidad de las áreas del emisor, así mismo deberá velar por que la preparación, presentación y revelación de la información se ajuste a lo dispuesto en la ley. Cabe aclarar que no hay una disposición puntual para que las PyME en Colombia omitan constituir un comité de auditoría como si sucede en Argentina, sin embargo, como mecanismo de protección para quienes invierten en el mercado de valores, la constitución de un comité de garantías agrega valor a la empresa y proporciona mayor confianza para el accionista o inversor.

Como se mencionó en líneas anteriores, los mecanismos de protección a los inversores tienen la función de proteger y mitigar los riesgos a los que se encuentran expuestos quienes invierten recursos en el mercado de capitales. Es importante también, que el estado se haga cargo de esto a través de entidades como la Comisión Nacional de Valores y la Superintendencia Financiera, a fin de mantener un control estricto sobre el actuar de los emisores e inversores mediante de la creación de leyes y normas que sancionen las conductas no apropiadas que van en contra de la transparencia que debe haber en el mercado de valores.

También es importante subrayar que para que las PyME ingresen al mercado de valores es importante que haya sobre estas empresas un estricto control a la información y otros aspectos relevantes que pueden ser susceptibles de incrementar los riesgos si no son monitoreados de manera correcta. Podemos evidenciar que existen mecanismos similares

36 Para los efectos de la ley 964, se entenderá por independiente, aquella persona que en ningún caso sea: Empleado o directivo del emisor o de alguna de sus filiales, subsidiarias o controlantes, accionistas que directamente o en virtud de convenio dirijan, orienten o controlen la mayoría de los derechos de voto de la entidad o que determinen la composición mayoritaria de los órganos de administración, de dirección o de control de la misma, socio o empleado de asociaciones o sociedades que presten servicios de asesoría o consultoría al emisor o a las empresas que pertenezcan al mismo grupo económico del cual forme parte esta, cuando los ingresos por dicho concepto representen para aquellos, el veinte por ciento (20%) o más de sus ingresos operacionales, empleado o directivo de una fundación, asociación o sociedad que reciba donativos importantes del emisor, se consideran donativos importantes aquellos que representen más del veinte por ciento (20%) del total de donativos recibidos por la respectiva institución, administrador de una entidad en cuya junta directiva participe un representante legal del emisor, persona que reciba del emisor alguna remuneración diferente a los honorarios como miembro de la junta directiva, del comité de auditoría o de cualquier otro comité creado por la junta directiva.

de protección entre Argentina y Colombia, para mencionar alguno, existe el mismo control en cuanto a quien puede invertir en empresas de este tipo es decir solo inversores profesionales, de igual forma podemos ver que también existen algunas diferencias normativas encaminadas a la vigilancia y control como por ejemplo y en el caso de las PyME y la posibilidad de no constituir el comité de auditoría en el caso argentino, entre otras más.

7.2. Aspectos económicos relevantes, tasas de interés y su relación con el mercado de capitales.

7.2.1. Historia y evolución de las pymes en los mercados financieros.

En un mundo globalizado las empresas buscan los mecanismos de defensa apropiados para poder competir. Para acceder a los recursos, las compañías tienen la capacidad de analizar distintas posibilidades tanto a nivel local como a nivel internacional lo que amplía el abanico de posibilidades a la hora de conseguir oportunidades para crecer. A continuación analizaremos la manera en como las PyMEs han ido evolucionando de la mano de la globalización y como ha sido la relación histórica entre los mercados financieros y las PyMEs.

Se podría decir que Estados Unidos es el país con mayor historia referente a PyMEs en mercados de valores. Como principal antecedente, iniciamos con el concepto de *Venture capital* o también llamado capital de riesgo³⁷ que puede verse como una especie de compra por parte de inversionistas sobre algunas de las acciones de las empresas pequeñas o *start ups* a fin de poseer un porcentaje de la empresa, algunos derechos como voto y puestos en los concejos de administración de estas con la contraprestación del financiamiento adecuado para iniciar proyectos de emprendimiento. El *Venture capital* se origina en el siglo XX cuando familias poderosas de EEUU como los Vanderbilts o Rockefellers que empezaron a hacer inversiones estratégicas en pequeñas empresas, algunas de estas compañías se convirtieron en AT&T, Eastern Airlines y McDonnell Douglas.

La primera empresa formal de venture capital se estableció hasta después de la segunda guerra mundial donde un grupo de empresarios de Boston fundaron *American Research and Development* en 1946 para hacer inversiones de alto riesgo en empresas emergentes, posteriormente cerca de 1958 se creó el primer *venture capital* incorporado como una *limited partnership*³⁸, este tipo de empresas se formaban como fondos cerrados que eran parcialmente fondeados por el gobierno de Estados Unidos y tenían la tarea de invertir capital de riesgo en empresas privadas PyMEs en conjunto con inversores particulares.

En el año de 1971 se funda el Nasdaq Stock Market, este se considera como el mercado electrónico más grande del mundo. Hoy el Nasdaq representa más de la mitad de todas las acciones operadas diariamente en los Estados Unidos y es el segundo mercado de valores a

³⁷ Es un tipo de operación financiera a través de la cual se facilita con capital financiero a empresas start up con elevado potencial y riesgo en fase de crecimiento. Los fondos de venture capital obtienen provecho de este tipo de operaciones al convertirse en propietarios del activo de las compañías en las que invierten, siendo estas normalmente empresas que disponen de una nueva tecnología o de un novedoso modelo de negocio dentro de un sector tecnológico, como la biotecnología, TIC, software, etc.

³⁸ Esta es la figura bajo la cual se incorporan hoy la gran mayoría de los fondos de *private equity* y *venture capital*. Es una asociación en la que un Socio General o *General Partner* toma las decisiones y uno o más Socios Limitados o *Limited Partners* participan como inversionistas pasivos.

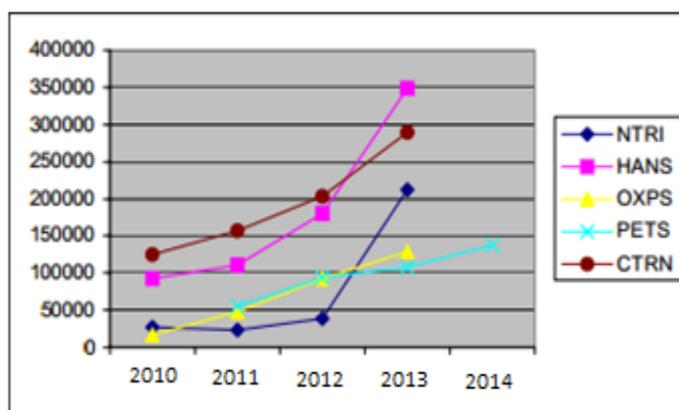
nivel mundial en términos de monto en dólares operado, tan es así que durante los últimos 10 años el volumen de operaciones transado en Nasdaq ha crecido trescientos ochenta por ciento.

El Nasdaq Stock Market es una subsidiaria propiedad de la National Association of Securities Dealers Inc. (NASD). La NASD es el organismo de autorregulación de la industria de valores y es el responsable de la regulación y vigilancia del mercado Nasdaq así como otros mercados *Over de Counter* o fuera de bolsa. La NASD opera bajo la supervisión de la Securities and Exchange Commission (SEC) que es el organismo de autorregulación más grande de los estados unidos.

El mercado Nasdaq se ha venido convirtiendo en una excelente alternativa de financiación para las PyMEs en Estados unidos, de hecho a finales del siglo XX fueron estas empresas las que impulsaron el índice Nasdaq por encima de los 3000 puntos convirtiéndose así en el motor de dicho índice a finales de siglo. Se podría decir entonces, que el mercado Nasdaq es un mercado flexible que proporciona a los usuarios un mercado de valores con servicios completos donde las pequeñas y medianas empresas de Estados Unidos tienen lugar y capacidad de cotizar sus acciones debido a los altos estándares tecnológicos que permiten a usuarios de todo el mundo acceder a comprar y vender acciones.

Entre algunas PyMEs que cotizan en Nasdaq esta la compañía Travelzoo, esta compañía se creó en 1988 y empezó a cotizar en Nasdaq en Agosto del 2002 con un valor por acción de U\$6,5 y al 29 de Diciembre de 2006 su valor alcanzo los U\$29,45. Actualmente Travelzoo (TZOO) ocupa el puesto No 6 entre las mejores 200 PyMEs de Estados Unidos según la revista Forbes. Así mismo se puede notar en la Siguiete gráfico se muestran los ingresos de las principales empresas PyME en Estados Unidos (Según la revista Forbes) en los últimos años.

Gráfica 7-2 Ingreso en dólares de PyMEs en Estados Unidos que cotizan en Nasdaq



Fuente: www.nasdaq.com (2014)

Por otra parte, en Europa y de manera muy particular en el reino unido existe el AIM (Alternative Investment market) que en realidad opera como un mercado alternativo y cuenta con una antigüedad de 15 años, por este mercado han pasado más de 3.000 pequeñas empresas. El AIM inicio sus operaciones en el año de 1995 con la intención de apoyar a aquellas empresas que por su tamaño y escasos recursos no tenían la capacidad de cotizar en el mercado de capitales, después de 10 años de operación donde únicamente

bajo esta plataforma de mercado operaban empresas británicas comenzó a ofrecer acceso a empresas pequeñas internacionales tal es así que en la actualidad existen cerca de 230 empresas PyME extranjeras cotizando. AIM cuenta con una gran experiencia, una regulación adecuada, apoyo del gobierno británico y un número importante de asesores dedicados de lleno a este tipo de empresas.

En España, también existe un Mercado Alternativo Bursátil (MAB) que en realidad no opera como una bolsa tradicional. Prácticamente es una bolsa paralela a la bolsa que se encuentra regulada por la comisión nacional de valores de España. La creación del MAB se dio debido a que en la bolsa tradicional española no había cabida para las PyMEs, de hecho, la cantidad de empresas de este tipo cotizando en la bolsa tradicional española era muy reducida antes de crear este mercado. El MAB tiene como objetivo las empresas de capitalización reducida, esta cualidad por lo general la tienen las PyMEs, además de esto, una de las ventajas ofrecidas para entrar a cotizar en este mercado se podría decir que son los bajos costos de transacción los cuales se pueden considerar un restrictivo para que las empresas entren a ofrecer sus valores en los mercados tradicionales.

En la actualidad quienes operan en el MAB son inversores institucionales, sin embargo, este mercado está abierto a cualquier tipo de inversores privados, cabe resaltar que este mercado alternativo cuenta con un régimen de información y contratación adaptado a las singularidades de este tipo de empresas. El MAB fue creado en el año 2009 y se puede decir que presenta un balance positivo pues su funcionamiento ha sido óptimo para aquellas empresas pequeñas que buscan financiación. El cuadro que se presenta a continuación recoge el detalle de las compañías con su capitalización, sector de actividad y recursos obtenidos en ampliaciones de capital coincidentes con la salida al MAB.

Cuadro 7-5. Algunas de las compañías PyME que cotizan en el MAB de España

Empresa	Capital Obtenido (Millones €)	Capitalización (Millones €) A fecha de incorporación	Sector / Actividad	Fecha de incorporación
ZINKIA ENTERTAINMENT	7	48	Proyectos audiovisuales y videojuegos	15/07/2009
IMAGINARIUM	12	75	Juegos y productos para la infancia	01/12/2009
LET'S GOWEX	6	40	Telecomunicaciones	12/03/2010
MEDCOMTECH	9	30	Comercialización productos cirugía ortopédica y traumatológica	25/03/2010
NEGOCIO & ESTILO DE VIDA	3,7	28	Medio de comunicación	07/06/2010
BODACLICK	10	45	Venta de espacios publicitarios	30/06/2010
NEURON BIOPHARMA	2,5	18	Biotecnológica	01/07/2010
AB-BIOTICS	3,5	13	Biotecnológica	20/07/2010
GRUPO NOSTRUM	4,4	18	Publicidad y marketing	10/11/2010
ALTA CONSULTORES	2,5	19	Consultoría informática y soluciones TIC	01/12/2010
EURONA WIRELESS TELECOM	–	10	Telecomunicaciones	15/12/2010
COMMCENTER	2,2	19	Comercialización telefonía	30/12/2010
EUROESPES	–	16	Biomédica	16/02/2011
CATENON	5	48	Búsqueda de profesionales	06/06/2011
LUMAR NATURAL SEAFODD	2,2	9	Elaboración y comercialización de productos del mar	06/07/2011
SECUOYA GRUPO DE COMUNICACIÓN	2	31	Grupo de comunicación	28/07/2011
GRINÓ ECOLÒGIC	4,2	70	Gestión y tratamiento de residuos	29/07/2011
TOTAL	76,2	536		

Fuente: Financiación de la PyME en el mercado Español, la experiencia y proyección del MAB (2012)

No cabe duda que este mercado abarca empresas de diferentes tamaños, además de los montos conseguidos que se observan con un rango bastante amplio. Por otra parte se observa que se abarcan diferentes sectores de la industria por lo que se puede decir que el MAB es un mercado bastante amplio y dinámico en favor de las PyMEs en España.

Por los lados de Latinoamérica, podemos hablar de la experiencia que han tenido países como Brasil y Perú. En Brasil existe un segundo mercado conocido como mercado balcón, este fue creado en 1996 por las bolsas de Rio de Janeiro y Paraná con el propósito de facilitar a las PyMEs y sobre todo a aquellas que desarrollaran tecnología acceso a financiación. El mercado balcón se ideó al estilo del sistema Nasdaq de Estados Unidos donde las transacciones se hacían mediante medios electrónicos y era obligatoria la creación de *Market Makers*³⁹.

El mercado balcón tuvo tanto éxito al inicio de sus operaciones que en cinco meses de funcionamiento ya tenía más de 50 creadores de mercado (*Market Makers*) y tenía 16 empresas cotizando. Hoy en día este mercado está regulado por la comisión de valores de Brasil y corresponde a un mercado de negociación sin sitio físico que tiene como objetivo abaratar los costos de emisores pequeños.

Otra experiencia a tomar en cuenta, también en Brasil y conducente a proveer recursos a empresas medianas y pequeñas la constituye la expedición en 1994 de una regulación por la cual se pretendía atraer a fondos de pensiones e inversionistas institucionales a la colocación de recursos en activos de riesgo.

En Brasil también existe un mercado paralelo denominado *Novo mercado* que reconoce la implantación de altos estándares en materia de gobierno corporativo, fue creado en el año 2000 con el fin de reducir la diferencia entre la reglamentación y la necesidad de transparencia y de protección a los inversores, este mercado fue creado con el fin de apoyar a las nuevas sociedades anónimas de Brasil y contó con el apoyo del *Banco nacional de desenvolvimiento económico y social* BNDES para promover la cotización de nuevas empresas incluidas las PyMEs.

Por otra parte, una experiencia favorable a la constitución de mercados que apoyen a las pequeñas y medianas empresas es la de Perú, la bolsa de valores de Lima y más específicamente el segmento de capital de riesgo de esta bolsa ha desarrollado un mercado paralelo que está constituido por empresas mineras *junior*⁴⁰ a las que se les otorga una opción de obtener financiamiento a través del mercado de valores, así como se da a los inversionistas la oportunidad de obtener rentabilidades más altas de las que obtendrían en el resto de mercados, a su vez, estos emisores cumplen con una regulación especial para la emisión de acciones en el mercado primario.

Podemos evidenciar entonces que hay muchas muestras positivas de la entrada de las PyMEs tanto en mercados secundarios, como electrónicos, es importante observar que las experiencias encontradas corresponden a países desarrollados y emergentes, y que definitivamente se ha logrado el objetivo primordial correspondiente a suplir alternativas

39 Un creador de mercado (un *Market Maker*) es una compañía (un banco o una casa de corretaje) que facilita las transacciones de acciones entre los compradores y los vendedores en la bolsa del Nasdaq. El creador de mercado compra y vende acciones para su propia cuenta o a nombre de sus clientes. El trabajo principal del creador de mercado es mantener la liquidez en la acción, y están requerido a comprar por lo menos 100 partes cuando ponen una oferta o demanda. Cuando las transacciones se envían de su computadora a su corredor, él lo manda al creador de mercado, que ejecuta la transacción al precio corriente.

40 Se denomina empresas junior a las empresas mineras que están en las etapas iniciales de su desarrollo, esto es en exploración o explotación menor a tres años. A su vez se dividen en Junior I que son las constituidas en el país y que pueden inscribir acciones con derecho a voto en la Bolsa de Valores de Lima; las Junior ii que están constituidas en el exterior que cotizan en mercados como el *tsx Venture Exchange*, la *Toronto Stock Exchange*, o el *alm* de la *London Stock Exchange*, entre otros; y las Junior iii que son empresas extranjeras, no cotizan en el exterior pero cumplen las mismas condiciones de las Junior I para inscribir acciones ordinarias en la BVL (Delgado, 2008)

de financiamiento tradicional a través de emisión de acciones u otro tipo de instrumentos financieros diferentes al crédito otorgado por los bancos.

Cabe resaltar que la llegada de las PyMEs a mercados alternativos o secundarios en todos los países que cuentan con experiencia en este tipo de empresas en la bolsa, por lo general se asocian con capitales de riesgo donde las rentabilidades ofrecidas siempre están por encima de la rentabilidad media ofrecida por los mercados primarios y las bolsas de valores tradicionales. De la misma forma, es prácticamente un común denominador en estos mercados alternos que operan en los países el beneficio en cuanto a los bajos costos de transacción para poder operar y obtener financiamiento y la obligación de que quienes inviertan estén capacitados y tengan por lo menos la calidad de inversor profesional.

7.2.1.1. Antecedentes y evolución de las pymes en los mercados de capitales en Argentina y Colombia.

El análisis tendiente a comprender como ha sido la evolución de las PyMEs en su entrada a los mercados financieros en el mundo nos deja claro que la financiación conseguida por este medio es una muy buena opción, tanto para abrir capital como para vender deuda. Los países que han desarrollado esta práctica nos muestran, debido a la experiencia que han tenido las PyMEs, que países emergentes como Argentina y Colombia pueden también desarrollar estas habilidades y crear los escenarios apropiados para que empresas PyME empiecen a operar en mercados financieros.

Por una parte existe un marco jurídico en Colombia y Argentina que favorece de una u otra manera la entrada de las PyMEs a mercados financieros, si bien es claro cómo se analizó anteriormente, que entre los dos países existen similitudes normativas a la hora de permitir el acceso de estas empresas a la bolsa, también existen algunas diferencias en cuanto a leyes particulares que pueden ser complementarias en uno u otro país a fin de mejorar las condiciones de acceso y prácticas de control tanto para las empresas medianas y pequeñas como para aquellos que invierten sus recursos es decir los inversores.

Empezaremos haciendo un breve análisis sobre cuáles son los antecedentes en Argentina y Colombia y cuál ha sido la evolución de las PyMEs en los mercados financieros a fin de determinar si estas experiencias han sido de provecho para las empresas.

Como primer antecedente encontramos que a partir de la creación del decreto 1087/93 mencionado anteriormente, Argentina estableció las pautas para que las PyMEs estén autorizadas a emitir u ofrecer públicamente valores negociables representativos de deuda mediante pautas establecidas por la comisión Nacional de Valores. De igual forma, mediante la resolución general No 336 de 1999 la CNV faculta a las PyMEs a emitir acciones.

En ese orden de ideas Argentina, a partir de la crisis de 2002, abrió un abanico de oportunidades para las PyMEs y en general todas las empresas, incentivando la creación y el uso de nuevos instrumentos financieros, entre estos se destacaron los fideicomisos financieros con cotización pública los cuales estaban bajo el control de la Comisión Nacional de Valores, sin embargo para el año 2004 de los setenta y siete fideicomisos financieros emitidos, tan solo el 2,7% se dirigieron para las PyME, el resto se destinaron a securitización de préstamos de consumo (Gainvest, 2004).

Por otra parte, también en Argentina se ha hecho uso del mercado de capitales a través de la figura de cheque de pago diferido⁴¹. La negociación de pago diferido, a través del mercado de capitales tiene sus orígenes a finales del año 2003, en ese momento se demostró que se podían negociar dichos valores a tasas muy competitivas y bajo formas en las que se evitaba la calificación de los beneficiarios, esto hacia mucho más llamativo la utilización esta herramienta en momentos en los que las PyMEs no quieren entregar información financiera.

El cheque de pago diferido fue introducido en Argentina mediante el decreto 386/03 con el fin de que las PyMEs pudieran acceder a un tipo de financiamiento diferente al tradicional o al existente en ese momento, se podría decir que su negociación posibilitó una sensible reducción de los costos financieros en los que había que incurrir para obtener fondos de manera anticipada.

A Septiembre del 2014 la bolsa de comercio de Buenos Aires (BCBA) afirma que el total financiado a PyMEs desde el segundo semestre de 2003 asciende a U\$3.589 y que la cantidad de empresas financiadas mediante esta herramienta llega a las 12.987 empresas pequeñas y medianas.

Cuadro 7-6. Montos negociados en cheques de pago diferido año 2013 – 2014

Monto	Avalados		Patrocinado	
	Avalados	No cheques	Patrocinado	No cheques
Septiembre 2013	44.166,98	5921	1.176.232,44	124
Octubre 2013	39.944,89	6376	874.967,32	111
Noviembre 2013	37.758,62	5500	839.511,34	100
Diciembre 2013	33.706,87	5250	1.223.085,24	152
Enero 2014	40.576,35	5959	713.969,02	114
Febrero 2014	36.031,81	5476	710.270,00	84
Marzo 2014	21.860,12	3449	602.979,27	100
Abril 2014	30.311,88	4254	1.866.658,66	179
Mayo 2014	45.708,54	5034	1.079.836,83	154
Junio 2014	61.479,81	5772	956.114,39	104
Julio 2014	81.520,13	6636	1.265.784,76	136
Agosto 2014	76.907,46	6316	1.175.950,61	154
Septiembre 2014	96.404,25	8075	1.159.983,78	146

Fuente: Bolsa de comercio de Buenos Aires, Informe Septiembre⁴² 2014, <http://www.bcba.sba.com.ar>

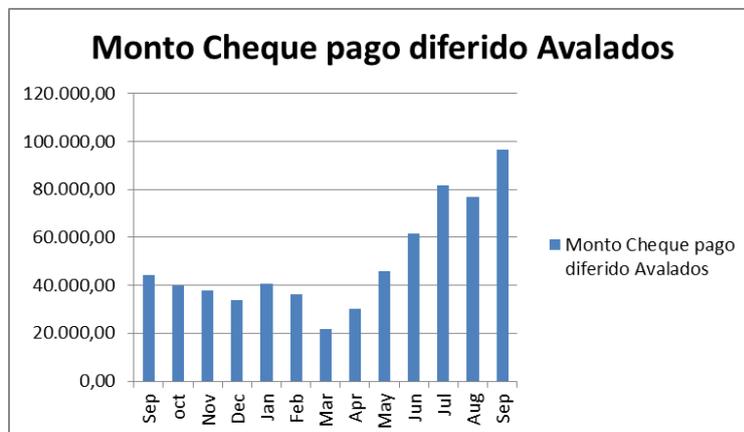
Como se puede observar, para Septiembre de 2014 se negociaron 8.221 cheques por un monto en dólares de U\$1.256.388.

41 Son órdenes de pago libradas a una fecha determinada, posterior a la fecha de su libramiento, contra una entidad autorizada, en la cual el librador a la fecha de vencimiento debe tener suficientes depositados a su orden en cuenta corriente o autorización para girar en descubierto. El plazo máximo admitido para la emisión de un cheque de esta naturaleza es de 360 días.

42 Los valores están expresados en dólares a una tasa de cambio promedio para los últimos 6 meses de \$8,2.

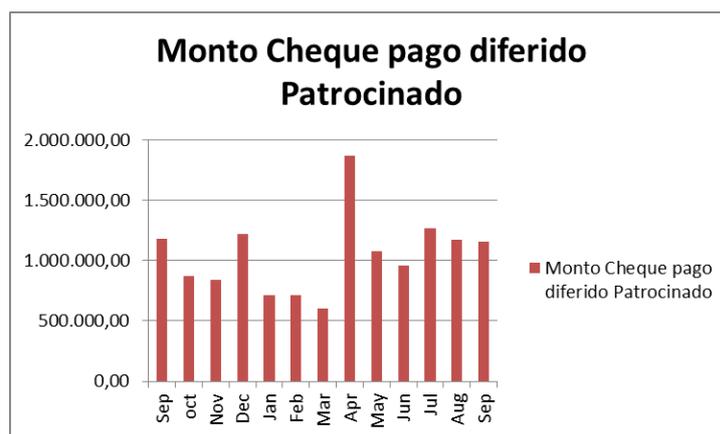
A continuación observamos la evolución grafica de los cheques de pago diferido para los dos sistemas⁴³, tanto avalados como patrocinados según la bolsa de comercio de Buenos Aires durante el último año.

Gráfica 7-3. Monto cheque de pago diferido avalado 2013 - 2014



Fuente: Elaboracion propia con base en datos Bolsa de comercio de Buenos aires (2015).

Gráfica 7-4. - Monto Cheque de pago diferido Patrocinado 2013 - 2014



Fuente: Elaboracion propia con base en datos Bolsa de Comercio de Buenos aires (2015).

Mas adelante en esta investigacion analizaremos mas en detalle esta herramienta que ha fortalecido de alguna manera la entrada de las PyMEs al mercado de valores en Argentina.

Pasando a otra de las herramientas ofrecidas por el mercado de valores argentino para las PyMEs, encontramos las obligaciones negociables emitidas por PyMEs, se sabe que gracias a la creacion de la dispocision SePyME No 21 del 2010, este tipo de empresas pueden emitir valores negociables hasta por U\$1.830.000⁴⁴, ademas de esto, el costo de emision es considerablemente menor frente a otras alternativas disponibles en el mercado como el credito bancario comun.

43 Las dos modalidades de cheques de pago diferido son: **patrocinados**: bajo esta modalidad son las entidades libradoras de cheques de pago diferido (sociedades comerciales, asociaciones civiles, cooperativas, mutuales y fundaciones) que solicitan la cotización de cheques de pago diferido emitidos por ella a favor de terceros para que puedan ser negociados en BC y **Avalados**: bajo esta modalidad los CPD a ser negociados deben contar con el aval de una sociedad de garantía recíproca (SGR) o de una entidad financiera respecto de la seguridad de su cobro llegada la fecha de vencimiento. Estas instituciones serán a su vez las que soliciten la cotización de los CPD avalado.

44 Tasa de cambio oficial promedio de los últimos 6 meses a \$8,2

Se puede decir que la emisión de ON es la tercera alternativa de financiamiento dentro del mercado de capitales en Argentina gracias a los beneficios otorgados en diferentes aspectos como por ejemplo la no obligación de tener calificación de riesgo para emitir este tipo de instrumentos a diferencia de las grandes empresas que si tienen esta obligación.

A continuación presentamos algunas PyMEs que han emitido obligaciones negociables durante el periodo 2013 - 2014 según la bolsa de comercio de Buenos Aires.

