

## **Aspectos a tener en cuenta para incursionar en el mercado de valores**

Jhon Alexander Muñoz Jaramillo

[j\\_alex1010@hotmail.com](mailto:j_alex1010@hotmail.com)

Jorge Mario Villa Tabarquino

[jmariovilla@gmail.com](mailto:jmariovilla@gmail.com)

Asesor

José Valentín Antonio Restrepo Laverde

Universidad EAFIT

Escuela de Economía y Finanzas

Maestría en Administración Financiera

Pereira

2018

## Tabla de contenido

1.	Introducción .....	6
2.	Situación en Estudio .....	8
2.1.	Contexto .....	8
2.2.	Antecedentes .....	10
2.3.	Alcance .....	11
2.4.	Formulación del problema .....	11
3.	Objetivos .....	12
3.1.	Objetivo General .....	12
3.2.	Objetivos Específicos .....	12
4.	Justificación .....	13
5.	Marco teórico .....	13
5.1.	Mercado Financiero Colombiano .....	15
6.	Metodología .....	19
6.1.	Desarrollo de la Metodología .....	19
6.2.	Empresas objeto de estudio: .....	21
6.3.	Identificación del problema .....	22
6.4.	Aplicación de la entrevista .....	22
6.5.	Diagnostico .....	24
7.	Resultados .....	25
7.1.	Estructuras habituales del acceso a capital .....	25
7.2.	Percepción de las condiciones legales que enmarcan la emisión de acciones .....	26
7.3.	Reconocimiento de la importancia de contar con fuentes de financiación óptimas y su relación directa con el Objetivo Básico Financiero .....	27
7.4.	Limitaciones más comunes por superar desde la concepción de las compañías .....	29
8.	Conclusiones .....	30
9.	Referencias .....	31

## **Índice de tablas**

1 Estructuras habituales del acceso a capital.....	22
2 Percepción de las condiciones legales que enmarcan las emisiones .....	23
3 Reconocimiento de la importancia de contar con fuentes de financiación óptimas y su relación directa con el OBF.....	23
4 Limitaciones más comunes para superar, desde la concepción de las compañías .....	24
5 Requisitos para la emisión de valores vs la percepción de las empresas .....	27

## **Índice de Graficas**

1 Estructura del Sistema Financiero en Colombia .....	15
2 Comportamiento de emisiones de renta fija y renta variable (2009-2017) .....	17

## **Resumen**

Las finanzas corporativas comprenden un sinnúmero de conceptos que se deben de estudiar a fondo por los administradores financieros para la correcta toma de decisiones. Uno de ellos corresponde a la composición de la estructura financiera, un tema del cual siempre se discutirá desde muchos puntos de vista. Esta vez se abordará desde la variable “emisión de acciones” como una de las opciones que se deben tener en cuenta para optimizar los resultados de la combinación deuda-patrimonio, con el fin de generar valor para las compañías. El proceso se realizará mediante una investigación exploratorio – descriptiva con el estudio al menos de dos casos específicos en la ciudad de Manizales y Bogotá. La intención es obtener un análisis para que las empresas identifiquen las características más relevantes que se deben tener en cuenta al momento de contemplar la posibilidad de participar en el mercado de valores, generando herramientas de comparación para quienes en un futuro aborden el tema.

## **Palabras clave**

Finanzas corporativas, estructura de capital, mercado de valores, generación de valor, emisión de acciones

## **Abstract**

Corporate finance involves an infinite number of concepts that need to be studied by financial administrators for appropriate decision making.

One of these concepts is the financial structure, a topic that will always be interpreted from different points of view. In this document, we will approach this topic from the “action emissions” variable as one of the options that must be taken into account in order to optimize asset-debt results, generating value for the companies. The process will be developed through an explorative and descriptive investigation with the study of at least two cases in the cities of Manizales and Bogotá. The intention is to obtain an analysis that enables companies to identify the most relevant characteristics that must be considered before planning on participating in the stock market, and generate comparative tools for those who will address this topic in the future.

## **Key Words**

Corporate finance, capital structure, stock market, generation of value, stock emissions.

## **1. Introducción**

En los últimos años las empresas han visto la necesidad de interpretar con mayor agilidad y precisión los cambios que nos presenta un mundo cada vez más globalizado y competitivo. Cuando las empresas no logran adecuarse a la velocidad del entorno o toman decisiones equivocadas, muchas veces se ven obligadas a renunciar a los objetivos y ceder de una u otra forma ante quienes si logran ir al ritmo del mundo actual.

En el campo empresarial, específicamente en las finanzas corporativas existen muchas variables que deben administrarse de manera más efectiva. Con cada decisión se busca obtener la mejor combinación de máximos beneficios y mínimos sacrificios. Todo se desarrolla dentro de un enfoque que le permita alejarse a las organizaciones y/o a las personas del riesgo.

Por lo anterior, mezclar estos ingredientes en la cantidad exacta y obtener la receta adecuada no es una tarea sencilla. Se debe contar con suficiente conocimiento y experiencia sobre el uso de conceptos económicos y financieros utilizados en la empresa. Esto permite tener la capacidad de evaluar, interpretar y decidir de manera efectiva sobre la administración de recursos.

De todo lo anterior, el concepto sobre el cual se hará énfasis esta investigación es la financiación. De las posibles preguntas que pueden surgir en el campo de las finanzas corporativas, existe una en particular que está relacionada directamente con la estructura financiera de las compañías y en específico con las alternativas de financiación que se pueden obtener desde el pasivo o el patrimonio; esta pregunta se puede resumir en:

¿Cuáles son los aspectos fundamentales que una empresa X debe considerar para tomar la decisión de participar en el mercado de valores a través de la emisión de acciones, como alternativa de financiación?

La presente investigación pretende darle respuesta a esa pregunta indicando cuales son las señales y también haciendo una aplicación real en dos compañías ubicadas en la ciudad de Manizales y Bogotá, lo que permitirá interpretar cuáles son esas condiciones que favorecen o desfavorecen la toma de decisiones de este tipo. Tomando desde la realidad las recomendaciones más útiles que sirvan de herramienta y busquen beneficio para las empresas y los profesionales que día a día se enfrentan a este tipo de decisiones.

La propuesta está dividida en cuatro partes expuestas en el siguiente orden: primero encontrará la situación en estudio que está compuesta por una evaluación del contexto, los antecedentes y el alcance que pretende esta investigación. En la segunda parte se definirán las bases teóricas a partir de los conceptos encontrados que se relacionan con la situación en estudio. La siguiente sección contempla la metodología por medio de la cual le daremos solución a los objetivos propuestos partiendo de un estudio de caso. Por último, se entregan los resultados por medio de una guía que servirá como referente para brindar herramientas de comparación a quienes aborden este tema.

## **2. Situación en Estudio.**

### *2.1. Contexto*

El mercado de capitales y su desarrollo son una muestra clara del avance económico de los países, eso es de esperarse, puesto que el dinamismo de este mercado es el motor de su éxito. En la actualidad esa dinámica no es ajena a muchas naciones en vía de desarrollo, porque la participación internacional se volvió un hecho cada vez más alcanzable y cercano. A este fenómeno se le denomina: globalización financiera, y puede ser visto como una oportunidad para acceder a un mercado que ha demostrado ser eficiente en la medida en que se diversifiquen los riesgos que trae consigo.

“La globalización financiera se inicia y cobra gran relevancia en la medida en que las economías de los países se interrelacionan cada vez más, a través del intercambio de servicios. Los avances tecnológicos en sistemas y comunicación han mostrado ser elementos fundamentales para la integración. En este contexto, la internacionalización de la intermediación financiera ha sido parte integral del proceso, y en la práctica ha abarcado tanto el sector bancario, como los mercados de capitales y deuda, este último, mejor conocido como mercado de bonos. Hoy en día se identifican bancos, casas de bolsa y banqueros de inversión de distinta nacionalidad, cuyas operaciones se concentran en el ámbito internacional; sin lugar a dudas, este es el fenómeno característico de la organización financiera internacional.”  
(Solano, 2002)

A pesar de que el mercado accionario mundial nos acoge como inversionistas o como emisores, es muy importante tener en cuenta que para alcanzar un buen nivel de competitividad en los mercados latinoamericanos es necesario que las bolsas de valores alcancen tamaños más representativos que los actuales, en donde el número de empresas participantes sea cada vez más grande y el proceso de negociación y el flujo de información más eficiente, logrando la robustez necesaria en este tipo de mercado y al mismo tiempo la bursatilidad que lo hace exitoso.