Cuadro 7-7. PyMEs emisoras de Obligaciones negociables en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires periodo Sep 2013 - Junio 2015

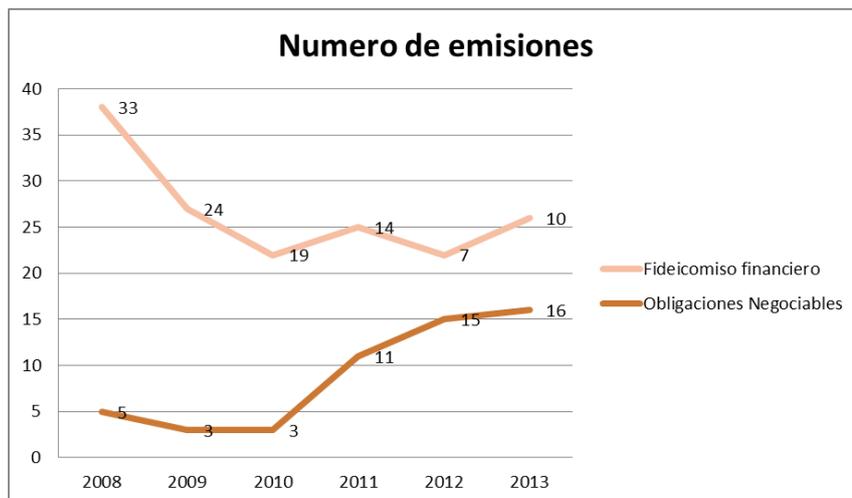
Empresa	Sector	Fecha	Moneda	Monto colocado	Vencimiento
Sicom S.A	Financiera	04/09/2013	AR\$	15,000,000	04/09/2015
Decreditos S.A	Financiera	11/09/2013	AR\$	8,000,000	20/10/2016
Ecipsa holding S.A	Inmobiliaria	23/10/2013	AR\$	12,000,000	20/10/2016
Empresur S.A	Financiera	26/11/2013	AR\$	5,000,000	22/08/2016
South Managment S.A	Gastronomica	29/11/2013	AR\$	15,000,000	29/11/2018
Savant Pharma S.A	Farmaceutico	04/12/2013	AR\$	36,650	27/09/2016
Plasticos Dise S.A	Industrial y comercial	12/12/2013	AR\$	9,000,000	20/12/2016
Actual S.A	Financiera	27/12/2013	AR\$	4,000,000	25/05/2017
Centro Card S.A	Financiera	03/01/2014	AR\$	3,500,000	29/05/2017
Tinuviel S.A	Financiera	14/04/2014	AR\$	10,000,000	27/07/2017
Cosasa Nuestras S.A	Tabalarteria	07/07/2014	AR\$	9,050,000	07/01/2017
Laboratorios Pretty S.A	Cosmetica	16/07/2014	AR\$	13,750,000	16/07/2017
Be Enterprises	Textil	26/09/2014	AR\$	15,000,000	27/08/2018
Microlending S.A	Financiera	02/10/2014	AR\$	15,000,000	02/10/2017
Sion S.A	Comunicaciones	24/10/2014	AR\$	4,250,000	24/10/2017
SBM Creditos S.A	Financiera	14/11/2014	AR\$	7,437,500	14/05/2016
Montever S.A	Comercial	14/11/2014	AR\$	15,000,000	14/05/2018
Phenix Leasing S.A	Leasing	21/11/2014	AR\$	10,350,000	21/11/2016
Construir S.A	Inmobiliaria	16/12/2014	AR\$	11,000,000	20/12/2017
Emprendimiento industrial mediterraneo S.A	Comercial	26/02/2015	AR\$	10,000,000	26/02/2018
Decreditos S.A	Financiera	18/03/2015	AR\$	8,050,000	15/02/2018
Centro Card S.A	Financiera	29/04/2015	AR\$	4,000,000	27/09/2018
Sicom S.A	Financiera	11/05/2015	AR\$	7,500,000	11/05/2017
Total Emitido 2013		\$ 177.676.000		USD 31.048.338	
Total Emitido 2014		\$ 114.337.500		USD 13.772.441	
Total Emitido 2015		\$ 29.550.000		USD 3.571.288	

Fuente: Elaboración propia con base en datos de la Bolsa de comercio de Buenos Aires <http://www.bcba.sba.com.ar> (2015)

Como se puede observar, las emisiones de ON durante el año 2013 – 2015 comprende empresas de diferentes sectores PyME de Argentina y que los vencimientos oscilan entre los dos años y los 5 años. Sin embargo es evidente que los montos emitidos durante el 2014 son inferiores a los del 2013 pues para los meses comprendidos entre Septiembre de 2013 y Diciembre del mismo año las emisiones alcanzaron los U\$31.048.338 mientras que para un periodo mucho mas prolongado como lo es el del 2014 que comprende Enero 2014 a Diciembre de 2014 las emisiones tan solo alcanzan un monto de U\$13.772.441.

Vale la pena mostrar la evolucion significativa que ha tenido en Argentina la emision de obligaciones negociables a partir del año 2008 donde tan solo se hicieron 5 emisiones de este instrumento a diferencia del numero de emisiones para el año 2013 donde este monto llevo a 16 en contraste con la emision de fideicomisos financieros que presentan una brusca caída con tendencia a la baja en sus emisiones.

Gráfica 7-5. Evolucion de la emision de Obligaciones Negociables PyME en contraste con reduccion del fideicomiso financiero para el año 2008 – 2013.



Fuente: Elaboracion propia con base en datos de Bolsa de comercio de Buenos Aires (2015).

Por su parte la emisión de acciones de las PyMEs no ha sido de gran acogida en Argentina, encontramos que desde el año 2008, año en que la bolsa de comercio de Buenos Aires entrega información sobre emisiones y uso del mercado de valores por parte de las PyMEs, tan solo se ha presentado una emisión de acciones, la cual se hizo en el Diciembre de 2012 por un monto de \$22.012.200. Esto evidencia la falta de interés de este tipo de empresas por emitir acciones seguramente por los altos costos que estas emisiones implican o por la falta de interés de los propietarios en abrir su capital.

Por otro lado, la participación de las PyMEs en Colombia no llega ni siquiera a parecerse al que tienen las PyMEs en Argentina, pues en Colombia según la Bolsa de Valores de Colombia no existe a la fecha ninguna empresa PyME listada en la bolsa. Cabe resaltar que mediante el decreto 1019 de 2014 nombrado en capítulos anteriores, el gobierno colombiano ha buscado incentivar el acceso de las PyME al mercado de valores con una serie de beneficios como la eliminación de patrimonio mínimo para calificar en el mercado bursátil, pues el monto exigido antes del decreto era de U\$3.500.000 mínimo. Otra de las medidas creadas en beneficio de la entrada de PyMEs en el mercado es la opción de no ser calificadas por entidades calificadoras de riesgo, obligación que si tienen el resto de empresas que quieran cotizar sus títulos en el mercado bursátil.

Partiendo de este antecedente, es claro que debe analizarse a fondo el por qué las PyMEs colombianas no han utilizado la bolsa de valores como herramienta para la financiación, pues estas empresas representan cerca del 90% del total de empresas en el país y generan casi el 60% de empleo formal, dato que resulta preocupante pues es el único país que no cuenta con PyMEs inscritas en bolsa si se tiene en cuenta el Mercado integrado MILA⁴⁵ que integra las bolsas de Lima, Bogotá y Santiago de Chile.

45 El Mercado Integrado Latinoamericano MILA es el resultado del acuerdo firmado entre la Bolsa de Comercio de Santiago, la Bolsa de Valores de Colombia y la Bolsa de Valores de Lima, así como de los depósitos Deceval, DCV y Cavali, las cuales, desde 2009, iniciaron el proceso de creación de un mercado regional para la negociación de títulos de renta variable de los tres países.

7.2.2. Situación actual y características similares de las pymes en los dos países.

Para entender como las PyMEs de Argentina y Colombia pueden buscar alternativas de financiamiento diferente al tradicional, con el fin de lograr que las iniciativas y los programas de apoyo y estímulo para el acceso al mercado de capitales se puedan compartir entre estos países a fin de aprovechar las experiencias positivas en uno u otro país, y teniendo en cuenta que entre Argentina y Colombia existen muchas similitudes de tipo económico, idiosincrático y social es imprescindible identificar cuáles son las características similares que tienen las PyMEs de estas dos naciones y cuál es la situación actual por la que atraviesan.

Por una parte, la identificación previa en el capítulo anterior de normas y decretos similares entre los dos países encaminadas al favorecimiento de la entrada de las PyMEs al mercado de capitales, nos da un preámbulo sobre las características de este tipo de empresas en cada país y como los gobiernos apuntan a mejorar la capacidad y alternativas de crédito de este tipo de empresas a fin de mejorar sus índices de productividad.

A nivel general, existe una definición concertada de lo que es una PyME, por ejemplo para la conferencia de Naciones Unidas para el Desarrollo UNCTAD las PyME se pueden categorizar de la siguiente manera:

MICROEMPRESA: Empresas donde trabajan de una a cinco personas, las tareas que realizan se pueden categorizar como simples y tienen una dirección directa y personal del dueño, no suele realizar transacciones de crédito.

PEQUEÑA EMPRESA: Trabajan entre 6 y 50 personas, suele tener varios ramos de actividad, normalmente necesita financiación a través de líneas de crédito, su nómina puede ser extensa y relativamente compleja, requiere información sobre la gestión del negocio.

MEDIANA EMPRESA: Entre 50 y 250 trabajadores, tiene más de un establecimiento de comercio y varios gerentes que necesitan comunicarse entre si, tienen varios ramos de producción y hacen operaciones a crédito, posiblemente importan o exportan. La importancia económica de este tipo de empresas hace necesario la presentación regular de una serie de informes de gestión que permita a la dirección de la compañía conocer la gestión. Cabe resaltar que según la OCDE cerca del 95% de las PyMEs en el mundo tienen menos de 100 empleados.

Por otra parte el IASC⁴⁶ en su concepto de NIIF para PyMEs, define a estas como aquellas entidades que no tienen obligación pública de rendir cuentas y que publican sus estados financieros con propósito de información general para usuarios externos.

En Colombia las PyMEs son fuente importante de empleo y aportan significativamente al PIB. El significado de PyME en Colombia se encuentra en la ley 590 del 2000 y define a estas como toda unidad de explotación económica realizada por persona natural o jurídica

⁴⁶Comité conformado por profesionales contables de varios países para la formulación de una serie de normas contables que pudieran ser aceptadas y aplicadas con generalidad en distintos países con la finalidad de favorecer la armonización de los datos y su comparabilidad.

en actividades empresariales, agropecuarias, industriales, comerciales o de servicios, rural o urbana que responda a los siguientes parámetros:

MICRO EMPRESA: Planta de personal no superior a los diez trabajadores y activos totales por valor inferior a quinientos uno (501) salarios mínimos mensuales legales vigentes⁴⁷, lo que equivaldría a U\$154.308.

PEQUEÑA EMPRESA: Planta de personal entre 11 y 50 trabajadores y activos totales por valor entre quinientos uno (501) y menos de cinco mil uno (5001) salarios mínimos mensuales legales vigentes, lo que equivaldría U\$154.309 y U\$1.540.308.

MEDIANA EMPRESA: Planta de personal entre cincuenta y uno (51) y doscientos (200) trabajadores y activos totales por valor entre cinco mil uno (5001) y quince mil (15000) salarios mínimos mensuales legales vigentes, lo que equivaldría a U\$1.540.309 y U\$4.620.000.

Cuadro 7-8. Número de Activos totales y empleados para empresas PyME en Colombia.

Tamaño	Activos totales (Valores en Dólares)	Número de empleados
Microempresa	U\$154.308.00	1 – 10
Pequeña	U\$154.309.00 - U\$1.540.308	11 – 50
Mediana	U\$1.540.309 - U\$4.620.000	51 – 200

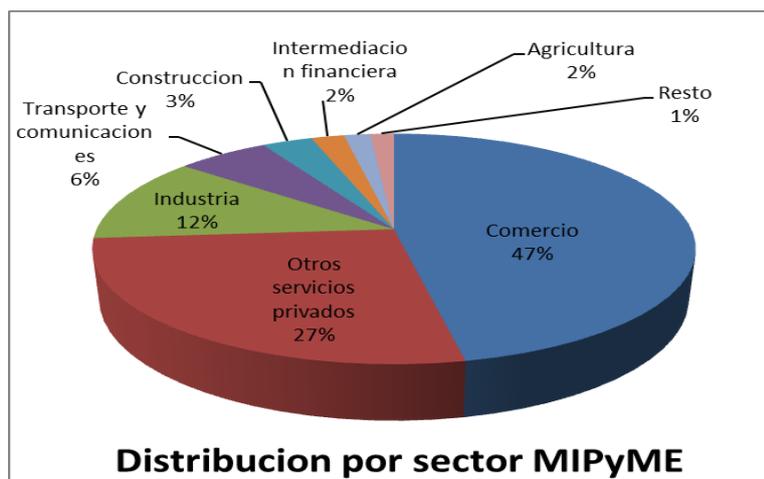
Fuente: Elaboración propia, con base en ley 590 de 2000, (2015).

Según datos de Confecamaras en Colombia existen cerca de 938.410 MIPyMEs que representan el 99,7% del total de las empresas del país, estas generan alrededor de 63% del empleo en Colombia. Las micro, pequeñas y medianas empresas se distribuyen de la siguiente manera: 93,2% Microempresas, 5,1% pequeña empresa y 1,0 % Mediana empresa (Cepal 2011). El 0,3% restante corresponde a grandes empresas.

Vale la pena resaltar que el sector que mayor cantidad de MIPyMEs tiene es el sector comercio, pues este ocupa un 47% del total de sectores que conforman las MIPyMEs seguido del sector servicios con un 27% del total de micro, pequeñas y medianas empresas, estando muy por debajo importantes sectores como el de la industria y la construcción. De igual manera el porcentaje de PyMEs en Colombia dedicado a la tecnología es prácticamente nulo.

⁴⁷ El salario mínimo mensual vigente para el año 2014 en Colombia corresponde a U\$ 308.

Gráfica 7-6. Distribución de MIPyMEs en Colombia por sector.



Fuente: Confecamaras, Elaboración propia (2015)

En cuanto a la situación económica que atraviesan las PyMEs Colombianas en la actualidad, según la gran encuesta PyME 2014, 46% de los empresarios consultados en el sector comercio considero que la situación económica mejoro con respecto al segundo semestre de 2013. Por tamaño de empresa se observó, según esta encuesta, percepciones optimistas por parte de las medianas empresas pues un 54% de estas percibió una expansión en su negocio y tan solo un 6% una contracción.

Por otra parte la percepción de los comerciantes PyME acerca de la evolución de la demanda según esta encuesta es satisfactoria, en materia de ventas, la percepción también es favorable pues en el caso de las medianas empresas un 47% de los encuestados manifestó que sus ventas aumentaron frente a un 16% que experimentaron descensos en sus ventas para el segundo semestre de 2013, y en el caso de las pequeñas empresas un 43% de los encuestados reporto un incremento en sus ventas para el mismo periodo mientras que el 14% de las pequeñas empresas reportaron descensos en sus ventas.

De la misma manera, según la gran encuesta PyME del 2014, en materia de costos de comercialización, un 41% de las PyMEs ubicadas en el sector comercio afirmo que estos se incrementaron durante el segundo semestre de 2013 frente a un 48% que afirmo que se mantuvieron estables, en cuanto a margen de ganancias del sector comercio se puede decir que la situación es positiva, los datos de esta encuesta afirman que el 49% de los empresarios PyME del sector comercio mantuvieron estables sus márgenes de ganancia y un 35% de los encuestados del sector aseguro que éste aumentó.

En cuanto a la generación de empleo, un 66% las PyMEs del sector comercio mantuvieron sus puestos de trabajo, mientras que un 22% lo aumento y un 12% lo redujo, lo que evidencia la buena situación por la que atraviesan las PyMEs del sector comercio en Colombia en cuanto a generación de empleo y estabilidad laboral.

Siguiendo con la encuesta realizada a las PyMEs plasmada por la Asociación Nacional de Estudios Financieros ANIF, en el sector servicios también se comparte la apreciación de optimismo en cuanto a su situación económica general, la mejor percepción económica actual en el sector servicios de las PyMEs se concentró en las medianas empresas, donde un 55% de estas afirmo que la situación económica mejoro, por su parte las pequeñas empresas afirmaron lo mismo en un 46%.

En cuanto a las ventas, un 48% de las PyMEs reportó un incremento en estas, de la misma manera esta dinámica obedeció principalmente a las empresas medianas donde el porcentaje de empresas que incrementaron sus ventas paso de 52% el segundo semestre de 2012 a 56% en el segundo semestre de 2013, mientras que en las pequeñas empresas el aumento fue de un solo punto pues se pasó de un 43% en el segundo semestre de 2012 a un 44% en el segundo semestre del 2013. La situación en cuanto a generación de empleo cambia para las PyMEs del sector servicios, pues este sector es el único en donde el porcentaje de empresas que crearon empleo cayo, así mientras que un 25% de las PyMEs incremento su planta de personal en el segundo semestre de 2012, tan solo un 22% lo hizo en el segundo semestre de 2013.

La percepción para el resto de sectores sigue la misma tendencia que para el sector comercio y servicios, así damos cuenta de la buena situación económica por la que atraviesan las PyMEs en Colombia, más aun teniendo en cuenta que para el año 2015 la economía colombiana tiene proyectado crecer cerca del 4% según la Cepal⁴⁸, de esta manera se puede suponer una buena oportunidad para que las PyMEs crezcan al ritmo de la economía, y es claro que este crecimiento puede ir acompañado de financiamiento a largo plazo con tasas competitivas y bajas que pueden ser conseguidas en mercados financieros como la bolsa de valores.

Por su parte Argentina define a las PyMEs en el “estatuto PyME” también llamado ley 24.467 como aquella que cumpla con las dos siguientes condiciones i) su plantel no supera los 40 trabajadores ii) tengan una facturación anual inferior a la cantidad que para cada actividad o sector fije la Comisión especial de seguimiento.

Por una parte, la secretaria PyME de desarrollo regional (Sepyme) establece mediante la resolución No 50/2013 los criterios para ser considerado como empresa PyME, esto con el fin de acceder a los programas públicos de promoción ofrecidos por esta institución, como criterio Sepyme toma las ventas totales por sector y se consideraran PyMEs aquellas empresas que cumplan con los siguientes montos en ventas⁴⁹ totales anuales⁵⁰.

Cuadro 7-9. Tabla de clasificación Sepyme 2013 (montos expresados en dólares).

Agropecuario	Industria y Minería	Comercio	Servicios	Construcción
US\$6.585.366	US\$22.317.073	US\$30.487.805	US\$7.682.927	US\$10.243.902

Fuente: www.sepyme.gob.ar (Elaboración 2015)

Por su parte la Comisión Nacional de Valores otorga la calificación de PyME a través de otros criterios diferentes a los de Sepyme, en este caso concreto, la CNV toma una clasificación específica para aquellas PyMEs que quieran cotizar en la bolsa de valores, esta clasificación se establece en la resolución 582/2010 y define a las pequeñas y medianas empresas como aquellas empresas que registren hasta el siguiente monto

48 <http://www.portafolio.co/internacional/cepal-proyeccion-crecimiento-colombia-america-latina>

49 La tasa de cambio promedio para el cálculo de estos valores es de 8,2 pesos por dólar.

50 Se entenderá por ventas totales anuales, el valor de las ventas que surja del promedio de los últimos TRES (3) Estados Contables o información contable equivalente adecuadamente documentada, excluidos el Impuesto al Valor Agregado, el Impuesto Interno que pudiera corresponder, y deducido hasta CINCUENTA POR CIENTO (50%) del valor de las Exportaciones que surjan de dicha documentación.

máximo de las ventas totales anuales⁵¹, excluido el impuesto al valor agregado y el impuesto interno que pudiera corresponder, según se detalla en el siguiente cuadro.

Cuadro 7-10. Clasificación PyME según la Comisión Nacional de Valores (Montos expresados en Dólares)

Sector Tamaño	Agropecuario	Industria y Minería	Comercio	Servicios	Construcción
Pequeña	U\$1.000.000	U\$2.512.195	U\$3.414.634	U\$1.048.780	U\$1.170.732
Mediana	U\$5.878.049	U\$20.048.780	U\$27.292.683	U\$6.902.439	U\$9.195.122

Fuente: www.cnv.gob.co (Elaboración 2015).

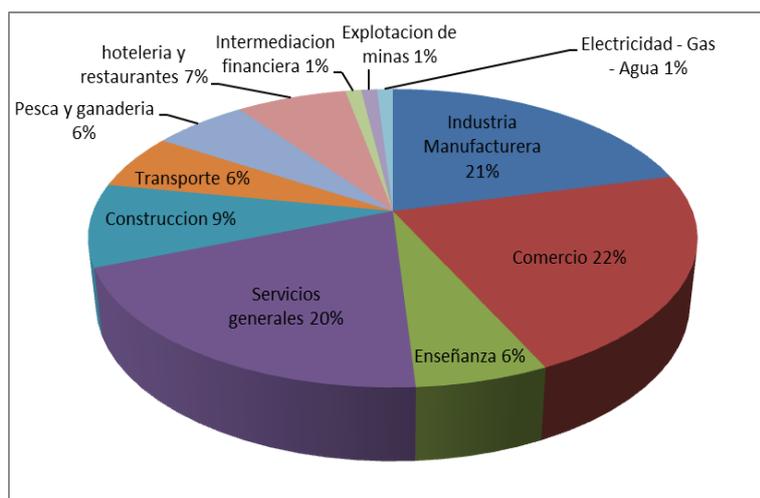
Cuadro 7-11. Clasificación de PyME de acuerdo al personal empleado

Tipo de empresa	Comercio	Servicio	Industria	Transporte
Microempresa	1 a 3	1 a 3	1 a 10	1 a 10
Pequeña	4 a 15	4 a 15	11 a 50	11 a 50
Mediana	16 a 100	16 a 100	51 a 300	51 a 300

Fuente: Centro de estudios latinoamericanos. www.cesla.com (2015).

Asimismo, cabe aclarar que en Argentina según la ley 24.467 “No serán consideradas MiPyMEs a los efectos de la implementación de los distintos instrumentos del presente régimen legal, las empresas que, aun reuniendo los requisitos cuantitativos establecidos por la autoridad de aplicación, estén vinculadas o controladas por empresas o grupos económicos nacionales o extranjeros que no reúnan tales requisitos”. Según el ministerio de Industria de Argentina, en este país las MiPyMEs representan el 99% de las empresas, generan 51% de los empleos en todo el país y son fuertes impulsoras de la economía nacional. De la misma manera las MiPyME se distribuyen de la siguiente manera:

Gráfica 7-7. Distribución de las MIPyMEs en Argentina por sector.



fuente: Elaboración propia con base en datos de fundacion observatorio PyME 2013 www.observatoriopyme.org

51 Se entenderá por valor de las ventas totales anuales, el valor que surja del promedio de los últimos TRES (3) años a partir del último balance inclusive o información contable equivalente adecuadamente documentada. En los casos de e mpresas cuya antigüedad sea menor que la requerida para el cálculo establecido en el párrafo anterior, se considerará el promedio proporcional de ventas anuales verificado desde su puesta en marcha.

Observamos en este gráfico que el sector con mayor participación es el sector comercio con un 22% del total de empresas PyME, el sector industria por su parte se postula como el segundo de mayor importancia pues tiene una participación del 21%, por su parte el sector servicios generales que agrupa los servicios inmobiliarios, empresariales, de alquiler, servicios comunitarios sociales y personales ncp, servicios sociales y de salud es de gran importancia pues participa con un 20% y ocupa el tercer lugar de importancia entre el total de sectores PyME en Argentina.

La situación económica de las PyMEs en Argentina debe analizarse desde una perspectiva macroeconómica debido a la particular situación a la que este país atraviesa. Las PyMEs argentinas, (a excepción de las micro empresas), según las estadísticas del banco mundial poseen una estructura bastante similar a la que tienen los países de altos ingresos del planeta, según los datos del banco mundial, estas generan más de la mitad del empleo del país y aportan de la misma manera a la mitad del PIB. Sin embargo a diferencia de las PyMEs de los países desarrollados, las PyME argentinas son mucho menos productivas cuando se las compara con las grandes empresas esto en contraste con las PyMEs de los países ricos donde la brecha es mucho menor.

La baja productividad genera grandes problemas en las pequeñas y medianas empresas del país pues la consecuencia directa de este problema son los altos costos laborales que sufren este tipo de empresas, según el observatorio PyME la alta informalidad alcanza el 18% de la mano de obra en empresas que ocupan entre 10 y 200 personas y en el caso de las micro la informalidad alcanza el 55% de la mano de obra.

La inflación, también puede considerarse como un grave problema para el desarrollo de las PyMEs, pues los efectos desorganizativos de la inflación producen como bien se sabe variaciones constantes en los precios lo que al final de cuentas termina alterando la producción, la distorsión generada por los problemas inflacionarios provoca dificultades a la hora de calcular los costos de producción y los precios entre otros muchos problemas.

En cuanto a generación de empleo, vale la pena aclarar que Argentina actualmente pasa por un proceso de estanflación⁵², teniendo en cuenta este escenario las perspectivas de crecimiento del empleo deben ser analizadas de acuerdo a la decisión que el gobierno tenga en cuanto a su política fiscal, pues si este decide bajar la inflación es muy posible que la tasa de desempleo aumente.

En el caso de las empresas manufactureras, un informe del observatorio PyME muestra que estas han reducido sus puestos laborales desde 1,7% en 2010 al -0,6% en 2013, en contraste el sector de servicios de software y servicios informáticos redujo sus puestos laborales para el mismo periodo de un 6,4% a un 2,6%. El resto de sectores, según el mismo observatorio, están correlacionados directamente a la demanda interna, en este sentido se puede afirmar que las perspectivas no son muy favorables. El observatorio PyME prevé que en un escenario de inflación decreciente la tasa de desempleo podría aumentar entre el 2% y el 3% lo que equivaldría a una desocupación de entre 40.000 y 120.000 personas.

⁵² indica el momento o coyuntura económica en que, dentro de una situación inflacionaria, se produce un estancamiento de la economía y el ritmo de la inflación no cede.

Con todo lo anterior, podemos observar que entre Argentina y Colombia existen algunas coincidencias a la hora de definir las PyMEs, por una parte, en los dos países este tipo de empresas constituyen una fuente importante e imprescindible de empleo, a su vez constituyen un elemento fundamental en el desarrollo económico de cada país.

En el aspecto económico, cabe resaltar que debido a las condiciones económicas de estas dos naciones existen algunas diferencias elementales que se deben analizar con especial cuidado a la hora de emitir títulos valores y entrar a la bolsa de valores. Las PyMEs de Colombia parecen tener un panorama mucho más favorable que las PyMEs Argentinas, vale la pena resaltar que en Colombia no existen problemas inflacionarios ni cepos al dólar que dificulten el normal desarrollo de las actividades, por ejemplo, como se escribió en líneas anteriores, el proceso de estanflación que atraviesa la Argentina, dificulta la elaboración de procesos tan cotidianos como la determinación de los costos de producción y la determinación de precios, entre otros aspectos. Es claro que si las PyMEs argentinas buscan abrir su capital para la emisión de acciones o vender deuda en mercados financieros, los inversionistas extranjeros son potencialmente favorables para las pequeñas y medianas empresas que busquen este tipo de financiamiento, sin embargo la inflación puede ser una variable determinante a la hora en que inversores del exterior decidan invertir en las PyMEs.

Por su parte, las PyMEs colombianas atraviesan por un momento propicio para buscar un lugar en la bolsa de valores, por una parte la situación económica del país es indiscutiblemente buena, las proyecciones de crecimiento estimulan el desarrollo de las PyMEs y la percepción del futuro para estas empresas por parte de sus propietarios no puede estar mejor, con lo que el análisis propicio para determinar la entrada de estas empresas al mercado de valores tiene por una parte un gran punto a favor.