Como muestra de lo que se ha venido dando en el mercado de capitales latinoamericano, podemos enunciar lo sucedido entre las bolsas de valores de Colombia, Chile, y Perú en el año 2011, y posteriormente la bolsa de valores de México en el año 2014, quienes se integraron bajo el nombre de Mercado Integrado Latinoamericano (MILA). El objetivo fue ampliar las



posibilidades de los inversionistas y los intermediarios de los cuatro países, y convertir esta bolsa integrada en la más grande de Latinoamérica. Aunque las motivaciones para realizar estas fusiones son muy claras, se debe tener en cuenta que existen muchos factores al momento de evaluar su desempeño como, por ejemplo:

“Menos de 10 empresas en cada país son las que se negocian y las que hacen que las ganancias sean altas o moderadas en un plazo. Esa dependencia de los mercados hacia las empresas más grandes, podría ser el talón de Aquiles del Mila. - Otro de los factores importantes es que la integración no hace que las barreras a la entrada a estos mercados se relajen. - Los costos de entrada y de negociación siguen siendo altos para que las empresas acudan a financiarse a los mercados de valores. - Los inversionistas tendrán mayor diversificación con el Mila, pero las comisiones de los intermediarios tendrán que homologarse y ser más altas. - Mientras los costos de negociar en los mercados de valores latinoamericanos sean tan altos, nuestros tamaños serán relativamente menores, aunque nos integremos y fusionemos. Las casi 800 empresas que conformarían el Mila no se comparan con las 4,700 empresas que existen tan sólo en la Bolsa de valores de New York. - El mercado de valores latinoamericano suena muy bien, pero deberíamos buscar los mecanismos para que éste represente una verdadera fuente de financiamiento para las empresas de nuestros países.” (Carbajal, 2012)

Otro comentario al respecto se puede encontrar en el siguiente texto.

“En el contexto nacional podemos describir a Colombia como un país con una oferta de emisores muy baja, ya que solo 74 compañías se encuentran listadas en la bolsa de valores. Adicional a esto, hay menos actividad en los principales jugadores del mercado, de 1.2 millones de personas que invertían en bolsa en el 2011, hoy (2015) hay alrededor de 810.000. Los fondos de pensiones, otros grandes compradores, en los últimos meses se han volcado a otro tipo de activos principalmente en el exterior, sin contar con que tienen límites regulatorios. Y los extranjeros, que representan más de un tercio de los movimientos, también han salido del mercado. La baja liquidez del mercado, que limita la correcta formación de precios, no se siente solo en las acciones. El tema es mucho más complejo en la deuda privada, pues si bien hay un fuerte apetito cuando las compañías emiten bonos, estos títulos poco se negocian en el mercado secundario”. (Gómez, 2015)

## 2.2. Antecedentes

La presente investigación pretende abordar la situación a la que se enfrentan las compañías al momento de decidir sobre la mejor forma de financiar sus estructuras de capital. Tomando como una de las alternativas la emisión de acciones en el mercado público de valores y comparando sus costos y sus ventajas con la financiación a través de deuda. Existen autores que han abordado la situación en estudio desde diferentes perspectivas, generando conclusiones que nos servirán como guía para recopilar experiencias sólidas alrededor del tema de investigación. Los más relevantes corresponden a los realizados por (Velez, 2002), en donde además de describir las características propias de los mercados de valores en los países en desarrollo, haciendo énfasis en Colombia, determina también los modelos disponibles para calcular el costo del patrimonio con y sin deuda, y posteriormente analiza los efectos de los posibles escenarios (empresa que cotiza y empresa que no cotiza en bolsa), tomando como ejemplo la Compañía Nacional de Chocolates, una empresa Colombiana que se negocia en el mercado bursátil colombiano. Existe también una investigación realizada por Domingo & Sattler (2015) en donde se focaliza como objeto de estudio el análisis de las fuentes de financiación de las compañías pymes de Argentina, frente a las fuentes de financiación utilizadas por las empresas que se encuentran en el mercado de valores, contextualizando las características de las pymes como parte del ciclo de vida de estas. Por último, es relevante la investigación realizada por Martínez, Cepeda, & García (2013), en ella se aborda la controversia que existe sobre la estructura de capital, desde el punto de vista de la emisión de deuda, y analizando los fundamentos teóricos más importantes para discutir acerca de las estrategias que las compañías utilizan al momento de definir sus estructuras de capital, lo que se convierte en una perspectiva muy interesante para nuestra investigación, a pesar de que la fuente de financiación que utilizaremos es la emisión de acciones en el mercado público de valores y no la emisión de deuda.