Cuadro 7-12. Cuadro comparativo en términos de empleados, activos y sector más grande de las PyMEs de Argentina y Colombia.

PyME Colombia	PyME Argentina
Número de empleados Micro empresa: Comercio: 1 - 10 Servicios: 1 - 10 Industria: 1 – 10	Número de empleados Micro empresa: Comercio: 1 - 3 Servicios: 1 - 3 Industria: 1 – 10
Número de empleados Pequeña empresa: Comercio: 11 - 50 Servicios: 11 - 50 Industria: 11 – 50	Número de empleados Pequeña empresa: Comercio: 4 - 15 Servicios: 4 - 15 Industria: 11 – 50
Número de empleados Mediana empresa: Comercio: 51 - 200 Servicios: 51 - 200 Industria: 51 – 200	Número de empleados Mediana empresa: Comercio: 16 - 100 Servicios: 16 - 100 Industria: 51 – 300
Activos Micro empresa: Comercio: U\$ 154.308 Servicios: U\$ 154.308 Industria: U\$ 154.308	Activos Micro empresa: Comercio: ND Servicios: ND Industria: ND
Activos Pequeña empresa: Comercio: U\$ 154.309 - U\$ 1.540.308 Servicios: U\$ 154.309 - U\$ 1.540.308	Activos Pequeña empresa: Comercio: U\$3.414.634 Servicios: U\$1.048.780

Industria: U\$ 154.309 - U\$ 1.540.308	Industria: U\$2.512.195
Activos Mediana empresa: Comercio: U\$1.540.309 - U\$4.620.000 Servicios: U\$1.540.309 - U\$4.620.000 Industria: U\$1.540.309 - U\$4.620.000	Activos Mediana empresa: Comercio: U\$27.292.683 Servicios: U\$6.902.439 Industria: U\$20.048.780
Sector de mayor importancia: Comercio, 47%	Sector de mayor importancia: Comercio, 22%
Cantidad de empleo generado: 63%	Cantidad de empleo generado: 51%

Fuente: Elaboración propia (2015).

7.2.2.1. Representación e importancia de las pymes sobre el PBI de cada país.

El Producto bruto interno se define como el valor monetario de los bienes y servicios finales producidos por una economía por un periodo determinado, es un indicador de alta importancia pues sirve para medir muchísimas variables implícitas en la economía como por ejemplo la competitividad de las empresas, el crecimiento de la economía entre otras.

Como actores fundamentales en el desarrollo de la economía, las PyMEs hacen un aporte importante al PBI, pues estas como se mencionó anteriormente componen más del 99% de las empresas en Colombia y Argentina, a pesar de esto, el aporte no es tan bueno como debería ser puesto que la productividad de estas empresas es muy inferior si se comparan con las grandes empresas de estos dos países, así el mayor aporte al producto interno bruto en Argentina y Colombia se lo llevan las grandes empresas.

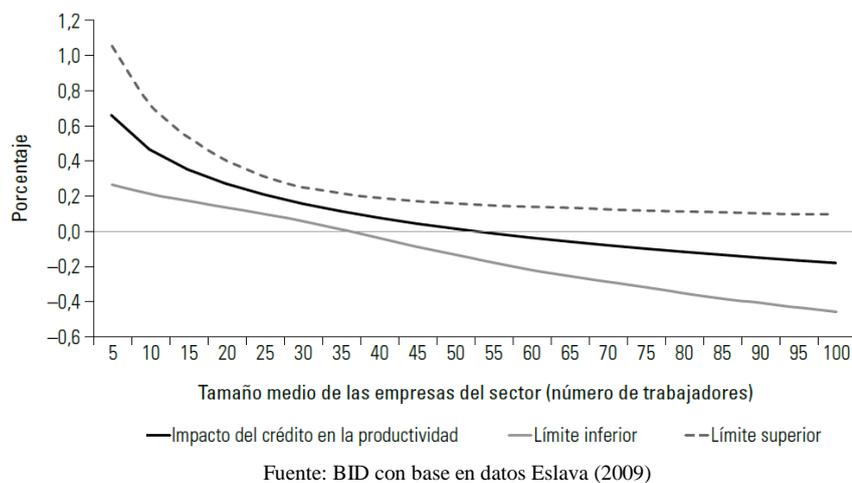
En Colombia las empresas PyME aportan el 60% del Producto interno bruto, mientras que en Argentina el aporte de las PyMEs al producto interno bruto corresponde al 41%, sin embargo los aportes hechos al PBI por parte de estos dos países son relativamente bajos si se tiene en cuenta que las PyMEs constituyen más del 90% de las empresas en cada región, como se mencionó en líneas anteriores, existe una explicación para esto, la baja productividad que acompaña a este tipo de empresas. La baja productividad en los países suramericanos y para este caso Colombia y Argentina se debe a diferentes factores entre los que se encuentra como principal problema el escaso acceso al financiamiento.

Se puede decir que el crédito es de vital importancia para la productividad, una economía sin crédito es como un automóvil sin combustible: simplemente no puede avanzar (BID 2010). El crédito es de gran importancia para aumentar la productividad pues mediante este, las empresas pueden adquirir ciertos tipos de bienes, principalmente bienes de capital que ayudan a actualizar su tecnología convirtiendo a estas en empresas mucho más productivas. El crédito también puede tener efectos positivos en la productividad al reducir la incidencia de la informalidad, pues es claro que entre mayor informalidad de la empresa mayor dificultad para acceder a crédito formal.

Un estudio realizado a empresas colombianas (Eslava 2009) revela cómo cuando el acceso a financiamiento es mayor se incrementa la productividad del sector hacía donde el financiamiento va dirigido, sin embargo, este estudio revela que este aumento en la productividad depende del tamaño promedio de las empresas del sector. El nexo entre el acceso al crédito y la productividad es más fuerte en los sectores que cuentan con empresas de menor tamaño, el estudio revela que por ejemplo, en los sectores con mayor número de empresas pequeñas el efecto es muy grande, un aumento de crédito del 14% puede llevar a

un incremento de la productividad de hasta un 50%. A medida que el tamaño promedio de las empresas del sector aumenta el efecto del crédito va desapareciendo.

Gráfica 7-8. Efecto del crédito en la productividad de las empresas de acuerdo a su tamaño



En este contexto, podemos entender entonces el reducido aporte que hacen las PyMEs colombianas y argentinas al PBI si se tiene en cuenta que estas empresas componen una gran parte del total de empresas en estos dos países, y como el acceso a crédito tanto tradicional como no tradicional ofrece la oportunidad de mejorar los índices de productividad teniendo en cuenta que en Latinoamérica y especialmente en estos dos países uno de los principales problemas es el fácil acceso a crédito, lo que aumentaría la participación de las PyMEs en el PBI de cada uno de estos dos países.

7.2.3. Tasas de interés

La tasa de interés es quizás la variable más importante a analizar a la hora de acceder a un crédito, esta, debe ser analizada desde varias perspectivas las cuales ayudan a determinar cuál es la mejor decisión a la hora de tomar financiamiento. Para las empresas PyME acceder a crédito barato puede significar optimización de ingresos y tener varias alternativas comparables ayuda a mejorar y optimizar los recursos en pro del crecimiento.

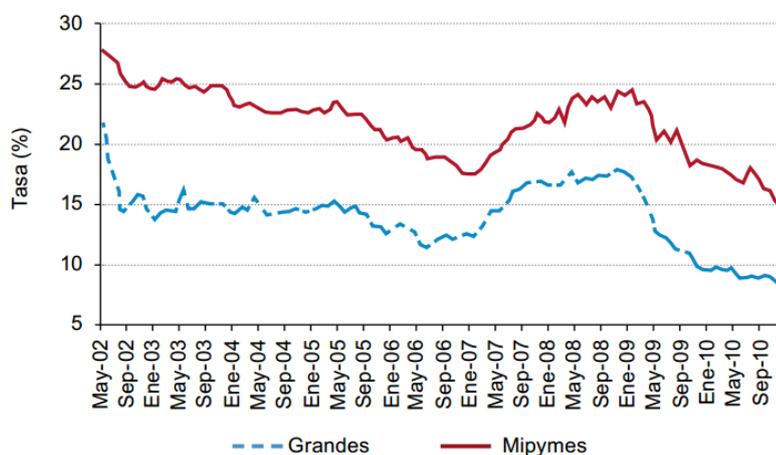
Cuando se comparan las diferentes alternativas que las empresas en general tienen para tomar crédito encontramos como opciones el crédito bancario tradicional, los cheques de pago diferido, la colocación de capital y deuda en mercados financieros entre otros, no todas las empresas pueden acceder a todas las opciones, las PyMEs de países emergentes por lo general presentan dificultades para tomar financiamiento, aun en mercados de capitales donde las opciones de crédito pueden ser muy favorables.

Al analizar las causas por las cuales las PyMEs no acceden a créditos a través del sistema financiero tradicional, se encuentra que existen semejanzas entre los países de Latinoamérica (Ferraro 2011). Una de las principales razones para que las PyMEs no acudan al crédito bancario es por las altas tasas de interés que estas entidades cobran por el servicio de la deuda. En Argentina por ejemplo, según encuestas del mapa PyME, las altas tasas de interés fueron la segunda razón principal por lo que las PyMEs no acceden a crédito bancario.

La evolución de las tasas de interés otorgada por las entidades bancarias en América Latina y en especial en Colombia y Argentina, permite identificar de alguna manera que tan costoso puede ser acceder al crédito bancario. En Colombia se observa una disminución en la tasa de interés ofrecida por entidades bancarias a partir del año 2002 al 2010 correlacionada también por la disminución en la tasa de inflación correspondiente al periodo anteriormente nombrado.

Cabe resaltar también, que en Colombia la brecha entre las tasas de interés ofrecida a las PyME y las tasas ofrecidas a las grandes empresas, si bien existe una clara correlación y una tendencia bajista en esta, llama la atención los más de 600 puntos básicos de diferencia entre lo que ofrecen los bancos a las grandes empresas y lo que estos ofrecen a las PyMEs. Es interesante también, observar la reducción clara en las tasas para los dos tipos de empresas en este rango de tiempo pues para el 2002 el promedio de las tasas para las pequeñas empresas era de 27,5% para el año 2010 este llega a 14,8%.

Gráfica 7-9. Tasa de interés de las entidades otorgada por entidades bancarias a empresas grandes y PyMEs durante el periodo 2002 – 2010 en Colombia



Fuente: El financiamiento a las PyMEs en América Latina, CEPAL 2011.

Podemos identificar, por ejemplo, que en el sector industrial de las PyMEs el sistema bancario ofrece tasas equivalentes a la DTF⁵³ + 8%, cabe aclarar que esta tasa es aplicada a cerca del 80% de las empresas pequeñas y al 88% de las empresas medianas que solicitan créditos bancarios en Colombia (CEPAL 2011).

En Colombia, el gobierno nacional ofrece apoyo financiero a las pequeñas y medianas empresas por intermedio de Bancoldex y el Fondo Nacional de Garantías, estos créditos llegan a las PyMEs a través de intermediarios financieros como los bancos con el fin de mitigar algunas necesidades tales como la capitalización de las empresas, la modificación de la estructura de endeudamiento, atención de gastos y costos operativos, inversión en propiedad planta y equipo.

53 DTF: Es una tasa de interés calculada como un promedio ponderado semanal por monto, de las tasas de captación de depósitos a término (CDT) a 90 días, pagada por los bancos y entidades financieras. La DTF es calculada por el Banco de la República con la información provista por la Superintendencia Financiera hasta el día anterior. El promedio de la DTF para el año 2014 fue de 4,02%.

El siguiente cuadro, muestra cuales son las tasas de interés que el gobierno ofrece a través de Bancoldex y el fondo nacional de garantías a los intermediarios financieros, en este caso los bancos y las compañías de financiamiento, observamos que estas tasas oscilan entre el 7,32% y el 8,52% teniendo en cuenta un promedio de la DTF del 4,02%. Sobre estas tasas, los intermediarios financieros ofrecen créditos a largo plazo a las empresas, en promedio, según datos de la Superintendencia Financiera de Colombia los este sobre costo financiero para las PyMEs alcanza el 3,16% EA para los bancos y 4,98% EA para las compañías de financiamiento comercial.

Con esto podemos decir que en promedio las tasas de crédito a largo plazo en Colombia están en un rango del 10% EA al 12.5% EA para las PyMEs.

Cuadro 7-13. Tasas de interés para intermediarios financieros en Colombia a través de Bancoldex y El Fondo Nacional de Garantías.

Monto Máximo	Plazo	Periodo de gracia	Pago de intereses	Abonos a capital	Tasa de redescuento
Hasta el 100% de las necesidades de capital	Hasta 10 años	Hasta 3 años	MV.	cuotas mensuales, trimestrales o semestrales iguales	El menor plazo hasta 2 años DTF (E.A.) + spread desde 3.3% hasta 3.7%
			TV.		El mayor plazo de 5 a 10 años DTF (E.A.) + spread desde 3.7% hasta 4.5%
		Hasta 1 año	SV		El menor plazo hasta 6 meses LIBOR + spread desde 2.1% hasta 2.2%
					El mayor plazo de 7 a 10 años LIBOR + 3.6%

Fuente: www.amvcolombia.org.co (Elaboracion 2015).

Es importante resaltar que en Colombia el acceso a financiamiento para las pequeñas y medianas empresas a través la bolsa de valores es nulo, es decir, no existe una tasa de referencia para analizar cuál puede ser el costo promedio al que se puede acceder si se utilizara la bolsa de valores como medio de financiación, sin embargo hemos tomado como referencia algunas tasas con las cuales se han negociado bonos corporativos privados en la Bolsa de Valores de Colombia a través del segundo mercado, mercado que actualmente ya se encuentra acondicionado para la entrada de las PyMEs.

El siguiente cuadro nos muestra algunas tasas de bonos corporativos en Colombia de emisiones que se han hecho en el segundo mercado. Podemos observar que las tasas rondan un rango de tasas de 8.34% al 11% con un promedio del IPC de 3,7% para el año 2014. Teniendo en cuenta que en el segundo mercado solo son inversores profesionales los que invierten en este tipo de papeles, el riesgo por invertir en empresas PyME puede no afectar de manera significativa las tasas de interés si se comparan con los papeles de las grandes empresas.

Cuadro 7-14. Bonos corporativos de empresas privadas en Colombia y sus tasas de interés.

Entidad Emisora	Año de Aprobación	Especie	Tasa de interés
Banco Davivienda S.A	2003	Titularización	UVR + 8%
Chivor SA ESP	2005	Bonos ordinarios	IPC + 7,5% EA
Fideicomiso autopista Bogotá – Girardot	2005	Bonos ordinarios	IPC + 7,5% EA
Fideicomiso Cablecentro	2005	Titularización	IPC + 7% EA
Fideicomiso concesión vial los comuneros	2006	Bonos ordinarios	DTF e IPC
Banco de occidente	2006	Bonos ordinarios	8,50%
Banco Colpatría	2011	Bonos ordinarios	8,34%

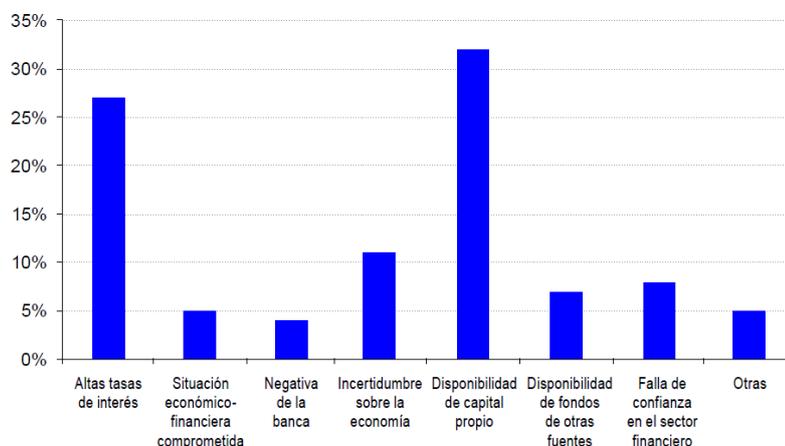
Fuente: Elaboración propia. Tomada de datos superintendencia financiera de Colombia (2015).

En Argentina, el crédito para las PyMEs también es un tema complejo, como en el resto de Latinoamérica, las pequeñas y medianas empresas argentinas tienen mayor dificultad para acceder a crédito a largo plazo de bajo costo. Las PyMEs únicamente reciben únicamente un 20% del stock de crédito bancario (Goldstein 2011).

Cabe resaltar que este bajo stock crediticio ofrecido a las PyMEs puede tener su origen en la posible reticencia de las entidades financieras a canalizar sus recursos sobre las pequeñas empresas o también a la baja demanda que este tipo de empresas presentan sobre créditos bancarios tradicionales debido a la preferencia de otro tipo de financiamiento como por ejemplo el propio.

Si bien el crédito bancario ha sido bajo históricamente debido a algunas razones mencionadas anteriormente, existe una alta aversión por parte de las PyMEs a este tipo de financiamiento, una de las principales razones es el alto costo que este crédito representa, pues las altas tasas de interés son una barrera que impide que las pequeñas y medianas empresas financien sus proyectos con los bancos, cabe resaltar que principalmente estas empresas financian la mayoría de sus proyectos mediante el uso de recursos propios.

Gráfica 7-10. Principales razones por la que las PyMEs no acceden a crédito bancario.



Fuente: Subsecretaría de la pequeña y mediana empresa y desarrollo regional (SEPYME) 2014.

Las altas tasas de interés, reflejan los problemas de opacidad en la información, el alto grado de informalidad de las PyMEs aumenta el riesgo para las entidades de

financiamiento lo que se refleja en altas tasas de interés que buscan cubrir ese riesgo cuando los bancos aceptan otorgar crédito a las PyMEs.

Hoy en día, las PyMEs argentinas reciben mediante los beneficios creados por la ley 25.300 descuentos en las tasas de interés ofrecidas por las entidades bancarias, mediante el Régimen de bonificación de Tasas las PyMEs pueden acceder a financiamiento ya sea para capital de trabajo o inversión.

El gobierno, a través de la secretaria de la pequeña y mediana empresa y desarrollo regional SEPYME adjudica cupos de crédito a entidades financieras a través de licitaciones o convenios específicos, las PyMEs tramitan los créditos en alguno de los bancos participantes de la operatoria y estos otorgan los créditos previo análisis crediticio, en caso de calificar como beneficiarios de estos. Las Pymes acceden a financiamiento con tasas bonificadas.

Cuadro 7-15. Bonificación de tasas para créditos de inversión largo plazo y capital de trabajo mediano plazo a cargo de SEPYME.

DESTINO DE LA OPERACIÓN	TASA BRUTA (1)	BONIFICACION		Garantía SGR Fondo de Garantía/ PyMES radicadas o por radicarse en Parques Industriales	TASA DE INTERÉS QUE PAGA LA PYME	
		Micro o Pequeñas Empresas	Medianas Empresas		Micro/Pequeñas empresas	Medianas Empresas
INVERSIONES / BIENES DE CAPITAL (Plazo 7 años)	16,1%	4%	2,5%	1,0%	11,1%	12,6%
CAPITAL DE TRABAJO (Plazo 3 años)	28,00%				23,00%	24,50%

Fuente: www.industria.gob.ar (2015).

Cabe resaltar que la tasa bruta para créditos que busquen financiar bienes de capital está compuesta por un componente fijo de 8,4% más un componente variable (Badlar privado más 150 bps) y en el caso de créditos para capital de trabajo el cálculo de la tasa bruta sale de Badlar⁵⁴ privado más un spread.

Así, en promedio y con el apoyo de SEPYME, las tasas para PyMEs cuando se trata de crédito para inversión en bienes de capital y plazo promedio de 7 años, oscilan entre el 11,1% y el 12,6%. Por su parte, cuando se trata de créditos para plazos más cortos y dirigidos a capital de trabajo las tasas pueden estar entre el 23% y el 24,5 para las PyMEs.

A diferencia del mercado financiero colombiano, en Argentina, existe un referente de tasas para las PyMEs, pues como se mencionó en líneas anteriores, el país cuenta con PyMEs

54 la tasa BADLAR es la tasa que usa el BCRA para calcular intereses en base a una muestra de tasas que entidades de Capital Federal y Gran Buenos Aires, pagan a los ahorristas por depósitos a plazo fijo de 30 a 35 días y de más de un millón de pesos o dólares. Además de ofrecer valores de referencia para grandes ahorristas, se utilizan para el cálculo de los pagos de renta de los "bonos pagarés" que emite el gobierno nacional. En promedio la tasa Badlar privada para el año 2014 fue de 20.04% <http://www.bcra.gov.ar/pdfs/polmon/infomondiae.pdf>.

listadas en el mercado de valores, así, es posible tomar como referencia algunas tasas a las que las pequeñas y medianas empresas acceden mediante este mecanismo.

Cabe recordar sin embargo, que el crédito bancario es esquivo en muchos casos para las PyMEs, pues las distorsiones que las pequeñas y medianas empresas pueden presentar en la información crean una aversión por parte de los bancos a desembolsar créditos para financiamiento de proyectos. Como bien se dijo, en Argentina existe un fuerte mercado para la negociación de cheques de pago diferido, las tasas mediante este sistema fomentado en la bolsa de valores de Buenos Aires oscilan en promedio entre 21% y 26,50 dependiendo el plazo de negociación.

Es evidente sin embargo, que las tasas ofrecidas por este sistema de financiación son significativamente más elevadas que las ofrecidas por SEPYME a través de los bancos, sin embargo, este es un sistema en donde los empresarios no tienen las barreras que si tienen en los bancos.

Cuadro 7-16. Promedio de tasas para cheques de pago diferido en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires

Tasa de interes anual ponderada por concentracion de montos	Hasta 30	31 - 60	61 - 90	91 - 120	121 - 150	151 - 180	181 - 210	211 - 240	241 - 270	271 - 300	301 - 330	331 - 360
Sistema Avalado	21,80%	23,30%	24,02%	24,54%	25,17%	25,72%	26,06%	26,09%	26,67%	26,80%	26,78%	26,86%
Sistema Patrociando			35,00%	38,33%	41,50%							

Fuente: Bolsa de comercio de Buenos Aires (2015).

En Argentina, a diferencia de Colombia, si existen emisiones de PyMEs en el mercado de valores, más específicamente, existen emisiones de obligaciones negociables que funcionan como alternativa crediticia para las PyMEs que contemplan otras opciones tales como los fideicomisos financieros y los cheques de pago diferido. En el año 2012 por ejemplo, la empresa PyME “Percomin IC S.A” ofreció obligaciones negociables en el mercado bursátil argentino con una tasa de interés variable que se compuso de la suma de: i) la tasa de interés de referencia, donde esta se calculó como el promedio aritmético simple de la tasa de interés para depósitos a largo plazo de más de \$1.000.000, ii) más el margen de corte comprendido entre 200 y 400 bps. Esta tasa de interés tenía un límite máximo del 20% nominal anual devengado desde la fecha de emisión para esta colocación.

Cuadro 7-17. Obligaciones negociables en segundo mercado argentino, tasas de interés de referencia en el mercado de valores para PyMEs Argentinas periodo 2013 - 2015

Empresa emisora	Año de aprobación	Especie	Monto	Tasa de interes	Tasa de referencia
Savant Pharma S.A	2013	Obligacion negociable	\$ 7.500.000,00	Tasa de referencia + un margen de corte. La tasa minima sera del 14% y a maxima no podra pasar el 24% nominal anual	Promedio aritmetico de las tasasa badlar privadas
Petropack S.A	2007	Obligacion negociable	USD \$1.250.000	7,50%	
Ebucar S.A	2014	Obligacion negociable	\$ 15.000.000,00	Tasa de referencia + un diferencial de tasa a licitar. Esta tasa nunca sera inferior al 20% ni superior al 33% anual	promedio aritmetico simple de las tasas de interes para depositos a plazo fijo de mas de un millon de pesos. Tasa Badlar privada
Plasticos Dise S.A	2013	Obligacion negociable	\$ 9.000.000,00	tasa de referencia + margen de corte	promedio aritmetico simple de las tasas de interes para depositos a plazo fijo de mas de un millon de pesos. Tasa Badlar privada
Actual S.A	2013	Obligacion negociable	\$ 5.000.000,00	Tasa badlar + 600 bps con un minimo de 20% nominal anual y un maximo del 28% nominal anual	promedio aritmetico simple de las tasas de interes para depositos a plazo fijo de mas de un millon de pesos. Tasa Badlar privada
Centro Card S.A	2014	Obligacion negociable	\$ 6.000.000,00	Tasa badlar + 600 bps con un minimo de 20% nominal anual y un maximo del 28% nominal anual	promedio aritmetico simple de las tasas de interes para depositos a plazo fijo de mas de un millon de pesos. Tasa Badlar privada
Tinuviel S.A	2014	Obligacion negociable	\$ 10.000.000,00	Tasa badlar + 500 bps con un minimo de 23% anual y un maximo de 37% anual	promedio aritmetico simple de las tasas de interes para depositos a plazo fijo de mas de un millon de pesos. Tasa Badlar privada
Laboratorios Pretty S.	2014	Obligacion negociable	\$ 13.750.000,00	Tasa de referencia + un diferencial de tasa a licitarse durante el periodo de colocacion. Con un minimo de 22% nominal anual y un maximo de 35% Nominal anual.	promedio aritmetico simple de las tasas de interes para depositos a plazo fijo de mas de un millon de pesos. Tasa Badlar privada
Sion S.A	2014	Obligacion negociable	\$ 4.250.000,00	Tasa de referencia + diferencia de tasa a licitar. La tasa de interes sera minimo 18% y maximo 34% nominal anual	promedio aritmetico simple de las tasas de interes para depositos a plazo fijo de mas de un millon de pesos. Tasa Badlar privada
Montever S.A	2014	Obligacion negociable	\$ 15.000.000,00	Tasas de referencia + diferencial de tasa a licitar. La tasa de interes nunca sera inferior al 15% nominal anual ni superior al 35% nominal anual	promedio aritmetico simple de las tasas de interes para depositos a plazo fijo de mas de un millon de pesos. Tasa Badlar privada
Cosas nuestras S.A	2014	Obligacion negociable	\$ 9.050.000,00	Tasa badlar privada + margen aplicable. En ningun caso la tasa sera inferior al 17% ni superior al 33%	Margen aplicable se determina al termino del periodo de licitacion
Construir S.A	2014	Obligacion negociable	\$ 11.000.000,00	Tasa badlar + Margen diferencial, con un minimo de 23% nominal anual y un maximo de 35% nominal anual	promedio aritmetico simple de las tasas de interes para depositos a plazo fijo de mas de un millon de pesos. Tasa Badlar privada

Fuente: Elaboración propia con datos de la bolsa de comercio de Buenos Aires (2015).

Como se muestra en el cuadro anterior, la posibilidad de ofrecer deuda en el mercado de capitales es un hecho en Argentina. Según la bolsa de comercio de Buenos Aires, las PyMEs argentinas emitieron en el año 2013 U\$ 31.000.000, mientras que en el año 2014 las emisiones fueron de U\$13.000.000.