### *2.3 Alcance*

El estudio se realizará en dos compañías ubicadas en la ciudad de Manizales y Bogotá, con las características propias de una empresa que tenga las posibilidades de acceder al mercado público de valores mediante la emisión de acciones, o que por lo menos este muy cerca de cumplir con las condiciones necesarias. Estas empresas nos servirán como referente para determinar cuáles son esas cualidades que hacen que este tipo de empresas generen valor a partir de la decisión de acceder a este mercado o identifiquen desventajas que les permitan afirmar que su estructura financiera es la adecuada según el ciclo en el que se encuentren. La investigación se realizará a partir de septiembre del año 2017 hasta el mes de julio de 2018, y será útil para las empresas colombianas con características similares a las empresas objeto del análisis. Por lo menos mientras las condiciones del contexto legal, económico y financiero no tengan cambios significativos en Colombia.

A partir de esta investigación se busca elaborar un análisis para que las empresas con características similares a las definidas para la investigación logren identificar, comparar y evaluar para cada situación en particular, las ventajas y desventajas de participar en el mercado público de valores de Colombia.

### *2.4 Formulación del problema*

¿Cuáles son los aspectos que una empresa debe tener en cuenta al momento de participar en el mercado de valores a través de la emisión de acciones, como alternativa de financiación?

### **3. Objetivos**

#### *3.1 Objetivo General*

Identificar los aspectos que una empresa debe contemplar al momento de evaluar la posibilidad de participar en el mercado de valores a través de la emisión de acciones, como alternativa de financiación.

#### *3.2 Objetivos Específicos*

- Definir cuáles son las fuentes de financiación habituales para empresas que no cotizan en el mercado público de valores y que se reconoce como ventaja y desventaja en esas fuentes de financiación.
- Comparar la percepción que tienen las empresas objeto de estudio, frente a las condiciones técnicas y normativas necesarias para participar en el mercado de valores, mediante la emisión de acciones.
- Explorar si las empresas objeto de estudio, reconocen la importancia de optimizar las fuentes de financiación en una combinación exacta que permita cumplir con el Objetivo Básico Financiero.
- Identificar las limitaciones más comunes por superar, desde la perspectiva de las compañías, al momento de considerar la emisión de acciones como una fuente de financiación.

#### **4. Justificación**

En un país como Colombia, con un mercado de valores en desarrollo, pero con expectativas cada vez más claras de crecimiento, debido a la tendencia de integración que tienen las economías mundiales; se convierte en una herramienta de mucha utilidad contar con una guía que describa cuales son los aspectos a tener en cuenta al momento de evaluar la posibilidad de emitir acciones por primera vez en el mercado público de valores de Colombia. Como una alternativa de financiación, de las empresas medianas con características similares a la compañía utilizada como modelo para la construcción de la guía.

Teniendo en cuenta lo anterior y teniendo en cuenta que no existe una amplia producción de información en Colombia que aborde de manera conjunta los efectos de emitir acciones en el mercado público de valores, con el hecho de generar valor por medio de la búsqueda constante de una estructura de financiación optima, nos parece conveniente generar una investigación particular que sirva de referencia para casos similares.

La investigación generará un precedente para que las empresas que se enfrentan a la evaluación de las ventajas y desventajas de acceder a los recursos de los inversionistas por medio de la bolsa de valores cuenten con un documento más, que detalle los aspectos más relevantes para tener en cuenta. Y además que sirva de punto de comparación con estudios particulares o con investigaciones similares que han evaluado el tema con otras variables semejantes (Ej. Ventajas de la emisión de deuda).

#### **5. Marco teórico**

Según Berk & DeMarzo (2008), una de las preguntas fundamentales en las finanzas corporativas es cómo debe elegir una empresa el conjunto de valores que emitirá para obtener capital de los inversionistas. Esta decisión determina la estructura de capital de la compañía, que es la cantidad total de deuda, acciones y otros títulos vigentes de la empresa. Así mismo, es relevante enunciar cómo se maneja el tema de Financiación dentro de las organizaciones, puesto que, todavía existe desconocimiento en las empresas de lo que más les conviene.

De acuerdo a los conocimientos previos, podemos afirmar contablemente que las estructuras organizacionales están compuestas por Activos, Pasivos y Patrimonio, pero en este caso y para efectos prácticos de esta investigación, se tendrá en cuenta no la estructura organizacional, sino la estructura financiera, la cual hace referencia a las fuentes de financiación que se puede utilizar en la empresa y que se conocen como Pasivo y Patrimonio, o dicho de otra manera Deuda y Capital (Propio y Externo).