Existe una peculiar coincidencia a la hora de determinar las tasas de interés para los bonos corporativos de las PyMEs argentinas, en su gran mayoría, las empresas emisoras toman una tasa de interés de referencia más un diferencial de tasa que se licita al final del periodo de colocación o un margen de corte, cabe resaltar que los bonos licitados en periodo 2013 – 2014 ofrecen tasas mínimas desde 14% nominal anual hasta 37% nominal anual dependiendo de cómo se encuentre la tasa badlar.

Haciendo una comparación entre las tasas de interés en Argentina y Colombia, se puede evidenciar que en Colombia las tasas de interés son significativamente más bajas, esto tiene su fundamento en variables como la inflación, pues la economía argentina viene con una inflación promedio para el año 2014 de 23.9% mientras que para Colombia la inflación fue para el año 2014 de 3,66%.

La relación entre tasa de interés e inflación se refleja en la ecuación $R = (r + h)$, donde R es la tasa nominal, r es la tasa real y h es la inflación, esta relación a menudo se denomina el efecto Fisher (Ross, Westerfield & Jordan 2010), y lo que nos quiere decir es que la tasa nominal tiene dos componentes, así la tasa nominal es igual a la tasa real más la tasa de inflación. Dicho esto, se explica entonces la razón por la que las tasas de acceso a financiamiento para las PyMEs en Colombia son sustancialmente más bajas que las de Argentina.

7.2.4. Acciones y bonos

Como elemento principal de esta investigación, las acciones y los bonos cumplen la función de servir de alternativas de financiamiento para las pequeñas y medianas empresas en Argentina y Colombia. Estos instrumentos, proveen a las PyMEs y a las empresas en general de recursos financieros para la consecución y ejecución de proyectos a largo plazo o bien pueden suplir necesidades de capital de trabajo.

Como herramienta de financiamiento, las acciones en Colombia y Argentina hasta el momento, no logran marcar una diferencia significativa o más bien, no logran ser una opción realista para suplir las necesidades crediticias de las PyMEs, por el contrario las obligaciones negociables o bonos, por lo menos en Argentina, han resultado ser útiles para la obtención de recursos financieros encaminados a la ejecución de proyectos productivos.

La emisión de acciones de las PyMEs en general se ve afectada por diferentes factores, incluso, diferente a variables tan importantes como mejoras en la tasa de interés comparadas con el sistema bancario tradicional. La aversión de los empresarios PyME a emitir capital por miedo a perder el control de sus empresas pesa de manera significativa a la hora de analizar la venta de capital como opción de financiamiento.

Es importante resaltar los beneficios de la emisión de acciones para aquellas compañías en proceso de crecimiento, por ejemplo uno de los beneficios más importantes es el de conseguir financiamiento a tasas de interés más atractivas que las que ofrece el sector bancario, la emisión de acciones sirve como medio de financiamiento sin aumentar el endeudamiento, por otra parte mejora la imagen de la empresa ante los inversionistas y ante el mercado ya que las empresas que emiten papeles tienen la obligación de acogerse a los principios de buen gobierno o gobierno corporativo, al cotizar en bolsa, el flujo de caja y el flujo operativo es mayor porque siempre hay compra y venta de acciones entre otros beneficios.

Desde el punto de vista financiero, y como objetivo principal del administrador financiero está el incremento de valor de la empresa, en otras palabras la meta es maximizar el valor económico de la compañía, la decisión de abrir el capital en los mercados financieros debe ir acompañada de una estrategia financiera de largo plazo acorde con los planes de crecimiento de quien haga la emisión, así el financiamiento obtenido por este medio potencia el crecimiento de la empresa lo que a su vez incrementa el valor de esta. Además, la emisión de acciones puede mejorar los ratios de deuda/capital a fin de lograr una estructura de financiamiento adecuada.

Según información de la bolsa de comercio de Buenos Aires, la única empresa PyME que emitió acciones fue la empresa MERANOL S.A.C.I, quien colocó su capital al público inversor emitiendo 2.096.400 acciones con un precio de suscripción de \$10,50 por acción.

Colombia por su parte desde la creación de la Bolsa de Valores de Colombia a la fecha no se ha inscrito ninguna empresa PyME, y esto se debe en gran parte a que en Colombia antes de la creación del decreto 2555 de 2010 la entrada al mercado de capitales ponía condiciones imposibles de alcanzar a las pequeñas empresas, sin embargo, y hasta la fecha aún las PyMEs no emiten acciones a pesar de los grandes beneficios ofrecidos en el decreto anteriormente nombrado.

Otras de las alternativas de financiamiento que tienen las empresas son los bonos corporativos, a lo largo de la historia, los bonos han servido a las empresas como alternativa de financiamiento, los mercados de valores son la plataforma perfecta para su emisión. Los bonos corporativos consisten en documentos o títulos representativos de deuda que sirven para que las empresas consigan dinero para financiar sus proyectos.

Según Stándard & Poor's, las empresas en el mundo entero están prefiriendo fondearse en los mercados de capitales después de la crisis del año 2008 a tal punto que el saldo de bonos a aumentado un 25% en los últimos 5 años, según S&P las empresa han encontrado condiciones más favorables de financiamiento que en los bancos. El mismo informe señala que Latinoamérica representa el 5% de las emisiones de deuda en el mundo.

A pesar del crecimiento significativo de la emisión de bonos en el mundo, cabe resaltar que este instrumento lleva consigo un alto componente de riesgo cuando estos son emitidos por empresas privadas, en contraposición al riesgo implícito de estos documentos agencias como Estándar & Poor's, moody's y fitch ratings califican dichas emisiones a fin de mitigar el riesgo y mantener alerta al inversionista.

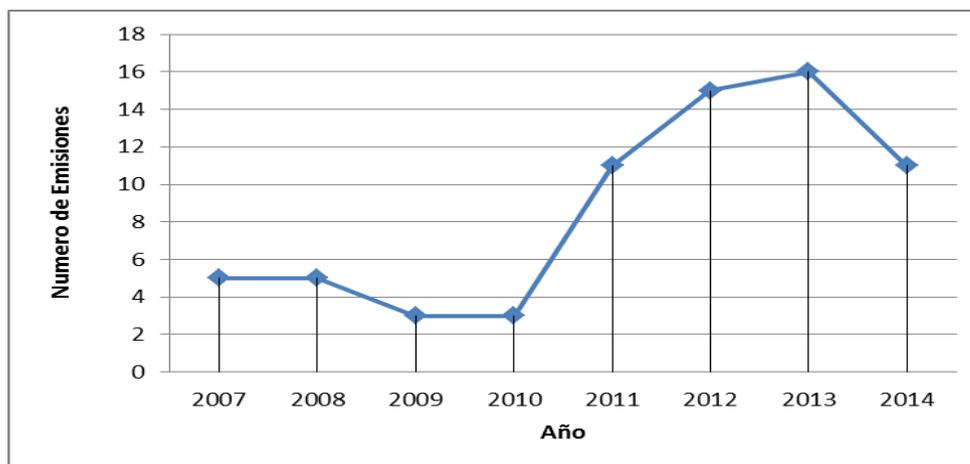
Los bonos resultan ser un excelente medio de financiamiento, pues por lo general, vienen acompañados de tasas de interés menores a las de los créditos bancarios, las diferentes modalidades de negociación que tienen estos instrumentos los convierten en atractivas herramientas para su negociación, por ejemplo, los bonos o también llamados instrumentos de renta fija pueden ser negociados después de su emisión en segundos mercados, en algunos casos y dependiendo la coyuntura los bonos pueden incrementar o reducir su valor nominal. Gracias a esta característica, estos instrumentos financieros suponen una liquidez mucho mayor comparada con la de otros instrumentos del mercado, esto para el caso de los inversionistas claro está. Por el lado del emisor, las diferentes condiciones que se pueden pactar en la emisión de bonos pueden de muchas maneras beneficiar al emisor, por ejemplo en un contrato de emisión se puede pactar una cláusula de redención⁵⁵, esto puede otorgar a la empresa emisora la recompra de su deuda cuando las tasas de interés estén por debajo de la tasa de negociación inicial lo que permitirá a la empresa emitir nueva deuda con tasas de interés mucho más favorables.

La emisión de bonos en Latinoamérica y específicamente la emisión de bonos para Pymes no ha resultado hasta el momento tan atractiva para este tipo de empresas, hasta el momento algunos países referentes en américa latina no cuentan con PyMEs en el mercado de valores, sin embargo en países como México, Brasil Colombia y Chile se están haciendo grandes esfuerzos para que este tipo de empresas emitan deuda en mercados financieros.

⁵⁵ Cláusula de redención: Convenio que otorga a la corporación que emite el título valor la opción de recomprar el bono a un precio especificado antes de su vencimiento.

Existe sin embargo una excepción en Latinoamérica que abre las puertas a la entrada de PyMEs a la emisión de deuda, esta excepción es Argentina donde a la fecha se han realizado 69 emisiones de obligaciones negociables desde el 2007, postulando así a este país como el único donde las emisiones han sido constantes y sostenibles durante los últimos 7 años.

Gráfica 7-11. Emisión de Obligaciones negociables y bonos en Argentina durante el periodo comprendido 2007 -2014



Fuente: Elaboración propia con base en datos de la Bolsa de comercio de Buenos Aires (2015)

El gráfico anterior muestra la evolución que ha tenido la emisión de obligaciones negociables o bonos en el mercado de valores Argentino, se observa que durante los primeros cuatro años no se hicieron más de cinco emisiones por año, sin embargo a partir del año 2010 esta situación cambia drásticamente pues después de este año se superan las 10 emisiones por año.

Es importante resaltar el riesgo implícito que las obligaciones negociables conllevan, sobre todo cuando se trata de títulos de deuda emitidos por empresas PyME. La regulación en Colombia y Argentina es clara en cuanto al mercado donde se deben negociar este tipo de documentos, este es el segundo mercado. La ley en los dos países exige que los bonos se negocien en segundos mercados donde quienes invierten tienen que ser inversionistas profesionales y deben tener los conocimientos técnicos que mitigan el riesgo a la hora de la compra, de igual manera, es de suma importancia que existan agencias calificadoras de riesgo que emitan conceptos sobre el tipo y la calidad de la deuda que se emite, de esta manera este tipo de financiamiento será sostenible para las dos partes (Emisores e Inversionistas) durante el largo plazo.

7.2.5. Fideicomisos financieros y Cheques de pago diferido

Además de los bonos y las acciones como alternativa de financiamiento para las PyMEs, encontramos en el mercado financiero otro tipo de instrumentos que permiten a las empresas financiar sus proyectos que sirven de ayuda cuando se piensa en apalancarse para buscar crecimiento.

El fideicomiso financiero es una alternativa de financiamiento que tienen las empresas y una opción de inversión en el mercado de capitales, este es un mecanismo que permite la conversión de activos ilíquidos a activos líquidos a través de la emisión de valores negociables en este caso valores fiduciarios. La emisión de valores fiduciarios implica la

separación de un número determinado de activos con cuyo rendimiento se atenderá el servicio financiero de los valores negociables emitidos, constituyendo a su vez estos activos la garantía del cumplimiento de las obligaciones emitidas lo que se traduce en securitización.

Securitizar una obligación es representarla con un título, y este es el procedimiento que se realiza en el fideicomiso financiero, de manera más clara, la securitización es un proceso a través del cual los bancos y otras entidades financieras venden o financian activos ilíquidos y con un flujo de fondos predecible transformándolos en instrumentos (títulos valor o securities) del mercado de capitales con mayor liquidez y menor riesgo.

Los fideicomisos financieros van de la mano de un activo subyacente, un activo subyacente es un activo que el fiduciante le transfiere al fiduciario para constituir el fideicomiso, podemos decir que los activos securitizables para construir un fideicomiso financiero pueden ser: i) los préstamos personales, ii) los préstamos de consumo, iii) las tarjetas de crédito, iv) las cuentas por cobrar, v) las hipotecas.

Algunos de los beneficios del fideicomiso financiero se ven en la disminución en el costo de financiamiento, la liquidez inmediata que se refleja en la ganancia inmediata de flujos de fondos futuros, la disminución del riesgo entre otros beneficios. Vale la pena resaltar, que el fideicomiso financiero es un gran instrumento para financiarse sobre todo para financiar capital de trabajo sin que las empresas tomen deuda tradicional, de igual manera sirve para financiar proyectos de inversión y refinanciamiento de pasivos.

En Argentina, el fideicomiso financiero tomó gran impulso después de la crisis del 2001, por ejemplo los fideicomisos de crédito de consumo se mostraron como una de las alternativas más seguras de inversión durante esta época ya que el respaldo del flujo secularizado permitió aislar el riesgo de la compañía y evitar el default (Mosqueira 2009).

Durante la crisis del año 2001 las PyMEs Argentinas tenían muchos problemas para conseguir crédito bancario, fue entonces cuando estas empresas encontraron en el mercado de valores la figura de fideicomiso financiero la cual se convirtió en un canal alternativo de financiamiento.

El mercado de capitales Argentino ha sido el gran facilitador del desarrollo de esta herramienta (fideicomiso financiero) para las PyMEs, no es un secreto que si bien las pequeñas y medianas empresas tienen diferentes opciones en este país para conseguir financiamiento en este mercado, son los propietarios de las empresas quienes ven la apertura de su capital como un problema ya que se tiene la percepción que se pierde el control de la compañía (en el caso de la emisión de acciones) por lo que el fideicomiso financiero se ha postulado como una gran opción de financiamiento en el mercado de valores.

Resaltamos que la Comisión Nacional de Valores y la Bolsa de Comercio de Buenos Aires incorporaron una serie de normas que facilitaron el acceso a las PyMEs al mercado de valores después de la crisis, esto con el fin de asesorar a este tipo de empresas en cuáles serían las alternativas de financiamiento más favorables entre emisión de acciones, la emisión de obligaciones negociables para PyMEs, los cheques de pago diferido y los fideicomisos financieros.

Por su parte en Colombia el fideicomiso financiero o Titularización como se conoce en este país, se basa en la titularización de cartera hipotecaria, si bien este instrumento es utilizado por las grandes empresas del país, no existe evidencia a la fecha de las PyMEs hayan acudido a esta herramienta de financiamiento.

Una encuesta⁵⁶ realizada a empresas colombianas en el año 2013 refleja que la mayoría de los empresarios PyME no conocían la titularización o el fideicomiso financiero como mecanismo de financiamiento, sin embargo al analizar las entrevistas, según la encuesta, la gran mayoría de los entrevistados no ven esta herramienta de financiación como una opción viable por lo menos en el corto plazo debido al desconocimiento que se tiene sobre esta. Según esta encuesta, son muy pocas las PyMEs que en Colombia están dispuestas a dispuestas a utilizar el fideicomiso financiero como opción de financiamiento.

En Colombia, la titularización o fideicomiso financiero está regulado por el decreto 2555 de 2010, en el cual se recogen y se expiden las normas en materia del sector financiero, asegurador y del mercado de valores.

Otra de las alternativas de financiamiento que tienen las PyMEs se denomina Cheque de pago diferido. Esta herramienta se define como una orden de pago librada a una fecha determinada, en la cual el librador a la fecha del vencimiento debe tener fondos suficientes a su orden en cuenta corriente o autorización para girar en descubierto o en sobregiro.

El Cheque de pago diferido es una figura creada en Latinoamérica, de esta manera, fue en Uruguay donde se emitió la primera norma sobre cheques de pago diferido en el año de 1975 mediante el decreto ley 14.412, posteriormente en la República Argentina se emitió la ley 24.452 de 1995 que reglamento el uso de este instrumento. De la misma manera, en Paraguay se aprueba la ley 805 de 1996 que regula y la utilización del cheque de pago diferido, por su parte Perú creo la figura de cheque de pago diferido mediante la ley 27.287 del 2000.

El CDP cumple la función de instrumento de financiamiento ya que su naturaleza así lo define, la negociación de este título en mercados financieros se vienen postulando como una gran oportunidad para financiar proyectos, en especial para las PyMEs de países en donde existe un marco jurídico que avala su negociación, en este caso más concreto Argentina.

En América latina, y hablando de este instrumento en términos de mercado financiero, no existe mucho conocimiento sobre los beneficios del CDP, sin embargo, es en Argentina donde esta herramienta ha sido muy bien recibida como mecanismo para financiar proyectos de corto plazo (360 días).

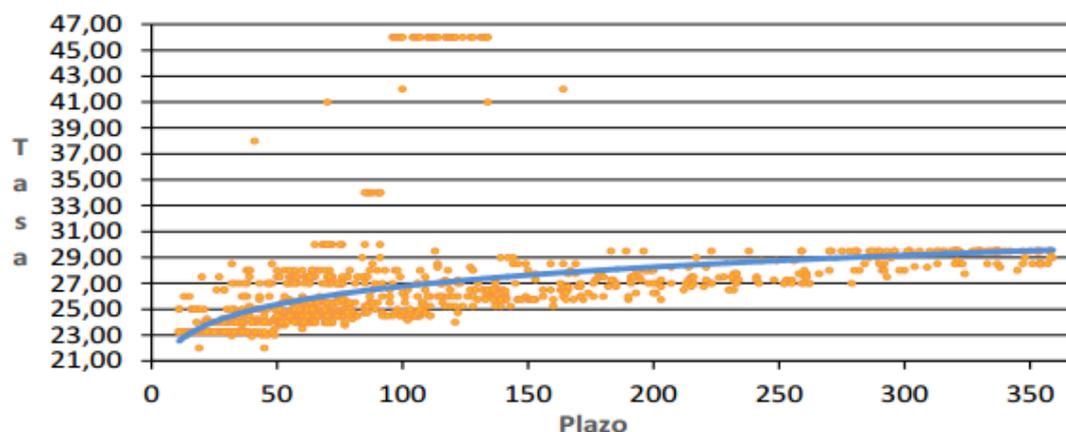
La bolsa de comercio de Buenos Aires define a los CDP como un sistema de descuento de cheques de pago diferido, que en el mercado de capitales, permite a quien tiene cheques a cobrar en un futuro (por un plazo máximo de 360 días) adelantar sus cobros negociándolos en la bolsa de valores, y a quien posee fondos líquidos, comprar estos cheques a cambio de tasas de interés futuras.

56 La titularización en el mercado PyME colombiano, Correa Alexandra, Garcia Natalia 2013. <http://bdigital.uao.edu.co/bitstream/10614/5832/1/T03845.pdf>

La reglamentación Argentina, y en especial la creada por la Bolsa de Comercio de Buenos Aires permite la transacción de los CDP a través de tres sistemas de negociación: i) Sistema patrocinado, donde una empresa es autorizada por la BCBA para emitir cheques de pago diferido negociables en el mercado de capitales, ii) Sistema avalado, donde las pequeñas y medianas empresas o personas físicas pueden negociar cheques propios o de terceros (clientes) a través de una sociedad de garantía recíproca (SGR) que, autorizada por la bolsa, puede cotizar cheques que tengan como beneficiarios a sus socios pymes y garantizar el pago mediante un aval, iii) El sistema de cheques endosados, donde las sociedades cotizantes de acciones en la bolsa pueden negociar los cheques de sus clientes en el mercado.

Cabe resaltar, que el CDP puede ser una herramienta muy útil para obtener financiamiento, sin embargo tiene una gran limitante, el plazo, por lo general, estos cheques cubren necesidades de financiamiento de muy corto plazo (un año como mucho). La gran dificultad de esta situación, se da porque debido al corto plazo que tienen las empresas para cubrir sus cheques diferidos, los recursos obtenidos no alcanzan o no se pueden comprometer para la ejecución de proyectos de largo plazo, por lo que a pesar de que se pueden cotizar en Bolsa y las PyMEs se pueden beneficiar de su negociación en estos mercados no son la herramienta óptima para generar crecimiento sustentable y sostenible en este tipo de empresas a través del tiempo.

Gráfica 7-12. Tasas de Cheques de pago diferido negociados en Bolsa de Comercio de Buenos Aires 2014 - 2015



Fuente: Bolsa de comercio de Buenos Aires <http://www.bcba.sba.com> (2015).

7.3. Estructura y funcionamiento del mercado de capitales, diferencias y similitudes entre el mercado colombiano y el mercado argentino.

Para que la entrada de las PyMEs al mercado de valores sea sostenible en el tiempo, es necesario que las bolsas de valores donde estas operen se encuentren acondicionadas tanto estructural como tecnológicamente a fin de que este tipo de empresas optimicen los beneficios producto de su entrada al mercado bursátil.

Como se ha venido planteando en esta investigación, la entrada de PyMEs al mercado de valores permite a las empresas conseguir recursos a costos menores que en el mercado tradicional (entidades bancarias) ya sea a través de diferentes instrumentos como venta de acciones, obligaciones negociables (bonos), e instrumentos nuevos que se han abierto campo en el mercado como los fideicomisos financieros y los cheques de pago diferido.

La estructura de los mercados bursátiles y cómo estos se acondicionan para que las PyMEs operen en ellos son variables fundamentales para que este tipo de empresas vean en esta una opción verdadera de financiamiento. Las bolsas de valores de cada país deben tener la infraestructura física, tecnológica y legal perfectamente adecuada para que inversores y emisores transen negociaciones bursátiles adecuadamente.

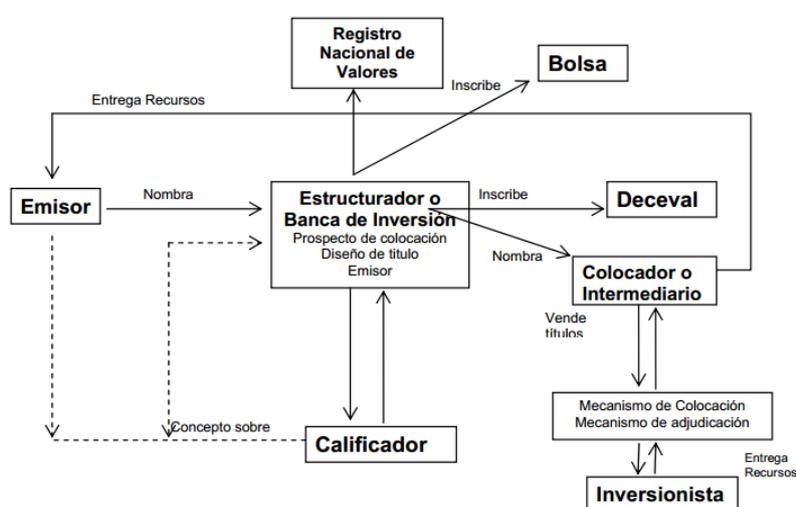
Estructura del mercado de capitales colombiano.

En el caso colombiano la estructura del mercado de capitales divide en dos, intermediario y mercado no intermediario de acuerdo con el tipo de instrumento o institución que se utilice. El mercado intermediario es aquel donde la transferencia de ahorro a la inversión se hace por medio de intermediarios como bancos, por otra parte el mercado no intermediario en Colombia es aquel donde la transferencia del ahorro a la inversión se hace directamente a través de instrumentos. Actualmente existen cuatro tipos de instrumentos:

- Instrumentos de Renta Fija
- Instrumentos de Renta Variable
- Derivados
- Otros instrumentos de contacto directo entre oferentes y demandantes de recursos.

La estructura del mercado de valores colombiano viene compuesta por dos tipos de mercados: i) Mercado Primario y ii) Mercado secundario. En el mercado primario se transan las primeras negociaciones o primeras colocaciones de títulos valores que hace el emisor en el mercado, mientras que en el secundario se realizan transacciones de activos ya colocados en el mercado primario. Es aquí donde en Colombia las PyMEs tienen la posibilidad de negociar sus títulos debido a las características propias del segundo mercado.

Gráfica 7-13. Organismos que participan el mercado de valores Colombiano.



Fuente: www.bcr.com.co (2015).

La emisión de un título valor requiere la intermediación de diferentes agentes los cuales ejecutan diferentes procesos para que la emisión llegue a manos del inversor y los recursos

de este lleguen a las empresas y entidades que emiten títulos. Entre algunos de estos agentes tenemos:

Emisores de Valores: Son las entidades que emiten los títulos a través de sociedades comisionistas de bolsa, las entidades emisoras pueden ser empresas privadas o entidades del estado.

Estructurador o banca de inversión: Es la entidad que se encarga de realizar la oferta. En Colombia son estructuradores las fiduciarias, las corporaciones financieras, las comisionistas de valores, estas son las que elaboran los prospectos de colocación, los análisis técnicos, financieros y legales requeridos en el proceso.

Inversionistas: Personas naturales y jurídicas que disponen de recursos y optan por comprar y vender títulos en busca de rentabilidad.

Colocador – Intermediarios en el mercado de valores: Son aquellas entidades que realizan operaciones que tengan por finalidad el acercamiento entre demandantes y oferentes entre estos podemos encontrar entidades como sociedades comisionistas de bolsa.

Superintendencia de Valores: Entidad del estado que tiene como objetivo organizar, regular y promover el mercado público de valores. Protege los intereses de los inversionistas.

Calificadoras de valores: Son entidades especializadas en el estudio del riesgo, estas entidades emiten opiniones sobre la calidad crediticia del emisor en el caso de los títulos representativos de deuda. A la fecha, en Colombia existen solo tres calificadoras de Riesgo: i) Duff and Phelps de Colombia S.A ii) BRC investor services S.A iii) Value and Risk Rating S.A.

Registro Nacional de Valores e Intermediarios (RNVI): Es el organismo donde el emisor debe inscribirse para poder operar en bolsa de valores.

Estructura del mercado de capitales argentino.

La principal entidad dentro de la estructura del mercado de valores en Argentina es la Comisión Nacional de Valores, quien como se mencionó en líneas anteriores es la entidad encargada de administrar el régimen de oferta pública régimen que es establecido por la ley 17.811. La CNV fiscaliza las bolsas y los mercados de valores, mercados de futuros y acciones, cajas de valores, fondos comunes de inversión y mercados extra bursátiles.

Otro de los componentes de la estructura del mercado de capitales argentino son las Bolsas de Comercio, estas son las entidades que autorizan, suspenden y cancelan la cotización, además, controlan que quienes coticen en bolsa cumplan con las disposiciones legales y reglamentarias relativas a la cotización. Las bolsas de Comercio dictan normas y medidas necesarias para asegurar la veracidad de los estados financieros entre otras funciones.

La estructura del mercado de valores (MERVAL) en Argentina, también está compuesta por los mercados de valores que son quienes autorizan a los intermediarios bursátiles y

extra bursátiles para operar con esos valores negociables, el mercado de valores capacita y toma exámenes de idoneidad a los agentes de bolsa, liquida y garantiza las operaciones y a su vez regula y fiscaliza las actividades de los agentes y sociedades de bolsa.

Además de los organismos mencionados anteriormente, la estructura del mercado de capitales argentino se compone de cajas de valores y agentes de sociedades de bolsa, las primeras administran el sistema de depósito colectivo de valores, son agentes de recibo de valores y agentes de cobro, pago de dividendos y rentas amortizables; los segundos perfeccionan los negocios jurídicos con títulos valores actuando en nombre propio por cuenta de terceros.

Además de las entidades anteriormente nombradas, existen como complemento de la estructura del mercado de valores otros actores como lo son los administradores fiduciarios, las calificadoras de Riesgo y las sociedades de garantía recíproca, estas últimas como garantes para las PyMEs en los mercados financieros. Las calificadoras de riesgo evalúan la calidad de los activos y les da un ranking de acuerdo a la probabilidad de incumplimiento simplificando así la tarea a los inversionistas. En Argentina existen cuatro calificadoras de riesgo, estas son Estándar & Poors internacional rating, Fitch Argentina calificadora de riesgo S.A, Moody's Latin America calificadora de riesgo S.A y Evaluadora latinoamericana S.A Calificadora de Riesgo.