Para Berk & DeMarzo (2008) Las elecciones más comunes son financiarse sólo por medio de capital propio, esto es, sólo con acciones, o con una combinación de capital propio y deuda. Aunque realizando un contraste con la realidad de las empresas Colombianas, la mayoría utiliza financiación por medio de deuda.

Partiendo de esta discrepancia sustentaremos la necesidad de las organizaciones Colombianas en enfocar de manera diferente la forma de financiación, buscando incentivar otra manera de buscar los recursos monetarios, una opción viable que se utiliza a nivel mundial es el mercado de capitales (Atehortúa, 2012)

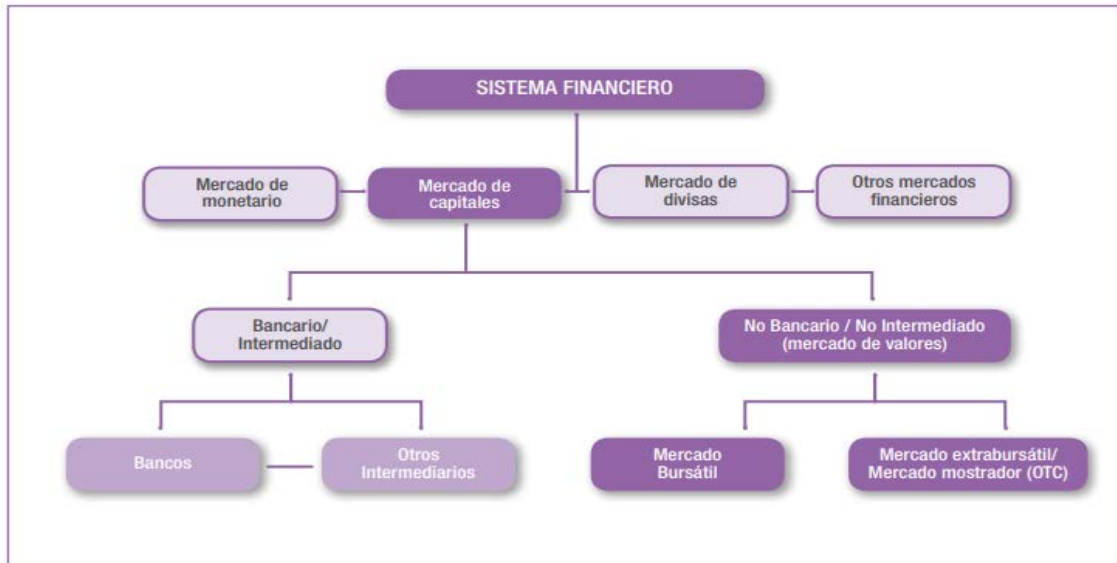
Un Mercadeo de Valores Es el conjunto de agentes, instituciones, instrumentos y formas de negociación que interactúan facilitando la transferencia de capitales para la inversión a través de la negociación de valores. El mercado de capitales permite que los recursos se destinen en el mediano y largo plazo para financiar la inversión, por oposición a los recursos de corto plazo que constituyen el objeto del mercado monetario (Superintendencia Financiera de Colombia, 2008).

Asimismo el mercadeo de capitales se divide en dos: Bancario/Intermediario y No bancario/ No intermediario, este ultimo conocido como Mercado de Valores (Ver Grafica 1). Es importante para esta investigación resaltar la importancia del Mercado de Valores, puesto que, lo que buscamos es evaluar otras alternativas de financiación, por lo tanto los Bancos en este caso no son una opción, entendiendo que el Mercado de Valores es una alternativa diferente a la tradicional y que no esta inmersa dentro de la cultura empresarial de nuestro Pais.

El objetivo fundamental del mercado de valores es que las empresas y/o el Gobierno puedan obtener los recursos que necesitan para financiarse, realizar sus proyectos y crecer (CitiBank, 2012). Por consiguiente argumentamos que el dentro del mercado de valores, el tema

que nos interesa es el mercado bursatil (Ver grafica 1) por ende es importante discutir sobre la Bolsa de Valores de Colombia.