Si bien se puede decir que el mercado de capitales argentino en cuanto a acondicionamiento para la entrada al mercado de PyMEs le lleva una grande ventaja al mercado de capitales colombiano, es claro que en cuanto a estructura, actores que intervienen e instituciones de control, los dos mercados tiene mucha similitud. A continuación observamos algunas similitudes:

Cuadro 7-18. Similitudes en la estructura del mercado de capitales de Argentina y Colombia

Mercado de capitales colombiano	Mercado de capitales argentino
El estado participa en la estructura del mercado de capitales colombiano a través de la Superintendencia Financiera como ente de control en las operaciones en beneficio de los inversionistas.	El estado participa en la estructura del mercado de capitales argentino a través de la Comisión Nacional de Valores como ente de control en las operaciones en beneficio de los inversionistas.
Los emisores de valores son las entidades que emiten los títulos, estas pueden ser empresas privadas o públicas.	Los emisores de valores son las entidades que emiten los títulos, estas pueden ser empresas privadas o públicas.
En el mercado de capitales colombiano, los intermediarios del mercado de valores o comisionistas de bolsa son los encargados del acercamiento entre oferentes y demandantes.	En Argentina existen las sociedades y/o agentes de bolsa , estos son los articuladores entre la parte inversora y la empresa que emita, en nuestro caso la PyME, también elaboran los prospectos de emisión.
Los inversionistas son parte de la estructura del mercado de capitales colombiano.	Los inversionistas son parte de la estructura del mercado de capitales colombiano.
Las calificadoras de riesgo son parte fundamental en la estructura del mercado de capitales colombiano, existen tres entidades de este tipo.	Las calificadoras de riesgo son parte fundamental en la estructura del mercado de capitales argentino, existen cuatro entidades de este tipo.

Fuente: Elaboración propia 2015.

Vale la pena subrayar, que en la mayoría de los mercados de capitales del mundo, la bolsa y el mercado de valores conforman una sola institución generalmente denominada bolsa de valores, en el sistema bursátil argentino, son dos instituciones distintas cada una con roles y funciones específicos, por ejemplo, la BCBA es la entidad encargada de establecer los requisitos de cotización, autorizar y suspender las cotizaciones, mientras que el Merval cumple un rol más operativo pues es aquí donde se realiza la negociación de los títulos, el Merval determina qué tipo de operaciones pueden realizar los agentes y sociedades de bolsa.

En esencia, en Argentina y Colombia existe una estructura del mercado muy similar, sin embargo, es importante resaltar para fines de esta investigación, que el mercado de capitales colombiano todavía no tiene experiencia en la emisión de acciones y bonos de empresas PyME, ventaja si muy amplia que le lleva el mercado de capitales argentino donde existen antecedentes de emisión de acciones de PyMEs y hay registro actual de emisiones de bonos y obligaciones negociables.

7.3.1. Barreras que dificultan la salida al mercado de capitales.

La regulación y fiscalización en el mercado de capitales, son sin duda las herramientas más eficaces para combatir el fraude en los mercados bursátiles, los estados, crean instituciones que ejecutan prácticas de control sobre todos los movimientos de las bolsas de valores, esto, debido a la gran importancia y la alta sensibilidad al riesgo que consigo llevan las operaciones de oferta y demanda de títulos valores en este tipo de mercados. Los países, a través de leyes estipulan los mecanismos de control y vigilancia sobre las empresas que emiten valores a fin de que quien invierta en estos no corra riesgos que alteren el equilibrio en el mercado y generen pánico financiero.

La entrada al mercado de capitales como alternativa de financiamiento aumenta las opciones de escogencia de la tasa de interés, es decir genera la posibilidad de escoger el costo de financiarse entre los diferentes mercados ya sean financieros o bursátiles, sin embargo, la cotización en un mercado bursátil no sólo ofrece la posibilidad de obtener financiación. La decisión de cotizar puede favorecer, además, la resolución de determinados problemas, entre otros facilitar la continuidad al negocio mediante reestructuraciones del accionariado, proporcionar alternativas de desinversión a socios temporales o inducir mejoras en la gestión de la empresa mediante el establecimiento del mercado como elemento de referencia. Una razón frecuentemente aducida por las empresas que deciden cotizar en bolsa es, también, la visibilidad que alcanzan ante sus clientes, proveedores y financiadores potenciales, así como el plus de reputación que obtienen por sujetarse a las reglas de transparencia y conducta exigidas por la regulación (Arce & López 2011).

A pesar de los beneficios que tienen las PyMEs mencionados anteriormente, existen un sinnúmero de barreras que dificultan y traban su acceso a este tipo de mercados, los grandes riesgos inherentes a las PyMEs en ocasiones ahuyentan a los inversores debido a las pocas garantías que estos tienen de mantener segura su inversión. Los gobiernos en algunos países a través de beneficios fiscales buscan incentivar la inversión en pequeñas y medianas empresas, sin embargo, la asimetría en la información proporcionada por las PyMEs a sus potenciales inversores genera una barrera que dificulta constantemente la recepción de inversionistas para sacar adelante proyectos de inversión.

Por ejemplo, en Europa, ocho países (Bélgica, Francia, Italia, Irlanda, Alemania, Luxemburgo, Portugal y Reino Unido) mantuvieron durante el 2010 incentivos fiscales destinados a inversores que incentivarán las PyMEs a través de la inversión de recursos. En Reino Unido por ejemplo, uno de los incentivos ofrecidos por el gobierno consistía en una deducción del 30% de la inversión en la cuota del impuesto sobre la renta, bajo la condición que las inversiones en las PyMEs se deberían mantener como mínimo durante tres años.

Las dificultades para salir al mercado de valores no solo pueden definirse como barreras de tipo económico, también existen barreras culturales y prejuicios sobre la participación en la bolsa de valores, es decir, existe poca familiaridad entre los empresarios dueños de las PyMEs sobre las ventajas de entrar a operar en los mercados de valores lo que hace que estos sean reacios a cotizar en bolsa, de igual manera, diversos estudios demuestran que existe una aversión a entrar a la bolsa de valores debido al miedo que tienen los propietarios de perder el control de las compañías.

Por otra parte están las barreras de tipo económico donde existen diferentes variables que hacen que quien esté pensando en abrir capital o emitir deuda lo piense dos veces. Una de las grandes dificultades para entrar a la bolsa de valores es el alto costo que implica una emisión, esto es, gastos en intermediarios financieros, comisionistas o agentes de bolsa, derechos de inscripción, honorarios, contratos con calificadoras de riesgo etc. Los costos implícitos de una emisión en bolsas de valores alejan a los empresarios PyME que buscan alternativas de financiamiento, si bien las tasas de financiamiento en bolsa pueden ser susceptiblemente mejores que las que ofrecen los bancos, los altos costos de la emisión pueden dilapidar esta opción aun cuando las tasas de interés y el costo de capital sea más atractivo en el mercado de valores.

Bajo esta premisa, los gobiernos de Argentina y Colombia han venido ayudando y estimulando la entrada de las PyMEs al mercado de valores a través de la disminución en los costos de emisión y requisitos para entrar a la bolsa mediante la creación de leyes y decretos. El apoyo oficial juega un papel positivo para facilitar la salida al mercado de valores por parte de las PyMEs (Arce & Lopez 2011), es importante resaltar que en Europa algunos países estimulan el ingreso al mercado de capitales a través de beneficios fiscales para los inversores, sin embargo, por lo menos en Colombia no existen antecedentes que indiquen algún beneficio tributario para quien invierta en una pequeña o mediana empresa.

Como se mencionó en líneas anteriores, la regulación y la fiscalización del mercado juegan un papel fundamental en el desarrollo de este tipo de escenarios, si bien es claro que las operaciones donde intervienen las PyMEs se desarrollan bajo ciertos parámetros de seguridad y por lo general se desarrollan en segundos mercados donde quienes intervienen son inversores profesionales no siempre este tipo de empresas están dispuestas a entregar de manera transparente la información, esto conlleva a un incremento en los riesgos de invertir en este tipo de empresas lo que a fin de cuentas termina siendo un des-estimulador de la entrada al mercado de valores.

7.3.2. Calidad de la información contable y financiera de las pymes en los mercados colombiano y argentino.

La importancia de generar información confiable mediante el uso adecuado de prácticas de buen gobierno, como prácticas contables aceptables, manejo financiero adecuado,

auditorías internas y externas y transparencia, contribuyen enormemente en el crecimiento y beneficio de las organizaciones.

Para que las empresas sean más competitivas, y en especial las PyMEs, se requiere de un esfuerzo de la administración que combine relaciones intersectoriales entre áreas de la empresa como la financiera, la contable, la de auditoría interna a fin de generar información fiable sobre todos los movimientos de la empresa durante un periodo.

La información clara y transparente, no solo soporta la competitividad de las empresas sino que genera mayor eficiencia en la operatividad de la organización. La información contable, es la base para la toma de decisiones, los sistemas de información contables, son sin duda un apoyo fundamental para la gerencia en la medición de la gestión, por medio de la cual la organización hace monitoreo, seguimiento y evaluación de los logros frente a los objetivos propuestos. Así las cosas, la información contable y el sistema de información que la produce, definidos como el lenguaje de las organizaciones, se constituyen en un complemento determinante en la toma de decisiones.

El desarrollo de esta función y la contribución a la competitividad organizacional requieren una sinergia entre las variables que la hacen posible y los componentes del sistema de información contable, para garantizar pertinencia, oportunidad y calidad de la información (Rueda & Arias 2009)

Uno de los problemas de mayor frecuencia en las PyMEs es la asimetría en la información. Este problema se presenta no solo desde la perspectiva del mercado de capitales sino también en el sistema financiero tradicional.

Por mucho tiempo, las PyMEs han encontrado dificultades para acceder al crédito bancario debido a la distorsión en la información, los bancos han sido reticentes a otorgar créditos debido a la posibilidad de “selección adversa” o “riesgo moral” ya que quien solicita el crédito conoce mejor sus verdaderas posibilidades de pago, esto quiere decir que conoce su propia situación, situación a la que el proveedor de crédito está restringido precisamente por la falta de información.

La asimetría en las PyMEs desde el punto de vista del sistema financiero tradicional (Bancos) se puede resolver en algunos casos mediante el uso de garantías o colaterales que sirvan de respaldo en caso de no poder cumplir con las obligaciones.

Un estudio elaborado en el año 2001 concluyó que en el caso de las PyMEs argentinas los bancos son más amigables con quienes cuentan con garantías y tienen una mejor historia crediticia.

Ahora bien, el problema de la asimetría en la información tratado desde la perspectiva de entrada al mercado de capitales para PyMEs no solo se resuelve con garantías, pues si bien estas son un respaldo para el inversor, existen otros métodos también efectivos para mejorar este problema, por ejemplo, la implementación de sistemas de información contable y financiera que arrojen y permitan analizar información clara, transparente y fiable por parte de los inversionistas.

Un estudio de la universidad UCEMA determinó entre sus apartes que el 31,89% de las PyMEs argentinas no creen que la información contable sea relevante para la toma de

decisiones, esta investigación llega a la conclusión de que es muy difícil canalizar y otorgar adecuadamente el crédito cuando la mayoría de las pequeñas y medianas empresas analizadas no cuentan con sistemas de información que permitan proveer información necesaria para realizar un análisis financiero (Dapena 2003).

Dicho lo anterior, es necesario tener en cuenta que para que las PyMEs entren al mercado de valores es sumamente necesario que opten por sistemas de información bien estructurado, que cuenten con políticas de buen gobierno y logren adecuar su información a lo que requieren las entidades regulatorias y los inversionistas, esto quiere decir que para que las PyMEs mejoren sus posibilidades de competir en mercados abiertos se debe potenciar el uso de la información contable y financiera mediante buenas prácticas administrativas haciendo un énfasis especial sobre el control interno y externo a fin de brindar información clara al público interesado, ya sean los inversionistas o las entidades de control.

7.3.3. Pymes en el Mercado de capitales argentino

A continuación presentaremos las PyMEs que cotizan en la bolsa de comercio de Buenos Aires. Cabe aclarar que a la fecha únicamente las PyMEs están cotizando obligaciones bolsa de valores, que no se están teniendo en cuenta las PyMEs que cotizan en bolsa a través de los cheques de pago diferido ni fideicomisos financieros pues el fin de esta investigación es analizar la viabilidad de conseguir financiamiento a bajo costo a través del mercado de valores emitiendo títulos valores como las acciones y los bonos. Por otra parte, no se hace una lista de PyMEs en la bolsa de valores de Colombia pues a la fecha no existe ninguna PyME cotizando en este mercado en este país.

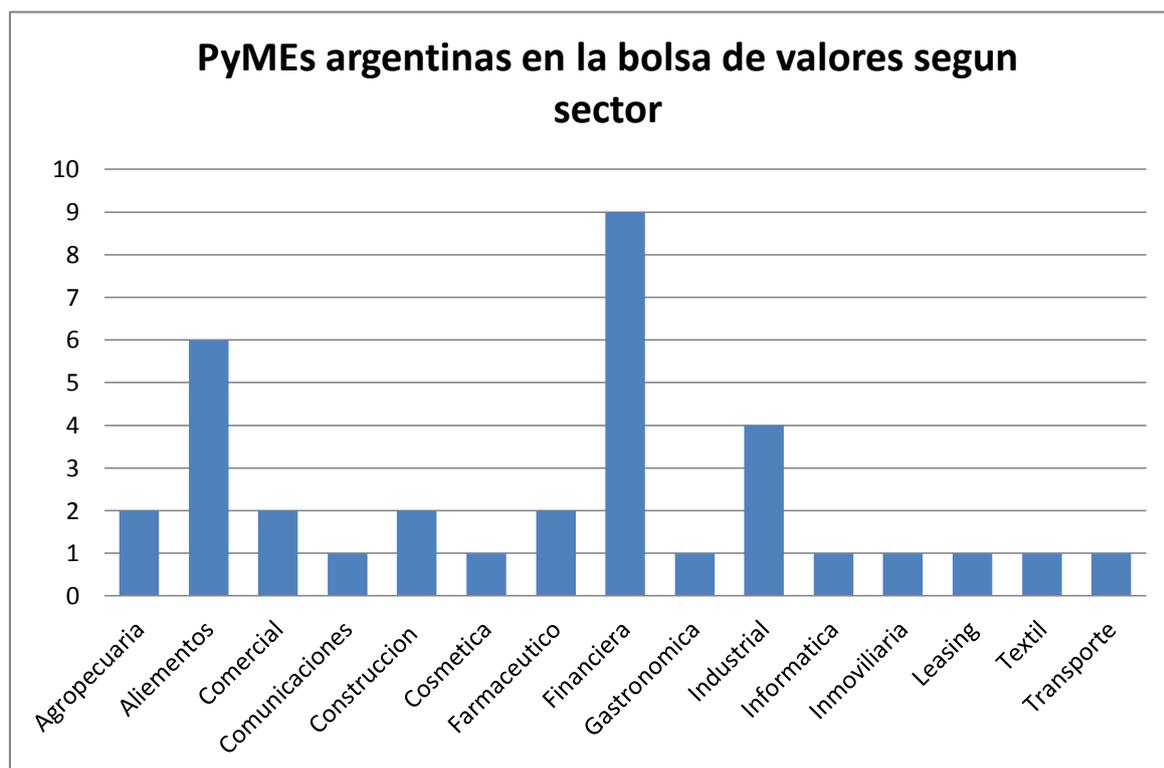
Cuadro 7-19. Empresas argentinas cotizantes en la bolsa de comercio de Buenos Aires mediante emisión de Bonos/Obligaciones negociables 2011 - 2015

Empresa	Emision de la obligacion	Vencimiento de la obligacion	Sector
Cosas nuestras S.A	18/01/2011	18/07/2017	Financiera
Ersa Urbano	27/07/2011	20/07/2015	Transporte
Big Bloom S.A	22/09/2011	25/09/2015	Industrial
Savant Pharm S.A	18/11/2011	22/11/2016	Farmaceutico
Agro transportes S.A	22/12/2011	22/12/2016	Agropecuaria
Plasticos DISE S.A	20/04/2012	24/04/2015	Industrial
Construir S.A	22/05/2012	20/05/2015	Construccion
Ovoprot Internacional S.A	01/06/2012	05/06/2017	Alimentos
Centro Card S.A	08/08/2012	10/08/2016	Financiera
Actual S.A	28/08/2012	25/08/2016	Financiera
Percomint I.C.S.A	30/08/2012	31/08/2015	Industrial
Ultracongelados Rosario S.A	05/09/2012	07/09/2017	Alimentos
Alvarez Hermanos S.A	18/10/2012	22/10/2016	Alimentos
Laboratorios Richmon	04/12/2012	06/12/2015	Farmaceutico
Gamma S.A	12/12/2012	27/12/2015	Construccion
Euro S.A	12/12/2012	14/12/2015	Alimentos

AMS Foods International S.A	14/01/2013	30/03/2015	Alimentos
Compañía integral de Alimentos S.A	26/04/2013	26/04/2016	Alimentos
Meranol S.A C.I	18/06/2013	03/07/2016	Industrial
Ingacot S.A	30/07/2013	30/07/2016	Agropecuaria
BF Argentina S.A	27/08/2013	27/05/2017	Informatica
Sicom S.A	04/09/2013	04/09/2015	Financiera
Decreditos S.A	11/09/2013	20/10/2016	Financiera
Ecipsa Holding S.A	23/10/2013	20/10/2016	Inmoviliaria
Empresur S.A	26/11/2013	22/08/2016	Financiera
South Managment S.A	29/11/2013	29/11/2018	Gastronomica
Tinuviel S.A	14/04/2014	27/07/2017	Financiera
Laboratorios Pretty S.A	16/07/2014	16/07/2017	Cosmetica
Be Enterprises	26/09/2014	27/08/2018	Textil
Microlending S.A	02/10/2014	02/10/2017	Financiera
Sion S.A	24/10/2014	24/10/2017	Comunicaciones
SBM Creditos	14/11/2014	14/05/2016	Financiera
Montever S.A	14/11/2014	14/05/2018	Comercial
Phoenix Leasing S.A	21/11/2014	21/11/2016	Leasing
Emprendimiento industrial mediterraneo S.A	26/02/2015	26/02/2018	Comercial

Fuente: Elaboración propia con base en datos de la bolsa de comercio de Buenos Aires www.bcba.sba.com.ar 2015.

Gráfica 7-14. PyMEs argentinas en la bolsa de comercio de buenos aires según sector.



Fuente: Elaboración propia con base en datos de la bolsa de comercio de Buenos Aires www.bcba.sba.com.ar (2015).

Como podemos observar, existen actualmente 35 empresas PyME en la bolsa de comercio de Buenos Aires cotizando obligaciones negociables, observamos también, que estas cotizaciones presentan plazos regulares, es decir existen emisiones con plazos pequeños (dos años), plazos medianos de (tres a cuatro años), y largo plazo (cinco a siete años). También podemos observar en el grafico 14, que el sector que más obligaciones negociables emite es el sector financiero con un 26% del total de emisiones seguido del sector alimenticio con un 17% de las emisiones, así mismo es importante resaltar que muchas de estas PyMEs han realizado más de una emisión, sugiriendo así, que esta alternativa es viable para este tipo de empresas.

Como mencionamos en líneas anteriores, en Colombia no existe aún ningún tipo de empresa PyME cotizando en la bolsa de valores de Colombia, sin embargo cabe aclarar que actualmente se hacen esfuerzos por parte del estado para estimular la entrada de PyMEs al mercado de valores mediante medidas como la eliminación de requisitos y disminución de costos para entrar al mercado, desafortunadamente a la fecha no se encuentran inscripciones de PyMEs en el mercado de valores colombiano.

7.3.4. Calificadoras de riesgo para pequeñas y medianas empresas.

La emisión de títulos en el mercado financiero requiere de diferentes aspectos que involucran una serie de variables a fin encontrar un equilibrio entre oferentes y demandantes. Para que dichos títulos tengan una aceptación entre los inversionistas las empresas emisoras deben cumplir con una serie de requisitos que generen seguridad entre quienes pueden ser los potenciales compradores es decir aquellos inversionistas que arriesgan su dinero en el mercado de valores.

Entre los requisitos exigidos en el mercado de valores existe uno que es común denominador entre las diferentes bolsas de valores del mundo, las calificadoras de riesgo. Este tipo de instituciones tienen como propósito propender por profundización y madurez del mercado de capitales a través de calificaciones objetivas e independientes, incorporando metodologías de prácticas que promueven entre los emisores e inversionistas altos estándares de transparencia y gobierno corporativo.

Por lo general, las calificadoras de riesgo califican únicamente obligaciones negociables, es decir bonos ya sean públicos o privados. Con frecuencia, las empresas pagan para que se califique su deuda (Ross, Westerfield & Jordan 2010) y con esto entre una mayor calificación mejor posicionados los títulos en el mercado de valores. Las dos principales agencias calificadoras en el mundo son *Estándar & Poor's* y la agencia *Moody's*. Estas calificadoras, para emitir sus calificaciones crediticias se basan en la probabilidad que existe de que la empresa emisora incumpla con su obligación.

Cabe resaltar que las calificadoras de riesgo únicamente emiten opiniones y crean juicios crediticios sobre probabilidades de incumplimiento mas no emiten ningún juicio sobre cambios posibles en la tasa de interés, recordemos que existe un riesgo de la tasa de interés donde los bonos u obligaciones negociables corren el riesgo de perder valor o incrementar su valor de acuerdo a un cambio en la tasa de interés, en este sentido las calificadoras de riesgo no toman partido pues como se dijo anteriormente únicamente toman en cuenta la probabilidad de incumplimiento del emisor.

En cuanto al tema que nos concierne, los antecedentes indican que en Colombia se creó una calificadora de riesgo para PyMEs en el año 2003. Esta entidad se fundó con el fin de mejorar el acceso de este tipo de compañías a crédito y financiamiento en condiciones más favorables. La intención de esta evaluadora de riesgo fue la de dar a conocer la situación real de las PyMEs en Colombia en materia financiera y administrativa, puntualmente esta institución busco otorgar una calificación a las PyMEs que permitiera saber al sector financiero cual es el nivel de riesgo de la empresa evaluada.

La calificadora de riesgo en Colombia fue una iniciativa de la Corporación Andina de Fomento (CAF) y la evaluación en la primera fase contemplaba un análisis en tres niveles i) De carácter financiero, ii) De la empresa con respecto al sector, iii) De la

comercialización, mercadeo y producción, en una segunda fase la calificadora buscaba construir un índice de productividad para dar un veredicto final sobre la calificación. Las calificaciones se daban de la siguiente manera: Una escala de ER1 a ER9 donde ER1 es la mejor calificación para una PyME y ER9 es una calificación baja mostrando a las empresas con dicha calificación como empresas con graves deficiencias.

Cabe resaltar, que el objetivo de la creación de esta calificadora de riesgos era principalmente enfocar sus estudios en beneficio del sector bancario, es decir se creó para facilitar el estudio de crédito que realizaban los bancos a pequeñas y medianas empresas. Es importante subrayar también, que la mayoría de agencias calificadoras de riesgo a diferencia de esta, están enfocadas en mercado de valores lo que quiere decir que las calificaciones que otorgan están destinadas a inversionistas que negocian títulos en las bolsas de valores.

Desafortunadamente esta entidad creada por la CAF no siguió operando en Colombia y cesó sus operaciones en el año 2007 pues el sector PyME no logró satisfacer las expectativas de la calificadora en los años siguientes a su creación, por otra parte, no existe evidencia de que a la fecha las calificadoras de riesgo existentes califiquen empresas PyMEs en Colombia pues si bien esta sería una buena noticia para los inversionistas actualmente existen beneficios legales que eximen a este tipo de empresas a tener una calificación como si la tienen las empresas grandes para acceder al mercado de valores esto con el fin de estimular la entrada de las PyMEs a la bolsa de valores (Decreto 1019 del 2014).

Por su parte en Argentina si existen calificadoras de riesgos especializadas en PyMEs, estas están compuestas por cuatro empresas, además, tres de estas son reconocidas internacionalmente, estas son: Fitch Argentina, Moody's latinoamerica, Calificadora de riesgo S.A y Standard & Poor's international ratings, además existe una calificadora de riesgo local llamada Evaluadora Latinoamericana S.A.

Las calificaciones de los títulos se clasifican de acuerdo a las siguientes letras: A, B, C, D, E, siendo la A la mejor calificación es decir el valor negociable con mayor calidad y más bajo riesgo, por su parte las calificaciones con la letra D son reservadas para empresas con una calificación más baja con un mayor riesgo, mientras que la calificación con la letra E se reserva para las empresas que no cumplen debidamente con los requisitos de información.

En cuanto a costos, los aranceles varían en función de la empresa calificadora, también de la complejidad de la operación y del monto de la emisión generalmente se sitúan entre U\$S 7.500 y U\$S 11.600, cabe aclarar que si bien estos montos no son proporcionales a los montos de emisión, tampoco son independientes de ellos.

Las obligaciones negociables en Argentina no requieren obligatoriamente una calificación, sin embargo es importante tener en cuenta que una obligación negociable calificada es mucho más llamativa para el inversor a la vez que permite que los inversores institucionales incluyan estas obligaciones negociables en sus carteras de esta manera, una calificación permite tener mayores posibilidades a las PyMEs de colocación de títulos con tasas mucho más inferiores que las emisiones no calificadas.

Cuadro 7-20. Ejemplo de una calificación otorgada por una empresa calificadora de Riesgo en Argentina para el año 2014.

<p>DEFINICIÓN DE LA CALIFICACIÓN</p> <p>CALIFICACION OTORGADA: BBB. El instrumento de deuda cuenta con una baja probabilidad de incumplimiento de los términos pactados de mantenerse el escenario económico corriente al momento de la evaluación. La capacidad de pago se mantiene aún en condiciones económicas y financieras más desfavorables, pero se reduce en el escenario más desfavorable.</p> <p>INFORMACIÓN UTILIZADA:</p> <ul style="list-style-type: none">• Estados Contables de Tinuviel S.A. correspondientes al 31 de Mayo de 2012, 2013 y 2014.• Estados Contables intermedios de Tinuviel S.A. correspondientes al 30 de Noviembre de 2014.• Información de Entidades Financieras Marzo de 2014, Superintendencia de Entidades Financieras y Cambiarias. Publicada por el BCRA.• Informe sobre Bancos Diciembre de 2014 (www.bcra.gob.ar)• Prospecto de Emisión de las Obligaciones Negociables Serie I de fecha 11 de Febrero de 2014.

Fuente: Evaluadora latinoamericana S.A (2014).

Observamos acá entonces, como una calificadora de Riesgo otorga una calificación a una PyME Argentina, en este caso Tinuviel S.A, en esta determina que la obligación negociables cuenta con una baja probabilidad de incumplimiento mientras que observamos que dentro de la metodología utilizada encontramos que se hace un análisis de los estados contables de los últimos tres años, de la misma manera, la calificadora analiza estados contables intermedios, por ultimo observamos también que dentro de la metodología se hace un análisis del prospecto de emisión de año inmediatamente anterior.

7.4. Potencialidad de las pymes en términos de acceso al mercado de valores.

Entrar en el mercado de valores sugiere el análisis de diferentes variables que deben tenerse en cuenta a la hora querer hacer parte del mundo bursátil. Ser una empresa potencialmente abierta al público requiere del cumplimiento de requisitos que cumplen la función de generar confianza en el posible inversor para así dinamizar el mercado de valores.

Ser una PyME potencialmente apta para el mercado de valores no es una tarea fácil, para esto se requiere principalmente de la voluntad de sus socios o accionistas, en segunda instancia, es indispensable cumplir con una serie de requisitos y prácticas que a priori no son tan relevantes pero que en esencia lo son. Estos requisitos solo se satisfacen si existe una verdadera voluntad no solo de los socios o accionistas, sino de todo el entorno que rodea la compañía, esto es clientes, proveedores, empleados, directivos, administradores, etc., que acompañen y ejecuten de manera adecuada las tareas encaminadas mejorar las prácticas internas que vayan en pro de la transparencia, como por ejemplo prácticas de gobierno corporativo.

No es un secreto que para acceder al mercado de valores es indispensable la implementación de políticas de buen gobierno o gobierno corporativo que favorezcan la transparencia de las operaciones en pro de todos los que hacen parte de entorno empresarial, como bien sabemos este tipo de prácticas provee los incentivos para proteger los intereses de la compañía y los accionistas a su vez, monitorizan la creación de valor y uso eficiente de los recursos brindando transparencia en la información.

Para que una empresa genere confianza en los futuros inversionistas, es fundamental que inspire seguridad, sabemos lo importante que es en el entorno del mercado de valores contar con información clara y eficiente para la toma de decisiones, es por esta razón que el ejercer prácticas de gobierno corporativo es la mejor opción para posicionarse y tener una mayor ventaja en el mercado de valores. Se dice que alrededor del 80% de los inversores pagarían más por una compañía que adopte políticas de gobierno corporativo.

Desafortunadamente la adopción de prácticas de gobierno corporativo no es un común denominador entre las pequeñas y medianas empresas en el mundo, en su mayoría las PyMEs por mantener una estructura familiar no ven esta práctica como una opción para crecer, en otros casos el costo de asesoramiento en la implementación de este tipo de modelos puede considerarse un fuerte obstáculo para seguir adelante en el proceso, esto evidentemente reduce su potencial cuando se trata de entrar al mercado de valores.

Aun así, el potencial de las PyMEs en el mercado financiero no solo se puede ver desde los requisitos exigidos en el sistema como por ejemplo la adopción de prácticas anteriormente nombradas, para que haya una verdadera potencialidad en las PyMEs es necesario fijar la mirada sobre otros aspectos importantes y complementarios anteriormente nombrados. El estado debe trabajar en cómo estimular de una manera más eficiente la entrada de las PyMEs a mercado de valores, además de esto se debe pensar como ampliar la base de inversores con el fin de que exista una mayor demanda de inversión que estimule la entrada de las PyMEs al mercado de valores.

Ampliar la base de inversores, potencializaría seguramente la entrada de las PyMEs al mercado de valores, para esto el estado y en nuestro caso específico el estado colombiano y argentino deben buscar alternativas que garanticen una amplia base de inversores que estén dispuestos a depositar sus recursos en este tipo de empresas y como se mencionó en párrafos anteriores una buena forma de ampliar esta base es generando estímulos fiscales a los inversores que depositen sus recursos en las pequeñas y medianas empresas.

Por otro lado y no menos importante, la potencialidad de las PyMEs también depende de factores internos como el crecimiento propio, para que una empresa sea atractiva en el mercado de valores es importante que demuestre un buen desempeño financiero, esto quiere decir, que una empresa es más atractiva para un inversor si su tasa de retorno cumple con las expectativas del mercado, genera ganancias y reparte dividendos.

7.4.1. Potencial de crecimiento de las pymes en mercados emergentes.

Como se mencionó en párrafos anteriores, las PyMEs representan un importante elemento en el desarrollo de los países, son grandes generadoras de empleo y aportan significativamente en el desarrollo y crecimiento de los países. Las PyMEs, van de la mano de la coyuntura en la que un país se encuentre y se benefician de las políticas acertadas en materia macroeconómica que tome un país al igual que se ven afectadas por las decisiones incorrectas que se tomen en esta misma materia.

En los últimos años, los países emergentes, entre los que se encuentran Argentina y Colombia, han venido desempeñándose acertadamente en materia económica a tal punto que en promedio las tasas de crecimiento han sido sostenidamente superiores al 6,6% durante los últimos 5 años, este desempeño también se ve reflejado en el comportamiento

de las PyMEs, pues existe una alta correlación entre el crecimiento económico de un país el desarrollo de PyMEs.

En este sentido, podemos decir que existe un potencial de crecimiento para las PyMEs, en especial las argentinas y colombianas dado su condición de emergentes, si bien existen algunas variables que pueden reducir el crecimiento, es decir factores que no permitan mantener tasas superiores al 3,5% de crecimiento como la caída del precio del petróleo y la volatilidad del tipo de cambio, todavía existe un margen para que este tipo de empresas crezcan y se conviertan en empresas viables.

A pesar de esto, para que las pequeñas y medianas empresas crezcan de manera sostenible, no solo es necesario analizar el crecimiento sostenido de la economía, existen otros factores internos de las PyMEs relacionados entre sí, que determinan si una PyME puede ser sostenible en el tiempo o no como por ejemplo incremento en la productividad, mejoramiento de la tecnología, innovación constante, capacidad exportadora, acceso a financiamiento, supervivencia, etc.

Analizando algunos de estos factores es importante resaltar que en Latinoamérica, las PyMEs alcanzan niveles de productividad relativamente más bajos a los que registran países de la OCDE, por ejemplo las empresas pequeñas de la región tienen de 16% a 36% de productividad de las empresas grandes, mientras que en los países europeos se alcanzan niveles entre los 63% y 75% de productividad de las empresas grandes. Estas discrepancias en productividad alcanzan a afectar el potencial de crecimiento de las PyMEs, pues una menor productividad puede afectar de manera drástica el crecimiento sostenido de este tipo de empresas lo que afectaría en esencia el potencial de este tipo de empresas en términos de entrada al mercado de valores.

En términos de supervivencia de las PyMEs, en Latinoamérica existe una alta tasa de mortandad de este tipo de empresas. Es común que estas no sobrevivan mucho más de cuatro años. Un estudio elaborado por la CEPAL en el año 2013 elabora una comparación entre tasas de creación y supervivencia de empresas PyME entre Argentina, Brasil, Colombia y México con países de Europa, en este estudio las dinámicas empresariales presentan drásticas diferencias, por ejemplo México, Colombia y Argentina tienen las tasas más altas de creación de empresas, superiores a la mayoría de los países europeos, a pesar de esto, las tasas de supervivencia de las empresas en estos tres países son inferiores a las de la región europea, esto sugiere, que existe un entorno amigable con la creación de empresas en países como Argentina, Colombia y México pero existen muchas dificultades para mantenerse, y esto se origina en muchos factores críticos que no son analizados a fondo a la hora de crear empresa, falta de financiamiento y relativa baja productividad entre otros aspectos.

Pero el potencial de crecimiento de las empresas PyMEs en Latinoamérica, requiere también un análisis del contexto económico en el que estas empresas operan. Entre los factores sensibles que pueden ser modificados por las políticas públicas y que afectan el desempeño de las pymes se encuentran el clima de negocios y la estructura productiva, incluyendo factores como el acceso al financiamiento, a las tecnologías, los recursos humanos y la existencia de sistemas de articulación productiva, entre otros. Tanto el clima de negocios como la estructura productiva presentan limitaciones importantes al desarrollo de las pymes en la región (CEPAL 2013).

En este sentido, creemos que existe un entorno distorsionado en términos macroeconómicos en Argentina y Colombia, pues existen factores que pueden sustentar un crecimiento y un favorecimiento para la creación y crecimiento sostenible de las PyMEs que favorecen la entrada de estas empresas al mercado de valores, a la vez existen situaciones etéreas como cambio de precios en el petróleo y volatilidad extrema en el tipo de cambio, que pueden dificultar y reducir el potencial de crecimiento de las PyMEs. Todavía existen muchos, pero muchos aspectos a mejorar en términos de potencialidad de las PyMEs en mercados emergentes, es importante que los gobiernos trabajen fuertemente en la implementación de políticas que realmente generen beneficios y que favorezcan la sustentabilidad de este tipo de empresas como por ejemplo el fortalecimiento del clima de negocios⁵⁷ entre otros aspectos a mejorar.

7.4.2. Gestión, manejo financiero e implementación de estándares internacionales de información financiera en PyMEs de Argentina y Colombia.

Desarrollar el potencial de una PyME implica un esfuerzo mancomunado de muchas partes, se deben desarrollar y ejecutar planes y esfuerzos que conlleven a este tipo de empresas al mejoramiento continuo para así crecer sostenidamente, esfuerzos que al final de cuentas van a beneficiar la entrada de estas al mercado de valores a fin de conseguir financiamiento menos costoso.

El desarrollo de un negocio no solo depende de que tan bueno sea el producto que este ofrece o desarrolla, muchas otras variables se deben analizar con detenimiento para que el objetivo final (posicionamiento en el mercado) genere frutos. La administración como una variable fundamental en el desarrollo empresarial tiene la capacidad de generar estrategias que lleven a futuro a una compañía al éxito. La adecuada ejecución de las estrategias depende de una buena gestión donde se analicen y controlen todas las variables tan importantes como el manejo administrativo, financiero, operativo etc.

Una de las principales causas de mortandad en las PyMEs se da debido a la poca importancia que los dueños dan al adecuado manejo administrativo y financiero, la falta de experiencia de algunas PyMEs en esta materia llevan rápidamente a problemas que en ultimas terminan con la liquidación de la empresa. Entre algunos de los problemas más recurrentes en el manejo administrativo y financiero de las PyMEs se encuentran por ejemplo:

- Falta de dinero/capital.
- Falta de enfoque.
- Mal manejo de inventarios
- Excesivas inversiones en activos fijos
- Falencias en materia de créditos y cobranzas.
- No contar con buenos sistemas de información.
- Fallas en los controles internos.
- Fallas en la planeación.
- Graves errores en la fijación de estrategias.
- Falta o ausencia de planes alternativos.

⁵⁷ La experiencia de los países más desarrollados indica que la fortaleza institucional, los programas de fomento al sector productivo, el sistema educativo y de ciencia y tecnología, las condiciones macroeconómicas, el tamaño del mercado y el acceso y calidad del financiamiento, entre otros elementos, inciden significativamente sobre las características y capacidades de las pymes

- Falta o falencias en el control presupuestario y de gestión.
- Graves fallas en los procesos internos.
- Problemas de comercialización.
- Problemas de materias primas.
- Mala gestión financiera en materia de endeudamiento y liquidez.
- Mala gestión de los fondos.
- Error en el cálculo del punto de equilibrio, u operar en una actividad con elevado punto de equilibrio.
- Mala gestión del riesgo.
- El incumplimiento de obligaciones impositivas y laborales.

Por otra parte, en términos contables, existe una gran deficiencia en la mayoría de las PyMEs en la forma como se maneja la información, información que se convierte vital para la toma de decisiones por parte de los directivos. La información contable es el insumo fundamental para medir el rendimiento financiero de la empresa, mediante el uso adecuado de esta información es posible tomar decisiones acertadas que beneficien el crecimiento de la empresa, como por ejemplo decisiones en torno al financiamiento necesario para impulsar los proyectos de la empresa.

Existe actualmente una tendencia mundial que apunta hacia la implementación de estándares contables internacionales a fin de homologar la información de los diferentes países en un único lenguaje contable. La utilización de normas contables estandarizadas o NIIF según el IASB⁵⁸ “pretende desarrollar estándares de calidad, comprensibles y de cumplimiento forzoso que requieran de información de alta calidad, transparente y comparable dentro de los estados financieros para ayudar a los participantes en los mercados globales de capital y otros usuarios de información contable en la toma de decisiones económicas”.

Es importante resaltar que la implementación de normas internacionales de información financiera NIIF, no solo es un tema de dominio para las grandes empresas, el IASB también creó una NIIF para PyMEs a fin de que este tipo de empresas homologuen su información y desarrollen estándares de calidad contable fiables, comprensibles y transparentes, sin embargo según las NIIF para PyMEs, cuando una empresa PyME participe o emita títulos en el mercado de valores tendrá que utilizar las NIIF completas debido a que la información va a ser de uso público.

Dicho lo anterior, es claro que el uso adecuado de la información contable lleva a las PyMEs a gestionar de una mejor manera sus recursos, la implementación de estándares internacionales de información estimulan directamente la llegada de inversionistas de todo el mundo los cuales podrán leer e interpretar la información contable y financiera de una manera mucho más eficiente con lo que podemos decir que una PyME que implemente estándares internacionales de información financiera tiene muchas más posibilidades de entrar y ser exitosas en el mercado de valores pues quienes estén buscando donde invertir sus recursos tendrán en estas empresas una mayor transparencia en el uso de la información.

⁵⁸ IASB: International Accounting Standards Board, es un organismo independiente del sector privado que desarrolla y aprueba las Normas Internacionales de Información Financiera.

En algunos países latinoamericanos la implementación de estos estándares de información ya es un hecho, países como Chile, Perú, Uruguay, Venezuela y Ecuador ya han implementado las NIIF para todas sus empresas. Colombia por su parte, ya inicio una implementación obligatoria para las empresas PyMEs de las NIIF, a través de la ley 1314 de 2009 las empresas grandes (Ya implementaron las NIIF desde el 2014) y PyMEs del país están obligadas a implementar los estándares internacionales de información financiera, esta ley que se encuentra en proceso de implementación en las PyMEs (su implementación inicia a partir del año 2015), facilitara de manera eficaz la entrada de estas al mercado de valores, ya que por ejemplo, en la bolsa de valores de Colombia es obligatorio que las empresas que cotizan emitan sus estados financieros bajo los estándares del IASB.

En Argentina, las NIIF ya están siendo aplicadas sin embargo son de uso obligatorio para empresas que coticen en la bolsa de valores y que estén reguladas por la CNV. A partir del año 2009 la comisión nacional de valores emitió una resolución que obliga a todas las entidades emisoras de acciones y obligaciones negociables (lo que incluye a las PyMEs que emiten títulos en el mercado de Buenos Aires), a la preparación y emisión de estados financieros utilizando las NIIF emitidas por el IASB, estas emisiones iniciaron a partir del año 2012.

En cuanto a la adopción de NIIF para PyMEs, como se mencionó en el párrafo anterior, hasta el momento, únicamente las PyMEs que cotizan en bolsa están obligadas a usar NIIF, la legislación Argentina permite también, la aplicación de las normas contables profesionales argentinas, sin embargo es importante resaltar que el uso de estos estándares de información potencian a las PyMEs para entrar al mercado de valores.

7.4.3. Estrategias comunes para optimizar el acceso al mercado de capitales de las pymes.

Como objetivo primordial de esta investigación, es importante analizar y detallar aquellas estrategias comunes para optimizar y garantizar el acceso de las empresas PyMEs al mercado de valores. Argentina y Colombia gozan de estructuras económicas, idiosincráticas y socioculturales muy similares que pueden aportar en la construcción de estrategias comunes que conlleven a las empresas PyME a observar este mercado como una opción real de financiamiento.

Sin embargo, Argentina cuenta con un desarrollo mucho más amplio en cuanto a experiencia de PyMEs en el mercado de valores que sus pares colombianas, de hecho, hasta la fecha, no hay evidencia de la entrada de ninguna PyME en el mercado de valores colombiano, con lo que la formulación de algunas estrategias puede beneficiar de una manera mucho mayor a las PyMEs colombianas las cuales no han tenido ningún tipo de experiencia en este mercado.

Es claro que existe una falta de difusión hacia todos los segmentos de la población sobre información relacionada con el mercado de valores, de igual forma existen falencias en el ofrecimiento de productos según las necesidades y expectativas de los inversionistas y de las empresas que requieren financiación, estas fallas también han llevado a considerar en muchos casos, sobretudo en la sociedad colombiana, que los instrumentos financieros no son opciones viables como opción de inversión ni como herramienta de financiación.

Hablado en términos económicos, encontramos que el ahorro se convierte en un elemento muy importante dentro de la economía de un país, este elemento puede estimular la inversión de recursos, en general podemos decir que el ahorro puede estimular el mercado bursátil si se tiene en cuenta que el sector productivo requiere continuamente de recursos, recursos que pueden ser proporcionados por los ahorradores y que se pueden canalizar a través del mercado bursátil. Las PyMEs, pueden ser beneficiarias de este ahorro a través del mercado de valores, sin embargo cabe resaltar que el marco jurídico tanto de Argentina y Colombia dispone que este tipo de empresas únicamente pueda emitir títulos valores a través del segundo mercado, mercado al que solo pueden acceder inversionistas profesionales lo que de alguna manera restringe en algo el ahorro del ciudadano común que no se considera inversionista profesional. Los países tienen que trabajar en esto.

Para iniciar con algunas iniciativas que pueden estimular la entrada de PyMEs al mercado de valores tanto colombiano como argentino, esta investigación propone como primera estrategia un trabajo de sensibilización y capacitación sobre los instrumentos que ofrece el mercado de valores, como por ejemplo cursos en empresas PyMEs seleccionadas sobre las ventajas de emitir títulos y financiarse mediante la bolsa de valores, sin embargo estas capacitaciones no solo deben ir enfocadas en identificar las ventajas del financiamiento en la bolsa, es importante también capacitar a los empresarios sobre las buenas prácticas administrativas y de buen gobierno que las empresas que emitan títulos deban ejercer. En el caso colombiano podemos decir que ya existe una entidad que está trabajando en este aspecto y lo hace a través del proyecto “Colombia Capital”, este proyecto se ocupa de seleccionar algunas PyMEs potenciales donde tiene en cuenta variables como los ingresos anuales para iniciar un proceso de capacitación y sensibilización sobre las ventajas de adquirir financiamiento más barato en mercados alternativos como el mercado de valores (segundo mercado), sin embargo, a pesar de que proyecto “Colombia Capital” ha sido un apoyo fundamental en cuanto a dar a conocer las ventajas del mercado de valores como alternativa de financiamiento para las PyMEs, este no ha sido muy específico en cuanto al funcionamiento del segundo mercado y cuáles son los costos, requisitos y trámites que deben surtir para emitir y ofertar valores en este mercado.

En vista de esto, creemos que es indispensable la creación de una cartilla o un documento que explique los beneficios del segundo mercado, esto incluye la identificación de todos los beneficios de corto y largo plazo, las condiciones del segundo mercado, ventajas comparativas de acceso al mercado de valores respecto a otras alternativas de financiamiento, las distintas clases de títulos que pueden emitirse, los riesgos implícitos de emitir títulos valores, y un compendio de experiencias exitosas de emisión de títulos PyME a nivel internacional.

Siguiendo con esta iniciativa, otra forma de estimular la entrada de PyMEs al mercado de valores, es estimulando a los inversionistas a invertir sus recursos y aquí los gobiernos de cada país deben jugar su papel, es decir a través de incentivos fiscales a las empresas o personas que inviertan sus recursos en PyMEs. Esta iniciativa como se menciona en líneas anteriores ha sido implementada en países europeos como el Reino Unido donde ha sido de gran estímulo para que las empresas pequeñas y medianas emitan títulos a través de un segundo mercado.

El rol del estado y de los gobiernos de turno en cuanto a la creación de estrategias que estimulen el acceso de las PyMEs al mercado de valores es fundamental, en este sentido es de suma importancia que estos orienten su apoyo en tres aspectos fundamentales, el

normativo, el financiero y el promocional. Si bien en países como Argentina existen algunos beneficios fiscales por invertir en empresas PyME la falta de promoción de estos beneficios hace que este tipo de beneficios no favorezcan la entrada de este tipo de empresas en el segundo mercado. Inversionistas como los fondos de pensiones podrían ser entidades beneficiadas con las exenciones tributarias, lastimosamente la falta de divulgación de estos beneficios hace que estas entidades no vean en las PyMEs una opción de inversión.

En cuanto a normatividad establecida por el estado, es necesario que las resoluciones, decretos y leyes que estos emitan sean claras, concretas y que además busquen beneficios reales para la entrada de las PyMEs en el mercado de valores. En este sentido, es el estado que debe velar por que los costos de ingreso al mercado de valores, en especial el segundo mercado, sean mucho menores y que los estándares de control interno sean mucho más accesibles para las empresas, eso sí, manteniendo y garantizando la transparencia de la información a fin de volver sostenible la entrada al mercado de valores de las PyME y segura para los inversionistas.

Así las cosas, es claro que el principal promotor de las PyMEs en el mercado de valores debe ser el estado a través de la creación de beneficios reales tanto PyMEs como para los inversionistas del segundo mercado, además es importante que el estado también ejerza un fuerte papel de promoción de todas estas ventajas y que a través de normas convierta a la bolsa de valores en una opción sustentable y sostenible para conseguir financiamiento a más bajo costo.

7.4.4. Complementariedad entre los dos países en cuanto a requisitos, alternativas, estrategias y modelos para el fácil acceso de las pymes en los mercados de valores.

Analizar las diferentes alternativas y estrategias que Colombia y Argentina han desarrollado para facilitar el acceso al mercado de valores por parte de las PyMEs es un aspecto fundamental en esta investigación, la experiencia que cada uno de estos países tenga sobre como incentivar el acceso al mercado de valores de las empresas PyME puede servir de complemento para mejorar algunos puntos que no estén funcionando en cada país a fin de tener una amplia base de empresas que deseen acceder a esta alternativa de financiamiento. El estudio de variables como el marco jurídico y el papel del estado en cuanto a la creación de normas, leyes y decretos en pro de la entrada de las pequeñas y medianas empresas al mercado de valores puede establecer factores complementarios que pueden ser aplicados en cada país con el objetivo también de facilitar la entrada de las PyMEs al mercado bursátil.

Iniciaremos con un breve análisis de los requisitos que tiene cada país para entrar al mercado de valores y tomaremos los que a nuestro parecer sean los de menor complicación. En el caso Argentino como se mencionó en párrafos anteriores, podemos decir que existe una reglamentación conciliadora con la entrada de las PyMEs a mercado de valores, por ejemplo, la ley 23.962 mencionada anteriormente, busca mantener beneficios en el tratamiento fiscal para las PyMEs que emitan títulos valores. En Colombia no existe actualmente ninguna norma, decreto, resolución o ley que otorgue beneficios fiscales a los inversionistas que inviertan en PyME ni a las PyMEs que deseen entrar al mercado de valores. Con esto podemos decir que tomar en Colombia esta iniciativa para

que las PyMEs accedan al mercado de valores puede resultar útil para estimular la salida a estos mercados y estimular a los inversionistas para invertir en este tipo de empresas.

Una de las iniciativas que llama la atención en esta investigación, corresponde a la propuesta en Colombia mediante la ley 590 del 2000, esta propone que los fondos de pensiones puedan adquirir títulos de emisión colectiva por grupos organizados de micro, pequeñas y medianas empresas que a su vez tengan el respaldo de emisores ya inscritos y registrados en la bolsa de valores. Si bien en Colombia lo propuesto por la ley no ha incentivado el arranque de las empresas PyME en la bolsa de valores, esta iniciativa puede ser copiada por Argentina a fin de promover el acceso de las pequeñas y medianas empresas a la bolsa de valores mediante la promoción para que las administradoras de fondos de pensiones inviertan en grupos de PyMEs.

En Argentina, existe un beneficio otorgado por la ley el cual corresponde a la no conformación de un comité de auditoría para las empresas PyME que quieran incurrir en el mercado de valores, si bien existen mecanismos extras que garantizan la seguridad de los inversionistas que adquieren títulos de empresas PyME este beneficio ha contribuido a la entrada de pequeñas empresas a la bolsa de comercio de Buenos Aires. En Colombia no existe este beneficio y si bien al igual que en Argentina las empresas (grandes) que emitan títulos valores deben tener un comité de auditoría en Colombia la creación de este beneficio podría ser un factor de motivación para que las Pequeñas y medianas empresas decidan emitir títulos en la bolsa de valores.

Otra de las alternativas de entrada al mercado de valores en el mundo para las PyMEs, y que hasta el momento no se presenta en Argentina ni en Colombia es la de un mercado electrónico tipo NASDAQ, como mencionamos en líneas anteriores, NASDAQ es una bolsa electrónica que opera la venta de acciones en un segundo mercado a través de internet, esto quiere decir que no necesita intermediarios sino que todas las transacciones se hacen en línea para mayor seguridad, si bien es importante que el estado a través de sus gobiernos estimule la creación de este tipo de bolsas, también creemos que esta sería una excelente opción para las pequeñas y medianas empresas que quieran acceder al mercado de valores.

La implementación de altos estándares de Gobierno corporativo puede estimular de manera exponencial la entrada al mercado de valores por parte de las PyMEs, a pesar de que tanto en Argentina como en Colombia la ley y los entes de regulación buscan promover estas buenas practicas, la realidad es que las PyMEs en una alta proporción no consideran esto como un aspecto importante. Es importante que tanto en Argentina como en Colombia existas instituciones encargadas específicamente de enseñar e implementar estas prácticas de gobierno corporativo. Cabe resaltar que el uso de estándares de gobierno corporativo supliría de alguna manera la falta de un comité de auditoría lo que en definitiva sería mucho más llamativo para un inversionista.

Si bien el objetivo de esta investigación está encaminado a determinar cuál es la viabilidad de las PyMEs para entrar al mercado de valores mediante la utilización de herramientas como emisión de acciones y bonos hemos encontrado que los cheques diferidos han tenido una gran acogida en la bolsa de valores en Argentina, esta puede ser una buena opción para las PyMEs colombianas que quieran acceder al mercado de valores pues este tipo de títulos cumplen con todas las condiciones para ser una alternativa de financiamiento para este tipo de empresas y tienen todo el potencial de negociación en una bolsa de valores. Así las

cosas, creemos que esta puede ser una muy buena opción de financiación en la bolsa de valores para las PyMEs en Colombia y de esta forma puede ser una gran oportunidad para que las PyMEs inicien su experiencia en el mercado de valores ya que a la fecha y a pesar de todos los beneficios propuestos en Colombia no existe ninguna PyME en el mercado de valores.

Otra de las opciones potenciales y teniendo en cuenta que en el mundo y específicamente en el mundo financiero, existen un sinnúmero de instrumentos que pueden servir de herramienta de financiamiento para las PyMEs, así como los cheques de pago diferido, los fideicomisos, los bonos y las acciones emitidas por las PyME existen algunos instrumentos llamados “híbridos”, que se definen como una forma de financiación que combina características de la deuda (grado de subordinación en la liquidación) y de capital (participación en los resultados de la entidad en distintos grados), según la teoría, estos instrumentos resultan ser atractivos para los emisores (En este caso podrían ser las PyMEs) ya que les permiten optimizar su estructura de financiación dada la gran flexibilidad de su diseño, lo que permite en algunos casos disminuir el costo de financiación, la optimización fiscal a fin de evitar posibles impuestos sobre el capital.

La necesidad de tener una estructura optima de capital que genere valor a las empresas en este caso las PyMEs han hecho que se empiecen a crear este tipo de instrumentos para PyMEs en el mundo. Además, los problemas a los que las PyMEs se ven expuestas debido a la aplicación de Basilea II y III⁵⁹ en donde el financiamiento bancario para este tipo de empresas se puede ver afectado gracias a medidas como obligación a tener calificaciones de riesgo y/o obtención de rating para acceder a créditos bancarios han incentivado la creación y uso de nuevos instrumentos híbridos que si facilitarían el acceso a financiamiento por parte de las empresas PyME. Los instrumentos híbridos entonces vienen a cubrir un espacio financiero especialmente importante para empresas no cotizantes en la bolsa de comercio ya que representan medios financieros flexibles y dinámicos (Ascuá 2006).