### 1 Estructura del Sistema Financiero en Colombia



Fuente: CitiBank

[https://www.citibank.com.co/resources/pdf/Cartilla\\_ABC\\_Mercado\\_Valores.pdf](https://www.citibank.com.co/resources/pdf/Cartilla_ABC_Mercado_Valores.pdf)

#### 5.1 Mercado Financiero Colombiano

Colombia se ha caracterizado por ser un país con poca cultura en el tema de financiación a través del mercado bursatil, según el profesor Agudelo la baja actividad bursátil ha sido históricamente una dificultad importante para agentes y analistas del mercado accionario colombiano. Su bajo volumen de transacciones es reconocido como un limitante muy serio para el desarrollo del mercado (2009). Por esta razón, Colombia ha utilizado diferentes estrategias a lo largo de los años para optimizar la Bolsa de Valores, que permita que las personas busquen más esta opción de financiación.

Ante todo se debe mencionar que este mercado ha tenido un crecimiento en el país consecuentemente con los cambios presentados por la BVC, de acuerdo a lo planteado por el profesor Agudelo:

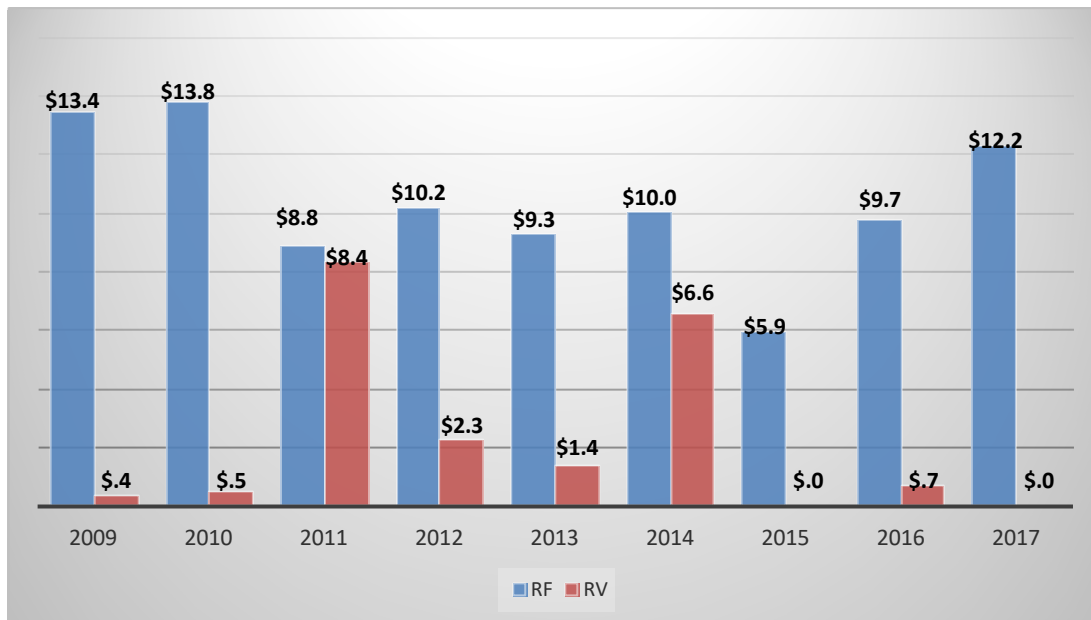
*“Con la fusión de las tres bolsas existentes (Bogotá, Medellín, Cali) en la Bolsa de Valores de Colombia (en adelante BVC) se evidencia un gran aumento en la actividad bursátil, en particular desde 2003 hasta ahora. Al centralizar la información de las operaciones en acciones, de los agentes participantes y de la cotización de las acciones en el país, el mayor beneficio esperado es la reducción de los costos de transacción y un mayor volumen transado (La República, 2001 [b]). De hecho, en palabras del primer presidente de la BVC, Dr. Augusto Acosta, “La unificación de las tres bolsas contribuirá a mejorar la liquidez de los papeles” (La República, 2001[a]).*

Adicionalmente y como lo mencionamos en la situación de problema Colombia realizó el proceso de integración en el mercado de capitales latinoamericano (MILA), en el cual se unificaron las bolsas de valores de Colombia, Chile, y Perú en el año 2011, y posteriormente la bolsa de valores de México en el año 2014. Aunque la expectativa frente a esta integración es alta y pretende incrementar no solo el volumen de transacciones del mercado bursátil de los cuatro países, sino también el nivel de emisión de títulos al interior de las bolsas de valores, es evidente que el objetivo está lejos de materializarse por lo menos para Colombia, en donde el comportamiento de emisiones no parece tener asociación con ningún patrón específico.