Uno de los instrumentos híbridos más utilizados actualmente en el mundo por las PyMEs y desarrollado en países Europeos y en Estados Unidos se denomina Mezzanine Kapital, este como se mencionó anteriormente sobre los instrumentos híbridos busca cubrir un espectro intermedio entre la financiación mediante deuda y capital

Entre las características de los Mezzanine se puede decir que estos pueden tener la forma de un préstamo, incluyendo el uso de garantías, y alguna estructura convertible que aumenta el potencial de rentabilidad para los inversionistas que les permita beneficiarse de un alza la misma y acciones de la garantía con la deuda principal, también los Mezzanine permiten pactar contractualmente deuda que dé prioridad sobre los flujos de efectivo y activos por pago de interés y principal en todo momento, hasta que la deuda principal sea reembolsada.

Entre algunas de las ventajas que tienen las transacciones de Mezzanine es que estas en su gran mayoría incorporan garantías o adquisición directa de capital y generalmente son flexibles en documentación legal a realizar (Olarte 2014). Otra de las ventajas que se puede encontrar en este tipo de instrumentos son los altos rendimientos que estos ofrecen,

59 Los acuerdos de Basilea son una serie de recomendaciones elaboradas por el Comité de Basilea (organización formada por los bancos centrales del anterior G10) que establecieron las condiciones mínimas que una entidad bancaria debía tener para asegurar su estabilidad en un ecosistema económico mundial.

rendimientos que no se encuentran disponibles en la mayoría de los instrumentos de renta fija como los bonos. Por otra parte, los Mezzanine normalmente tienen garantía sobre el capital de la empresa y pueden ser de largo plazo (5 a 10 años), los reembolsos no son necesarios hasta su vencimiento a diferencia de la deuda tradicional, esto permite a los empresarios PyME reinvertir sus flujos en inversiones en lugar de pagar la deuda adquirida.

Por el lado de los inconvenientes, encontramos que las tasas de interés de este instrumento híbrido por lo general es mucho más alta que la ofrecida por otros mecanismos de financiamiento, además existe un riesgo implícito mayor que el de la deuda ordinaria y por lo general la tasa de interés en estas negociaciones incluye ciertos derechos sobre las utilidades.

Si bien en Argentina ni en Colombia la aplicación de Basilea II y III parece algo lejano, la opción de acceder a este tipo de financiamiento puede ayudar a desarrollar de manera positiva el mercado de valores en Colombia y Argentina para las PyMEs. En Colombia y en contraposición a la no existencia de emisiones en bolsa de valores de Colombia por parte de las PyMEs, existen algunos fondos que si han intentado desarrollar este tipo de instrumentos con las PyMEs con buenos resultados, entre los fondos de inversión que ofrecieron financiamiento a través de Mezzanine están el Fondo Energético Andino, el fondo DARVY – COLPATRIA - FCP FINTRA y el fondo de capital privado Altra Fcp I, donde sus inversiones ascienden a U\$45 millones, U\$ 89 millones y U\$105 millones respectivamente.

Por último y volviendo a la emisión neta de acciones y bonos por parte de las PyMEs Argentina cuenta también con otro factor determinante para incentivar la entrada de PyMEs al mercado de valores, se trata de las Calificadoras de riesgo para PyMEs, si bien como se menciona en líneas anteriores en Colombia existen calificadoras de riesgo, estas solamente califican a empresas grandes que cotizan en bolsa, a diferencia de Colombia, en Argentina existen cuatro calificadoras que se encargan de determinar que títulos son más seguros y cuales no cuando las emisiones las realizan empresas PyME. En términos de determinar aquellas estrategias y modelos que favorecen la entrada al mercado de capitales esta es una muy buena iniciativa que podría tomar Colombia para mejorar el acceso al mercado de valores, ya que un título calificado es un título mucho más llamativo para los inversionistas y mucho más si se trata de una emisión realizada por una PyME.

8. CONCLUSIONES.

Respecto al objetivo general planteado, esta investigación logro analizar e identificar la viabilidad que tienen las PyMEs para entrar al mercado de valores, tanto en Argentina como en Colombia, se encontraron las diferencias y similitudes que existen en los dos mercados y como cada país ha definido sus propias estrategias para incentivar la entrada de pequeñas y medianas empresas al mercado de valores a fin de acceder a financiamiento de bajo costo.

Con respecto al objetivo específico número uno planteado en este trabajo, se logró identificar como está conformado el marco jurídico financiero en cada país, se analizaron las semejanzas y diferencias referentes a normatividad jurídico financiera enfocada a la entrada de las PyMEs al mercado de valores, lo que permitió ofrecer distintas perspectivas

las cuales pueden ser aplicadas en cada uno de los dos países a fin de mejorar las opciones de entrada al mercado de valores.

De acuerdo al objetivo específico número dos propuesto en esta investigación, se identificaron aquellos aspectos económicos relevantes que guardan correlación directa e indirecta con la posibilidad de que las PyMEs puedan acceder al mercado de valores, se realizó un diagnóstico de la situación actual que viven los dos países determinando la importancia que tienen las PyMEs en cada uno de estos dos países, estos aspectos permitieron realizar un diagnóstico apropiado para lograr identificar la viabilidad que tienen este tipo de empresas para entrar al mercado de valores con el fin de conseguir financiamiento alternativo con tasas más favorables.

De acuerdo al objetivo específico número tres, esta investigación logró comparar la estructura de los mercados financieros en cada país, identificando las condiciones que favorecen la entrada de las PyMEs al mercado de valores en los dos países, esta comparación sirvió para identificar la ventaja que hay en Argentina en cuanto estructura del mercado de valores para PyMEs, dejando ver que el mercado de valores colombiano todavía no goza de una estructura adecuada que pueda soportar por lo menos en el corto plazo la llegada de empresas PyME al mercado de valores.

Según lo planteado en el objetivo específico número cuatro, se hizo un diagnóstico del potencial que tienen las empresas PyME en Argentina y Colombia para entrar al mercado de valores, se analizó la situación actual de las empresas PyME en estos dos países y se revisaron variables como el crecimiento, productividad, ventas, administración, asimetría en la información etc., a fin de lograr definir e identificar el potencial de este tipo de empresas para entrar al mercado de valores. De la misma manera se identificaron aquellos requisitos comunes relevantes en los dos países para entrar al mercado de valores, con el fin de entender de una mejor manera la dinámica referente al mercado de valores.

Con respecto al objetivo específico número cinco, se propusieron algunas estrategias que pueden llegar a facilitar la entrada de las PyMEs al mercado de valores tanto en Argentina como en Colombia, estrategias que pueden potenciar el camino hacia el mercado de valores y cambiar la mentalidad de los empresarios dueños de este tipo de compañías, pues como bien se dijo el propósito de esta investigación es determinar la viabilidad que tienen las pequeñas y medianas empresas para entrar al mercado de valores a fin de conseguir financiamiento a plazos más largos y con costos significativamente menores a los encontrados en los mercados de valores tradicionales.

A lo largo de este trabajo, se logró identificar algunas conclusiones que definen esta investigación, con esto podemos decir que existen diferentes variables que desde el punto de vista práctico pueden hacer que la inclusión de las empresas PyME al mercado de valores sea una muy buena decisión para las PyMEs, sin embargo existen muchos problemas y obstáculos que hacen que la entrada de este tipo de empresas al mercado de capitales sea visto como una verdadera opción de financiación.

Cabe resaltar que la llegada de las PyMEs a mercados alternativos o secundarios en todos los países que cuentan con experiencia en este tipo de empresas en la bolsa, por lo general se asocian con capitales de riesgo donde las rentabilidades ofrecidas siempre están por encima de la rentabilidad media ofrecida por los mercados primarios y las bolsas de valores tradicionales. De la misma forma, es prácticamente un común denominador en estos mercados alternos que operan en los países el beneficio en cuanto a los bajos costos

de transacción para poder operar y obtener financiamiento y la obligación de que quienes inviertan estén capacitados y tengan por lo menos la calidad de inversor profesional.

En cuanto a la viabilidad jurídica, existen en los dos países entes gubernamentales que apoyan el crecimiento de las PyMEs y fomentan la entrada de estas al mercado de capitales. Podemos decir que en estos dos países existen entidades encargadas de regular el mercado de valores y están amparadas bajo un marco legal que busca proteger al inversionista mediante la creación de normas.

En el caso de Argentina, la CNV autoriza a las PyMEs a contraer préstamos mediante la emisión de títulos representativos de deuda (Bonos) a través de la ley 23.692 de 1991. Esta misma ley faculta a la CNV para crear métodos que faciliten el acceso al mercado de valores a las PyMEs con beneficios como limitación en el límite de exigencias de intervención exigidas por la CNV.

En Argentina el decreto 1087/93 de la CNV autoriza a las PyMEs a hacer oferta pública de bonos y reglamenta los montos máximos de emisión. Además crea beneficios como la exención de ser calificados por calificadoras de riesgo.

El marco jurídico determina tanto en Argentina como en Colombia que quienes deseen invertir en PyMEs deben ser inversionistas profesionales a través del segundo mercado, esto con el fin de que quienes inviertan en este tipo de empresas tengan conocimiento de los riesgos implícitos que lleva este tipo de inversiones.

En Colombia se existe un marco jurídico muy favorable para la entrada de las PyME al mercado de valores por una parte existe el decreto 2555 que busca incentivar la entrada al mercado de valores mediante una serie de beneficios para las empresas que quieran acceder a este. Por otro lado la creación del decreto 1019/2004 busca de una manera mucho más concreta beneficios para las PyMEs que quieran acceder al mercado como la inscripción de los títulos de manera automática, entrega de información directamente a los accionistas sin que esta pase por manos de la superintendencia financiera, calificación voluntaria y reducción en los costos de entrada a la bolsa.

Podemos decir entonces que en Colombia aunque existe un marco legal amigable para que las PyMEs accedan a la bolsa de valores los empresarios PyME todavía no logran ver a la fecha los beneficios de conseguir financiamiento en el mercado de valores.

Tanto en Colombia como en Argentina existen mecanismos de protección a los inversionistas, estos mecanismos se coordinan a través de organismos como la Comisión Nacional de Valores en Argentina y la Superintendencia Financiera en Colombia. A través de los mecanismos de protección de cada país se busca mitigar los riesgos inherentes a las operaciones originadas en los mercados de valores. En el caso de las PyME estos mecanismos tienden a ser mucho más drásticos debido a la naturaleza propia de este tipo de empresas.

Tanto en Argentina como en Colombia el primer mecanismo de control hacia la entrada al mercado de valores por parte de las PyMEs es la limitación de quienes quieren invertir en emisiones hechas por empresas PyME, pues para los dos países las emisiones de estos títulos se deben hacer en un segundo mercado donde los únicos que pueden acceder a esto son inversionistas profesionales.

Otro método de protección a los inversionistas está en la obligación de crear políticas de gobierno corporativo, tanto en Colombia como en Argentina estas prácticas son promovidas por el estado a través de leyes y decretos. La utilización de este tipo de prácticas es un valor reconocido por los inversionistas que puede influir en las tasas de interés.

La creación del comité de auditoría, puede definirse como uno de los mecanismos de protección más importantes y más aún cuando se trata de empresas PyME, sin embargo en Argentina no es obligatorio para las PyMEs que quieran invertir en el mercado de valores, esto como incentivo para la entrada de estas al mercado de valores, mientras que en Colombia si es obligatorio.

Otra de las conclusiones importantes de esta investigación es la que demuestra que en el mundo hay países con mercados de valores amigables a las PyME, este es el caso de NASDAQ en Estados Unidos y el AIM en Inglaterra, con lo que se demuestra que si es viable la entrada de las PyMEs al mercado de valores. En el caso de Latinoamérica, países como Brasil han creado mercados favorables a la entrada al mercado de valores, en la actualidad existe un mercado paralelo que reconoce y exige altos estándares de gobierno corporativo para poder emitir valores en él.

Uno de los puntos interesantes que se encontró en esta investigación, es que los modelos que favorecen la entrada de PyMEs al mercado de valores en países latinoamericanos y en el resto del mundo, en la mayoría de los casos han sido exitosos y han cumplido con el objetivo principal de estos modelos, crear alternativas de financiamiento para las PyMEs.

En Argentina por ejemplo, actualmente si existen empresas PyME en el mercado de valores, a partir del año 2002 y de la crisis, el estado argentino empezó a crear medidas mucho más favorables que las establecidas antes de esta fecha, que favorecieron la entrada de las PyMEs al mercado de valores a través de figuras como el cheque de pago diferido, el fideicomiso financiero, la emisión de acciones y los bonos o obligaciones negociables.

En Argentina, las obligaciones negociables o bonos actualmente representan la tercera alternativa de financiamiento en el mercado de valores, y esto se da debido a los beneficios creados para estimular la entrada al mercado de valores como la eliminación de calificación de riesgo. Sin embargo por el lado de las acciones, esta investigación encontró que únicamente se ha presentado una emisión de estas, emisión que se hizo en el año 2012 y se hizo por un valor de veinte dos millones de pesos argentinos.

Sin embargo, una de las posibles deficiencias que tiene la emisión de obligaciones negociables en Argentina es el corto plazo de estas, pues según la información encontrada el plazo máximo que se encuentra es de cinco años.

Como se explicó en esta investigación, la emisión de valores en Colombia a la fecha es nula.

En términos de la situación actual de las PyME en Argentina y Colombia se puede decir que por el lado de Colombia existe una percepción positiva en cuanto a la situación económica que atraviesan las PyMEs, y esta percepción va acompañada de una realidad que muestra un incremento en las ventas de este tipo de empresas y un crecimiento mínimo del 3% en la economía en general. La situación de Argentina por su parte es algo más

compleja, ya que a pesar de que en Argentina si existen PyMEs en el mercado de valores, estas tienen que luchar contra factores y variables macroeconómicas determinantes como lo son la inflación, la tasa de cambio, etc, estas situaciones podrían dificultar la entrada de inversionistas extranjeros que deseen invertir en empresas PyME.

Con respecto a la determinación de cuáles pueden ser los principales problemas que tienen las PyMEs en Argentina y Colombia, en esta investigación se encontró que existen varios problemas de fondo que pueden afectar el crecimiento de este tipo de empresa, uno de los mayores problemas que presentan las PyMEs en estos dos países es la baja productividad que estas empresas tienen, esta baja productividad se ve reflejado en el minúsculo aporte al PBI si se tiene en cuenta que estas empresas abarcan más del 90% del total de las empresas en los dos países. La baja productividad en buena parte se debe a la falta de financiamiento de largo plazo que las PyMEs tienen. La entrada de las PyMEs a la bolsa de valores se puede decir que es un gran mecanismo para mejorar la productividad debido a la gran capacidad que el mercado de valores tiene para financiar.

En cuanto a las tasas de interés, esta investigación encontró que una de las principales razones para que las empresas no accedan a financiamiento son las altas tasas de interés que se encuentran en el mercado financiero, razón por la cual las PyMEs no acceden a créditos bancarios.

En Colombia no existe una tasa de interés de referencia para emisiones en la bolsa de valores (en el caso de las PyMEs) ya que hasta la fecha no existe ninguna PyME que cotice en la Bolsa de valores de Colombia, sin embargo el rango el rango de tasas para emisiones de bonos en Colombia (para empresas grandes que cotizan en bolsa) está entre el 8.34% y el 11%.

A diferencia de Colombia, en Argentina si existe un referente de tasas de interés para emisiones en bolsa de valores, pues Argentina si cuenta con PyMEs listadas en la bolsa de comercio de Buenos Aires. El rango de tasas de interés para emisiones de bonos u obligaciones negociables en este país se encuentra entre el 14% y el 37% dependiendo en la mayoría de los casos de la tasa BADLAR.

Como conclusión sobre la tasa de interés, esta investigación encontró que existe una diferencia amplia en cuanto a las tasas de interés entre Colombia y Argentina, esta diferencia se fundamenta principalmente en dos razones principales, la primera es el tipo de comparación en donde las tasas de referencia para Colombia se hace con tasas para emisiones de empresa grandes donde existe un menor riesgo y por ende las emisiones pueden soportar menores tasas de interés y la segunda es la inflación existente en Argentina.

A pesar de que esta investigación se basa en la viabilidad que existe en Colombia y Argentina para la emisión de bonos y acciones en el mercado de valores, existen algunos mecanismos de emisión tal como los cheques de pago diferido que en la actualidad son usados en Argentina como alternativa de financiamiento para las PyME que pueden convertirse en una opción para las PyMEs colombianas, este mecanismo de financiamiento puede ayudar a suplir necesidades financieras de las PyMEs en Colombia a la vez que puede ser un abrebocas para las PyMEs en el mercado de valores colombiano.

En cuanto a los mecanismos de protección que tienen los inversionistas, en Argentina existen empresas calificadoras de Riesgo especializadas en emisiones de PyMEs, a pesar de que uno de los incentivos para que las empresas PyME puedan acceder al mercado de valores, es la no obligación de tener una calificación de riesgo. Vale la pena recordar que una empresa calificada es una empresa mucho más llamativa para los inversionistas. En el caso de Colombia en la actualidad no existe ninguna empresa calificadora de riesgo especializada en empresas PyME.

En términos de estructura de mercado, en Argentina y Colombia existen muchas similitudes, sin embargo, en Argentina existe un desarrollo mucho más avanzado en cuanto infraestructura acondicionada para la entrada de las PyME a la bolsa de valores más específicamente a la bolsa de comercio de Buenos Aires.

Por otra parte, se encontró también que problemas de asimetría en la información, factores idiosincráticos y la percepción de los propietarios de las empresas PyME sobre la apertura de capital son los principales problemas que tienen las PyMEs para iniciar operaciones en el mercado de valores.

Otro de los principales problemas o barreras que presentan las PyMEs en Argentina y Colombia son los altos costos de emisión que si bien se han intentado disminuir en los dos países, todavía no ha sido suficiente ni para Argentina que no ha podido aumentar sus emisiones significativamente en los últimos tres años ni para Colombia que ni siquiera ha logrado hacer una primera emisión PyME.

Como conclusión, también podríamos elaborar un pequeño análisis comparativo sobre algunos aspectos que tocan y afectan a las PyMEs tanto en Colombia como Argentina y que pueden ser determinantes a la hora de buscar financiamiento en el mercado de valores. Podríamos mencionar varios aspectos como por ejemplo i) financiamiento ii) Instrumentos financieros como opción para el mercado de valores, iii) sectores PyME con mayores opciones de financiamiento.

En cuanto a financiamiento, esta investigación concluye que el financiamiento tradicional para las PyMEs en los dos países presenta un panorama bastante complejo pues existen diferentes problemas que dificultan que las empresas pequeñas y medianas utilicen los servicios financieros bancarios, podemos decir que problemas como falta de garantías reales (warrants), asimetría en la información entre otros son los principales problemas tanto en Argentina como en Colombia. Este trabajo concluyo que son las grandes empresas en los dos países las que se benefician en mayor medida a la oferta crediticia de los bancos.

En cuanto a sectores PyME, este documento encontró cierta similitud en los tres primeros y principales sectores que mueven las empresas PyME, el sector comercio es el sector principal tanto en Argentina como en Colombia con un 22% y 47% respectivamente, por su parte el segundo sector con mayor importancia en las PyMEs argentinas es el de la industria con un 21% mientras que en Colombia el segundo sector con mayor importancia en el sector PyME se lo lleva el sector servicios con un 27%, por su parte el tercer sector con mayor importancia en Argentina se lo lleva el sector servicios con un 22% mientras que en Colombia el tercer sector con mayor importancia se lo lleva el sector industria. De los tres sectores, en Argentina que el sector que mayor crédito bancario solicito fue el sector industria con un 29% del crédito mientras que en Colombia el sector que mayor

crédito solicitado fue el sector industrial con un 55% del total del crédito destinado para PyMEs en Colombia.

En cuanto a instrumentos financieros, si bien tenemos el antecedente que en Argentina si hay movimiento en el mercado de valores y en Colombia no, podemos concluir que el uso de instrumentos financieros diferentes a obligaciones negociables y acciones puede estimular la entrada de PyMEs al mercado de valores, en el caso argentino el uso del cheque de pago diferido ha servido de útil método de financiación en el mercado de valores, por su parte según lo encontrado en esta investigación los instrumentos híbridos como el Mezzanine Kapital han servido para incentivar algunos proyectos de start up o pequeños emprendimientos en Colombia, al igual que los cheques de pago diferido en Argentina.

En la coyuntura actual, y en vista de factores como la globalización podemos decir que las PyMEs que utilicen en sus procesos una mayor innovación pueden convertirse en PyMEs con mayor potencialidad para emitir títulos en el mercado de valores, como se mencionó en párrafos anteriores, algunos start up de sectores como servicios informáticos en la actualidad son los más llamativos para inversionistas debido a los grandes retornos que este tipo de emprendimientos pueden ofrecer, en EEUU instrumentos como el Venture capital han sacado adelante grandes proyectos mediante su financiación a empresas PyME. En Colombia y Argentina, el desarrollo de este tipo de empresas hasta el momento no es significativo sin embargo con el tiempo este tipo de empresas pueden ser las de mayor potencialidad a la hora de conseguir financiamiento en mercados financieros debido a la gran capacidad de generar valor y grandes utilidades que ofrecen estas empresas. Es importante que el estado a través de políticas de desarrollo tecnológico se ponga en la tarea de incentivar iniciativas que vayan en favor de este tipo de emprendimientos creando espacios propicios para la creación de este tipo de empresas como por ejemplo espacios como Silicon Valley en Estados Unidos.

Como gran conclusión de esta investigación, se tiene que todavía existe un camino muy amplio por recorrer en Argentina y Colombia para que la emisión de títulos valores en la bolsa de valores sea una acción sostenible y viable, a pesar de que en Argentina ya existen emisiones en la bolsa de comercio de Buenos Aires, todavía este tipo de emisiones no son significativa ni corresponden a un porcentaje representativo de todas las PyMEs del país. Existen muchos problemas en que las PyMEs con ayuda del estado y del sector privado tienen que trabajar para que este tipo de emisiones sean sostenibles y llamativas a través del tiempo para aquellos inversores que buscan mayores rentabilidades.

En Colombia se debe trabajar fuertemente en mostrar al mercado de valores como una buena alternativa y se deben seguir algunas de las acciones tomadas por Argentina y a algunos países del mundo para fortalecer e incentivar de una vez por todas, la entrada de PyMEs al mercado de valores.

9. REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

- ANG, JAMES S. (1991). Small Business Uniqueness and the Theory of Financial Management. The Journal of Small Business Finance. Vol. 1. Nº 1. Reino Unido. pp. 1-13
- ASCUA RUBEN, 2006, “Instrumentos híbridos de financiamiento para empresas PyME. El caso de Alemania”, Universidad Nacional de Comahue.
- CARBAJAL INGRID y MONROY WILSON, (2011), Preparación de las PyMEs para el ingreso al mercado de capitales, Bogotá.
- CARDOZO, EDYAMIRA Y VELASQUEZ DE NAIME, YNGRID Y RODRÍGUEZ MONROY, CARLOS (2012) El concepto y la clasificación de PYME en América Latina. In:Global Conference on Business and Finance, 22/05/2012 - 25/05/2012, San José, Costa Rica.
- COATZ DIEGO, (2013) Política Pyme en América latina a la luz de los cambios globales – UNIVERSIDAD DE ALCALA, Centro internacional de información financiera, Madrid, España.
- GIRALT, ANTONIO, JESÚS GONZÁLEZ NIETO, (2012), Mercado Alternativo Bursátil. "Financiación de la pyme en el mercado financiero español. la experiencia y proyección del MAB." Pequeña y Mediana Empresa: Impacto y Retos De La Crisis En Su Financiación: 235-258.
- HASBLEIDY YESENIA OLARTE RICO, (2014), “Uso de instrumentos financieros mezzanine para apalancar pymes en fase de crecimiento y expansión”. Universidad Eafit de Colombia.
- HOGAN, TERESA y ELAINE HUTSON (2005). Capital Structure in New Technology-Based Firms: Evidence from the Irish Software Sector. Global Finance Journal. Vol. 15. Nº 3. Reino Unido. pp. 369-387.
- LEÓN, N., Y, ALBA A. (2011), ‘Segundo mercado: Balance y propuestas para su Profundización desde la perspectiva de las pequeñas y medianas empresas’. Publicación AMV.
- LUIS ORGAZ, LUIS MOLINA, CARMEN CARRASCO, (2011) - El creciente peso de las economías emergentes en la economía y gobernanza mundiales.. Banco de España.
- MA FERRER, ÁT TANAKA, (2009). Las pymes y las teorías modernas sobre estructura de capital, - COMPENDIUM, - ucla.edu.ve.
- MANUELITO SANDRA y LUIS FELIPE JIMENEZ, (2010). Los mercados financieros en América Latina y el financiamiento de la inversión: hechos estilizados y propuestas para una estrategia de desarrollo – CEPAL – División de desarrollo Económico – Santiago de Chile.

- MARÍA ALEJANDRA FERRER Y ÁLVARO TRESIERRA TANAKA, (2009). Las PyMEs y las teorías modernas sobre estructuras de capital – Artículo académico, Revista compendium. Disponible en <http://www.redalyc.org>.
- MISHKIN, FREDERIC S, (2008). Moneda, banca y mercados financieros, Pearson, México.
- MODIGLIANI, FRANCO & MILLER, MERTON H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. The American Economic Review.
- MODIGLIANI, FRANCO & MILLER, MERTON H, (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. The American Economic Review.
- MONDRAGÓN HERNÁNDEZ, SONIA, (2011). Marco conceptual de las teorías de la irrelevancia, del trade off y de la jerarquía de las preferencias. Cuadernos de Contabilidad, 12 (30), 165-178. www.revistas.javeriana.edu.co.
- MYERS, STEWART C. (1984). The Capital Structure Puzzle. The Journal of Finance. Julio 1984. Vol. 39. N° 3. Papers and Proceedings, Forty Second Annual Meeting, American Finance Association, San Francisco, CA. Estados Unidos. pp. 575–592.
- MYERS, STEWART C. y NICHOLAS S. MAJLUF (1984). Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information that Investors do not have. Journal of Financial Economics. Vol. 13. N° 2. Holanda. pp. 187-221.
- PAUL A. SAMUELSON/ WILLIAM D. NORDHAUS (2009) Economía. Décimo novena edición — Editorial Mc Graw Hill.
- PERSPECTIVAS ECONÓMICAS DE AMÉRICA LATINA (2013) - políticas de pymes para el cambio estructural OCDE/CEPAL2012
- PAGÉS CARMEN, (2010). La era de la productividad. Como transformar las economías desde sus cimientos – Banco interamericano de desarrollo BID.
- ROSS, WESTERFIELD, JORDAN, (2010) – Fundamentos de finanzas corporativas – Editorial Mc Graw Hill.
- STIGLITZ, JOSEPH E, (2006). El malestar en la globalización, Taurus, México.
- VIGIER HERNAN, GUERCIO M. BELEN, BRIOZZO ANAHI, 2013 - Financiamiento de obligaciones negociables, el problema de ser PYME.

10. PAGINAS WEB CONSULTADAS

- ACCIONES PEQUEÑAS EMPRESAS MOTOR DE NASDAQ FINALES DE SIGLO XX. Disponible en: <http://www.eltiempo.com/archivo/documento/MAM-957166>. Consultado: 27 de abril de 2015.
- ACTUALIZACIÓN NORMAS EXPEDIDAS POR LA SUPERINTENDENCIA DE VALORES. Disponible en: http://www.bancoagrario.gov.co/acerca/Documents/Resolucion_400_95.pdf. Consultado: 27 de abril de 2015.
- ADOPCIÓN DE NIIF EN ARGENTINA SEGÚN IASB. Disponible en: <http://glenif.org/es/images/stories/pdf/argentinaesp.pdf>. Consultado: 27 de abril de 2015.
- AGENCIAS CALIFICADORAS DE RIESGO EN ARGENTINA Disponible en: <http://www.cnv.gob.ar/EducacionBursatil/versionpdf/SociedadesCalificadorasDeRiesgo.pdf>. Consultado: 27 de abril de 2015.
- ALTERNATIVAS EN LA BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA PARA LAS PYMES Y OTROS. Disponible en: <http://www.amvcolombia.org.co/attachments/data/20111228193101.pdf>. Consultado: 27 de abril de 2015.
- ANTECEDENTES DE PYMES EN BOLSA DE VALORES. Disponible en: <http://www.cnv.gob.ar/EducacionBursatil/IntroduccionGeneralPYMES.asp>. Consultado: 27 de abril de 2015.
- APORTE DE LAS PYMES ARGENTINAS AL PBI. Disponible en <http://www.cepal.org/cgi-bin/getProd.asp?xml=/ddpeudit/noticias/paginas/8/7248/P7248.xml&xsl=/ddpeudit/tpl/p18f.xsl&base=/tpl/imprimir.xsl>. Consultado: 27 de abril de 2015.
- APORTE DE LAS PYMES AL PIB. Disponible en: <http://www.elespectador.com/noticias/economia/promedio-de-vida-de-microempresas-latinoamerica-de-12-a-articulo-514511>. Consultado: 27 de abril de 2015.
- BASE DE MARCO CONCEPTUAL. Disponible en: <http://www.grin.com/es/e-book/275689/la-importancia-de-las-pymes-y-sus-dificultades-de-acceso-al-credito>. Consultado: 27 de abril de 2015.
- BONIFICACIÓN DE TASAS SEPYME. Disponible en: <http://www.industria.gob.ar/rbt/>. Consultado: 27 de abril de 2015.
- COMO OPERAN LOS CHEQUES DE PAGO DIFERIDO Disponible en: <http://www.intranet.sba.com.ar/sba/software/Estaci%C3%B3nCHDif.pdf>. Consultado: 27 de abril de 2015.
- CONCERTACIÓN MUNDIAL DEL CONCEPTO DE PYME. Disponible en: http://www.javeriana.edu.co/fcea/cuadernos_contab/vol3_n_14/vol3_14_1.pdf. Consultado: 27 de abril de 2015.

- CREACIÓN DE LA SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA, DECRETO 2739. Disponible en: http://juriscol.banrep.gov.co/contenidos.dll/Normas/Decretos/1991/decreto_2739_1991. Consultado: 27 de abril de 2015.
- DATOS SOBRE TASAS DE INTERÉS EN LATINOAMÉRICA. Disponible en: http://www.cepal.org/ddpe/publicaciones/xml/0/45220/Financiamiento_a_pymes.pdf. Consultado: 27 de abril de 2015.
- DATOS BANCO MUNDIAL. Disponible en: <http://datos.bancomundial.org/indicador/NE.EXP.GNFS.ZS>. Consultado: 27 de abril de 2015.
- DATOS SOBRE SITUACION ENCONOMICA EN LAS PYMES ARGENTINAS. Disponible en: http://www.observatoriopyme.org.ar/newsite/wp-content/uploads/2014/09/FOP_IE_1404_Productividad-Devaluacion-Inflacion-Desempleo.pdf. Consultado: 27 de abril de 2015.
- DECRETO 964 CONTROL DEL ESTADO MECANISMOS DE PROTECCIÓN. Y AUTOREGULADOR DEL MERCADO. Disponible en: https://www.deceval.com.co/portal/page/portal/Home/Marco_Legal/Normas/Ley964de2005.pdf. Consultado: 27 de abril de 2015.
- DECRETO 677 DE 2001 REGIMEN DE TRANSPARENCIA EN LA OFERTA PUBLICA. Disponible en: <http://www.infoleg.gov.ar/infolegInternet/anexos/65000-69999/67128/norma.htm>. Consultado: 27 de abril de 2015.
- DECRETO 1019/2014 MODIFICACIÓN DECRETO 2555 2010, FACILIDADES PARA ENTRAR AL MERCADO DE CAPITALES POR PARTE DE LAS PYMES EN COLOMBIA. Disponible en: http://www.minhacienda.gov.co/portal/page/portal/HomeMinhacienda/elministerio/Normativa_Minhacienda/2014/DECRETO%201019%20DEL%2028%20DE%20MAYO%20DE%202014.pdf. Consultado: 27 de abril de 2015.
- DECRETO 2555, NORMAS SECTOR FINANCIERO Y MERCADO DE VALORES. Disponible en: http://www.bancadelasoportunidades.com.co/documentos/Normas%20y%20Decretos/decreto_2555_2010.pdf. Consultado: 27 de abril de 2015.
- DECRETO 656 DEL 92 ARGENTINA (RÉGIMEN PARA AUTORIZACIONES DE OFERTA PÚBLICA). Disponible en: <http://infoleg.mecon.gov.ar/infolegInternet/anexos/10000-14999/12385/norma.htm>. Consultado: 27 de abril de 2015.
- DEFINICIÓN DE CHEQUE DE PAGO DIFERIDO. Disponible en: http://www.bcba.sba.com.ar/financiarse/pago_dif.php. Consultado: 27 de abril de 2015.
- DISPOSICIONES PARA LA ACTIVIDAD DE AUTOREGULACION DEL MERCADO DE VALORES. Disponible en: http://juriscol.banrep.gov.co/contenidos.dll/Normas/Decretos/2006/decreto_1565_2006. Consultado: 27 de abril de 2015.
- EMISIÓN DE BONOS EN EL MUNDO. Disponible en: <http://www.portafolio.co/economia/emisiones-bonos-el-mundo>. Consultado: 27 de abril de 2015.

- ENSAYO PARA ESTIMULAR Y CREAR ESTRATEGIAS PARA FACILITAR LA ENTRADA AL MERCADO DE VALORES. Disponible en: <http://www.amvcolombia.org.co/attachments/data/20131029161325.pdf>. Consultado: 27 de abril de 2015.
- ESTADO DE LA ADOPCIÓN DE NIIF EN AMÉRICA LATINA Disponible en: http://glenif.org/es/index.php?option=com_content&view=article&id=57&Itemid=66. Consultado: 27 de abril de 2015.
- ESTRUCTURA DEL MERCADO DE VALORES COLOMBIANO. Disponible en: <http://brc.com.co/notasy analisis/MERCADODECAPITALES.pdf>. Consultado: 27 de abril de 2015.
- EXPERIENCIAS DE LA BOLSA DE VALORES Y PYMES DE BRASIL Y MÉXICO Disponible en: http://portal.uexternado.edu.co/pdf/5_revistaContexto/Contexto/Archivo/Contexto%2028/Cons tanzaBlanco.pdf. Consultado: 27 de abril de 2015.
- EXPERIENCIA INTERNACIONAL DE LAS PYMES EN LA BOLSA DE VALORES Disponible en: <http://intellectum.unisabana.edu.co:8080/jspui/bitstream/10818/5909/1/127790.pdf>. Consultado: 27 de abril de 2015.
- FIDEICOMISO FINANCIERO. Disponible en: http://nulan.mdp.edu.ar/641/1/mosqueira_ma.pdf. Consultado: 27 de abril de 2015.
- FINANCIAMIENTO PARA PEQUEÑAS EMPRESAS, EL CASO DE ALEMANIA ENSEÑANZAS PARA ARGENTINA. Disponible en: <http://www.cepal.org/publicaciones/xml/4/22644/DocSerie26.pdf>. Consultado: 27 de abril de 2015.
- FINANCIAMIENTO PARA EMPRESAS PYME COMISION NACIONAL DE VALORES ARGENTINA. Disponible en: <http://www.cnv.gob.ar/PortalEmpresa/index.asp?Lang=0#financiamiento>. Consultado: 27 de abril de 2015.
- FUNCIONES DE LA SUPERINTENDENCIA FINANCIERA Disponible en: <https://www.superfinanciera.gov.co/jsp/loader.jsf?lServicio=Publicaciones&lTipo=publicaciones&lFuncion=loadContenidoPublicacion&id=60607>. Consultado: 27 de abril de 2015.
- GUÍA DEL MERCADO DE CAPITALES. Disponible en: <http://www.valoresbancolombia.com/cs/Satellite?blobcol=urldata&blobheadername1=content-type&blobheadername2=Content-Disposition&blobheadername3=MDT-Type&blobheadervalue1=application%2Fpdf&blobheadervalue2=inline%3B+filename%3Dmyfile&blobheadervalue3=abinary%253B%2Bcharset%253DUTF-8&blobkey=id&blobtable=MungoBlobs&blobwhere=1266524247639&ssbinary=true>. Consultado: 27 de abril de 2015.
- GUIA PARA INVERSIONISTAS EN COLOMBIA. Disponible en: http://www.conozcalabvc.com/sites/bvc/files/files/como_invertir_en_colombia2.pdf. Consultado: 27 de abril de 2015.

- GUIA MERCADO DE VALORES, REGULACIÓN DE MERCADOS Y LEYES. BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA. Disponible en: <http://www.valoresbanco.com/cs/Satellite?blobcol=urldata&blobheadername1=content-type&blobheadername2=Content-Disposition&blobheadername3=MDT-Type&blobheadervalue1=application%2Fpdf&blobheadervalue2=inline%3B+filename%3Dmyfile&blobheadervalue3=abinary%253B%2Bcharset%253DUTF-8&blobkey=id&blobtable=MungoBlobs&blobwhere=1266523124195&ssbinary=true>. Consultado: 27 de abril de 2015.
- HISTORIA DE NASDAQ Y SU RELACIÓN CON LAS PYMES. Disponible en: <http://intellectum.unisabana.edu.co:8080/jspui/bitstream/10818/5909/1/127790.pdf>. Consultado: 27 de abril de 2015.
- HISTORIA DE LOS VENTURE CAPITAL DE USA Disponible en: http://www.capitalprivado.com.mx/2011/04/24/historia-del-venture-capital/#footnote_3_1081. Consultado: 27 de abril de 2015.
- IMPORTANCIA DE LA INFORMACIÓN CONTABLE EN LAS ORGANIZACIONES. Disponible en: http://cuadernosdecontabilidad.javeriana.edu.co/vol10_n_27/vol10_27_2.pdf. Consultado: 27 de abril de 2015.
- INFLACIÓN 2014 ARGENTINA. Disponible en: <http://www.clarin.com/tema/inflacion.html>. Consultado: 27 de abril de 2015.
- INFORMACIÓN SOBRE CALIFICADORAS DE RIESGO PYMES EN COLOMBIA. Disponible en: http://www.eempleo.com/colombia/tendencias_laborales/calificadora-de-riesgo-especializada-en-pymes-/6585985. Consultado: 27 de abril de 2015.
- INFLACIÓN REAL DE LOS ÚLTIMOS 5 AÑOS EN ARGENTINA. Disponible en: <http://www.ambito.com/noticia.asp?id=670045>. Consultado: 27 de abril de 2015.
- INSTITUTO ARGENTINO DE MERCADO DE CAPITALES. Disponible en: <http://www.iamc.com.ar/resultadosCompleto/busqueda/articulosobreindicadores/>. Consultado: 27 de abril de 2015.
- LAS EMPRESAS NO LE APUESTAN AL MERCADO DE CAPITALES. Disponible en: http://www.larepublica.co/las-empresas-no-le-apuestan-al-mercado-de-capitales_144396. Consultado: 27 de abril de 2015.
- LEY 964 FUNCIONES DEL GOBIERNO PARA CONTROL DEL MERCADO DE CAPITALES. Disponible en: https://www.deceval.com.co/portal/page/portal/Home/Marco_Legal/Normas/Ley964de2005.pdf. Consultado: 27 de abril de 2015.
- LEY DE MERCADO DE CAPITALES, LEY 26831. Disponible en: <http://infoleg.mecon.gov.ar/infolegInternet/anexos/205000-209999/206592/norma.htm>. Consultado: 27 de abril de 2015.
- LEY 23697 ARGENTINA. Disponible en: <http://infoleg.mecon.gov.ar/infolegInternet/anexos/0-4999/15/texact.htm>. Consultado: 27 de abril de 2015.
- LUGARES DONDE SE UTILIZA EL CHEQUE DE PAGO DIGERIDO, ARGENTINA, PERÚ, URUGUAY Y PARAGUAY. Disponible en:

<http://www.jusdem.org.pe/articulosinteres/CHEQUE%20DE%20PAGO%20DIFERIDO%200K.pdf>. Consultado: 27 de abril de 2015.

- MODALIDAD DE CHEQUE DE PAGO DIFERIDO EN ARGENTINA. Disponible en: <http://www.cnv.gob.ar/EducacionBursatil/IntroduccionGeneralCheque.asp>. Consultado: 27 de abril de 2015.
- NORMA TÉCNICA COMISIÓN NACIONAL DE VALORES NT2001 CNV. Disponible en: <http://www.cnv.gov.ar/LeyesReg/CNV/esp/TOC2001.htm>. Consultado: 27 de abril de 2015.
- NORMAS EN MATERIA DE INTERMEDIACIÓN FINANCIERA EN COLOMBIA. Disponible en: http://juriscol.banrep.gov.co/contenidos.dll/Normas/Leyes/1990/ley_45_1990. Consultado: 27 de abril de 2015.
- PREPARACION DE LAS PYMES PARA EL INGRESO AL MERCADO DE CAPITALES. Disponible en: <http://www.amvcolombia.org.co/attachments/data/20111228193101.pdf>. Consultado: 27 de abril de 2015.
- PROPUESTAS PARA LOGRAR UNA MAYOR PROFUNDIZACIÓN EN EL SEGUNDO MERCADO PARA VINCULAR A LAS PYMES Disponible en: <http://www.amvcolombia.org.co/attachments/data/20111228193902.pdf>. Consultado: 27 de abril de 2015.
- PYMES EN EL RÉGIMEN DE OFERTA PÚBLICA ARGENTINA. Disponible en: <http://www.cnv.gob.ar/InfoFinan/BuscoSociedades.asp?Lang=0&TamanoSocID=1>. Consultado: 27 de abril de 2015.
- RÉGIMEN DE TRANSPARENCIA OFERTA PUBLICA DECRETO 677 2001. Disponible en: <http://www.infoleg.gov.ar/infolegInternet/anexos/65000-69999/67128/norma.htm>. Consultado: 27 de abril de 2015.
- REGLAS PARA QUE LAS PYMES EMPIECEN A COTIZAR EN LA BOLSA, DECRETO 1019 DIARIO LA REPUBLICA. Disponible en: http://www.larepublica.co/nuevas-reglas-har%C3%A1n-que-2000-empresas-entren-cotizar-la-bolsa-de-valores_131256. Consultado: 27 de abril de 2015.
- REGULACION DE ACTIVIDADES FINANCIERAS Y BURSTATILES EN COLOMBIA. Disponible en: http://juriscol.banrep.gov.co/contenidos.dll/Normas/Leyes/1993/ley_35_1993. Consultado: 27 de abril de 2015.
- RESOLUCIÓN 527/08 REGLAMENTACION DECRETO 319. Disponible en: <http://infoleg.mecon.gov.ar/infolegInternet/anexos/140000-144999/140763/norma.htm>. Consultado: 27 de abril de 2015.
- SEGUNDO MERCADO, BALANCE Y PROPUESTAS PARA SU PROFUNDIZACIÓN DESDE LAS PERSPECTIVAS DE LAS PYMES EN COLOMBIA. Disponible en: <http://www.amvcolombia.org.co/attachments/data/20111228193902.pdf>. Consultado: 27 de abril de 2015.
- SISTEMAS DE INFORMACIÓN CONTABLE Y FINANCIERAS EN PYMES ARGENTINAS. Disponible en: <http://www.ucema.edu.ar/publicaciones/download/documentos/252.pdf>. Consultado: 27 de abril de 2015.

- TASA BADLAR INFORME BCRA. Disponible en:
<http://www.bcra.gov.ar/pdfs/polmon/infomondiae.pdf>. Consultado: 27 de abril de 2015.
- TITULARIZACIÓN EN COLOMBIA. Disponible en:
<http://bdigital.uao.edu.co/bitstream/10614/5832/1/T03845.pdf>. Consultado: 27 de abril de 2015.
- TOTAL DE EMPRESAS PYME EN COLOMBIA. Disponible en:
<http://www.cesla.com/pdfs/LAS%20MIPYMES%20Y%20SU%20PARTICIPACION%20EN%20EL%20DESARROLLO%20SOCIAL%20Y%20CREMIENTO%20ECONOMICO%20DE%20AMERICA%20LATINA.pdf>. Consultado: 27 de abril de 2015.

11. ANEXOS

ANEXO 1 TIPO DE CAMBIO COLOMBIANO FEBRERO 2014 – JULIO 2014

Día del mes	Febrero	Marzo	Abril	Mayo	Junio	Julio
1	\$2.021,10	\$2.046,75	\$1.969,45	\$1.933,46	\$1.900,64	\$1.881,19
2	\$2.021,10	\$2.046,75	\$1.966,02	\$1.933,46	\$1.900,64	\$1.865,42
3	\$2.021,10	\$2.046,75	\$1.963,51	\$1.926,30	\$1.900,64	\$1.856,73
4	\$2.039,85	\$2.052,51	\$1.966,40	\$1.926,30	\$1.899,74	\$1.848,91
5	\$2.041,34	\$2.047,75	\$1.951,85	\$1.926,30	\$1.897,70	\$1.848,91
6	\$2.048,75	\$2.045,14	\$1.951,85	\$1.923,07	\$1.892,08	\$1.848,91
7	\$2.049,52	\$2.030,02	\$1.951,85	\$1.918,20	\$1.886,09	\$1.848,91
8	\$2.046,06	\$2.036,20	\$1.937,59	\$1.912,97	\$1.886,09	\$1.849,28
9	\$2.046,06	\$2.036,20	\$1.923,95	\$1.902,15	\$1.886,09	\$1.854,24
10	\$2.046,06	\$2.036,20	\$1.931,09	\$1.901,51	\$1.883,76	\$1.859,94
11	\$2.048,55	\$2.042,78	\$1.920,93	\$1.901,51	\$1.884,97	\$1.858,47
12	\$2.041,61	\$2.043,59	\$1.927,28	\$1.901,51	\$1.884,63	\$1.852,57
13	\$2.031,75	\$2.047,59	\$1.927,28	\$1.904,85	\$1.877,18	\$1.852,57
14	\$2.032,99	\$2.044,48	\$1.927,28	\$1.919,70	\$1.877,37	\$1.852,57
15	\$2.022,68	\$2.044,58	\$1.926,47	\$1.925,31	\$1.877,37	\$1.857,93
16	\$2.022,68	\$2.044,58	\$1.932,42	\$1.927,80	\$1.877,37	\$1.867,88
17	\$2.022,68	\$2.044,58	\$1.930,62	\$1.925,41	\$1.886,62	\$1.868,41
18	\$2.022,68	\$2.035,16	\$1.930,62	\$1.925,41	\$1.899,90	\$1.872,27
19	\$2.028,54	\$2.034,86	\$1.930,62	\$1.925,41	\$1.895,92	\$1.871,87
20	\$2.042,22	\$2.017,38	\$1.930,62	\$1.921,16	\$1.881,34	\$1.871,87
21	\$2.052,46	\$1.998,60	\$1.930,62	\$1.920,41	\$1.884,56	\$1.871,87
22	\$2.043,96	\$1.993,85	\$1.921,75	\$1.911,33	\$1.884,56	\$1.861,28
23	\$2.043,96	\$1.993,85	\$1.929,66	\$1.905,80	\$1.884,56	\$1.848,98
24	\$2.043,96	\$1.993,85	\$1.936,63	\$1.905,53	\$1.884,56	\$1.847,85
25	\$2.042,67	\$1.993,85	\$1.936,07	\$1.905,53	\$1.886,85	\$1.846,12
26	\$2.045,45	\$1.978,63	\$1.942,37	\$1.905,53	\$1.880,37	\$1.848,56
27	\$2.053,11	\$1.973,03	\$1.942,37	\$1.905,53	\$1.886,01	\$1.848,56
28	\$2.054,90	\$1.965,64	\$1.942,37	\$1.917,34	\$1.881,19	\$1.848,56
29	-	\$1.965,32	\$1.936,13	\$1.910,80	\$1.881,19	\$1.850,61
30	-	\$1.965,32	\$1.935,14	\$1.905,96	\$1.881,19	\$1.853,30
31	-	\$1.965,32	-	\$1.900,64	-	\$1.872,43

Tasas de captación mensuales - tasa de interés fin de mes de los certificados de depósito a término a 90 días para bancos y corporaciones

Serie histórica

Información disponible a partir de enero de 1980

Año	Tasa de interés - efectiva anual											
	CDT90 (Bancos y Corporaciones)											
	Enero	Febrero	Marzo	Abril	Mayo	Junio	Julio	Agosto	Septiembre	Octubre	Noviembre	Diciembre
2014	3,87%	4,10%	3,79%	3,89%	3,66%	4,18%	3,91%	4,06%	4,20%	4,35%	4,34%	3,91%
2013	4,94%	4,74%	4,47%	4,07%	3,98%	3,95%	3,76%	4,09%	4,03%	3,91%	4,06%	3,94%
2012	4,39%	5,48%	5,47%	5,48%	5,26%	5,44%	5,52%	5,41%	5,52%	6,21%	5,10%	4,58%
2011	3,37%	3,33%	3,60%	3,93%	3,95%	4,10%	4,24%	4,41%	4,53%	4,66%	4,72%	4,76%
2010	3,99%	3,92%	3,77%	3,79%	3,49%	3,32%	3,36%	3,58%	3,29%	3,67%	3,47%	2,86%
2009	9,82%	9,11%	7,68%	7,22%	5,26%	5,26%	4,73%	4,77%	4,62%	4,25%	4,32%	3,82%
2008	9,22%	9,11%	7,70%	9,75%	9,21%	8,91%	9,53%	8,96%	9,62%	10,06%	10,19%	9,77%
2007	7,15%	7,26%	7,96%	7,61%	6,67%	7,40%	7,73%	8,01%	8,73%	8,12%	7,45%	8,78%
2006	5,93%	5,65%	5,60%	5,76%	6,01%	5,90%	6,21%	6,34%	5,87%	6,44%	6,05%	5,90%
2005	7,27%	7,24%	7,02%	7,28%	7,12%	7,06%	7,00%	6,87%	6,68%	6,37%	6,32%	6,10%
2004	7,96%	7,84%	7,55%	7,84%	7,56%	8,03%	7,57%	7,66%	7,87%	7,68%	7,52%	7,80%
2003	7,73%	7,82%	7,39%	7,80%	7,52%	7,33%	7,79%	7,49%	7,56%	7,71%	7,59%	7,98%
2002	10,66%	10,62%	10,04%	9,52%	8,50%	8,05%	7,58%	7,63%	7,55%	7,90%	7,54%	7,55%
2001	12,73%	12,54%	12,56%	12,65%	12,61%	12,55%	12,15%	12,12%	11,52%	11,23%	11,59%	10,83%
2000	10,75%	10,05%	10,98%	11,27%	11,55%	11,89%	12,12%	12,73%	12,74%	12,78%	13,01%	12,97%
1999	32,13%	27,58%	23,66%	20,20%	17,71%	17,40%	18,93%	17,79%	17,64%	17,56%	16,72%	14,72%
1998	23,94%	24,78%	27,37%	29,80%	30,82%	35,82%	34,48%	33,25%	35,28%	36,74%	35,24%	33,23%
1997	25,48%	25,16%	24,90%	24,14%	23,02%	22,81%	22,49%	22,68%	22,82%	22,87%	23,66%	24,14%
1996	31,45%	32,30%	32,99%	32,82%	30,77%	31,87%	31,78%	29,20%	27,80%	28,14%	28,11%	27,36%
1995	32,31%	35,07%	33,27%	35,30%	34,51%	30,98%	29,46%	29,10%	29,26%	28,81%	29,61%	32,46%
1994	25,31%	25,30%	25,00%	25,39%	25,79%	31,23%	28,78%	30,95%	30,78%	34,38%	36,75%	37,41%
1993	25,59%	25,71%	26,17%	26,18%	25,90%	26,07%	25,15%	24,05%	24,63%	24,96%	25,44%	26,71%
1992	28,83%	27,82%	27,24%	25,95%	23,42%	21,45%	21,81%	27,34%	27,18%	27,67%	26,88%	27,09%
1991	34,56%	34,16%	36,66%	36,44%	34,47%	36,69%	36,74%	39,97%	38,31%	37,41%	37,29%	36,20%
1990	33,17%	33,27%	34,79%	34,97%	34,64%	35,53%	36,91%	35,73%	36,64%	36,67%	36,45%	38,15%
1989	31,69%	32,26%	33,49%	33,28%	33,65%	33,51%	33,65%	32,84%	32,71%	33,98%	33,97%	33,99%
1988	33,35%	34,29%	35,28%	36,77%	36,19%	36,45%	37,22%	32,02%	32,11%	32,09%	31,78%	31,77%
1987	31,43%	29,99%	30,42%	30,22%	30,76%	30,83%	30,63%	30,05%	30,74%	32,07%	32,30%	34,17%
1986	32,88%	30,45%	30,09%	30,36%	30,43%	30,65%	31,87%	31,23%	30,71%	31,62%	31,97%	32,10%
1985	35,85%	34,36%	34,57%	34,62%	35,39%	34,69%	35,35%	35,38%	36,12%	35,73%	35,50%	35,89%
1984	35,04%	34,27%	34,49%	34,18%	34,21%	34,96%	35,35%	34,44%	34,74%	35,00%	35,31%	34,46%
1983	35,64%	34,70%	34,09%	33,56%	33,18%	33,17%	33,31%	33,05%	32,78%	33,32%	33,18%	34,36%
1982	39,91%	38,60%	38,22%	38,44%	38,58%	38,23%	37,60%	37,28%	36,70%	37,10%	36,93%	35,89%
1981	35,59%	35,71%	35,26%	34,95%	36,58%	37,78%	38,35%	38,44%	39,35%	38,99%	39,25%	38,63%
1980	-	-	-	-	31,94%	34,79%	35,42%	36,90%	34,24%	34,66%	38,42%	36,58%

12. SOPORTE ELECTRONICO (C.D.)

[SOPORTE ELECTRÓNICO (C. D.) :

PEGAR AQUÍ EL SOBRE CON EL C. D. ,

O UNIRLO EN EL ANILLADO.

DEBE SER UN ÚNICO ARCHIVO ,

EN FORMATO WORD.

DENOMINACIÓN DEL ARCHIVO :

Apellido(s) , Nombre(s) – Título compactado del Trabajo Final

ETIQUETA DEL C. D. :

Idem a la denominación del archivo.

C. D. : preferentemente NO regrabable.

NO DEBE APLICARSE NINGÚN

TIPO DE CLAVE QUE IMPIDA LA LIBRE

APERTURA DEL ARCHIVO Y EL ACCESO COMPLETO

A TODOS LOS APARTADOS DEL MISMO.]