La comparación que se muestra en la Gráfica 2 ilustra la tendencia que han tenido las empresas nacionales durante los últimos nueve años al momento de emitir títulos en el mercado público de valores, siendo muy evidente la inclinación hacia la emisión de títulos de renta fija. Los bonos ordinarios y los bonos de deuda pública son los tipos de valor más comunes.



**Gráfica 2 Comportamiento de emisiones de renta fija y renta variable (2009-2017)**



(Elaboración propia).

*De conformidad con el Reglamento General de la BVC, para la inscripción de acciones el emisor debe acreditar el cumplimiento de algunos requisitos. Los cuales se resumen a continuación:*

- 1. Por lo menos el diez por ciento (10%) del total de las acciones en circulación del emisor, está en cabeza de personas distintas a aquellas que conforman un mismo beneficiario real*
- 2. El emisor tiene como mínimo cien (100) accionistas*
- 3. El emisor cuenta con un patrimonio de al menos siete mil millones de pesos (\$7.000.000.000)*
- 4. El emisor o su controlante han ejercido su objeto social principal durante los tres años anteriores a la fecha de solicitud de inscripción*
- 5. El emisor ha generado utilidades operacionales en alguna de las tres vigencias anuales anteriores al año en que se solicita la inscripción*

6. *El emisor cuenta con una página web en la cual se encuentre a disposición del público la información que establece la BVC mediante su Circular Única*
7. *El emisor se compromete a presentar un informe anual de gobierno corporativo que contenga la información que requiere la BVC mediante su Circular Única*

(Bolsa de Valores de Colombia, 2013)

## **6. Metodología**

### *6.1 Desarrollo de la Metodología*

Toda investigación de carácter científico se diferencia de las demás por su rigurosidad y adhesión a un método específico, en el cual se garantiza que la información haya sido recolectada de manera correcta y que haya interpretaciones que den respuesta al problema de investigación. Por eso, toda investigación requiere de orientaciones que le permiten al investigador prever y planificar la forma como va a recoger los datos para la formulación de conclusiones.

Cuando se va a resolver un problema de forma científica, se debe definir el tipo de investigación el cual está ligado con el tema de investigación y su profundidad. Por la naturaleza de la pregunta planteada, el tipo de investigación más acorde es el exploratorio-descriptivo. De acuerdo con lo planteado por Cazau (2006) “en la práctica, cualquier estudio puede incluir aspectos de más de una de estas cuatro clases de investigación, pero los estudios exploratorios ordinariamente anteceden a los otros porque sirven para empezar a conocer el tema. A partir de allí se inicia una investigación descriptiva.” Hernández Sampieri y otros (citado en Cazau, 2006) indican que los estudios exploratorios tienen por objeto esencial familiarizarnos con un tópico desconocido o poco estudiado o novedoso. Esta clase de investigaciones sirven para desarrollar métodos a utilizar en estudios más profundos. De hecho, una misma investigación puede abarcar fines exploratorios, en su inicio, y terminar siendo descriptiva, correlacional y hasta explicativa: todo según los objetivos del investigador. Además, (Tamayo, 1999), nos dice que un estudio descriptivo “busca únicamente describir situaciones o acontecimientos; básicamente no está interesado en comprobar explicaciones, ni en probar determinadas hipótesis, ni en hacer predicciones.”

Este proyecto investigativo tiene como objetivo la comprensión de una situación dentro de un contexto particular, busca especificar las características que nos permitan identificar las ventajas y desventajas que tendría una empresa promedio al participar en el mercado de valores. Debido a esto podemos concluir que la presente investigación busca integrar y comparar conocimiento a través de un estudio de caso, que según Tamayo:  
Este tipo de investigaciones es apropiado en situaciones en las que se desea estudiar intensivamente características básicas, la situación actual, e interacciones con el medio de una o unas pocas unidades tales como individuos, grupos, instituciones o comunidades.

## Características

- a. Este tipo de investigaciones tienen como características el estudio en profundidad de una unidad de observación, teniendo en cuenta características y procesos específicos o el comportamiento total de esa unidad en su ciclo de vida total o un segmento de ella.
- b. Son particularmente útiles para obtener información básica para planear investigaciones más amplias, pues, debido a lo intensivo de la indagación, arrojan luz sobre importantes variables, interacciones y procesos que merezcan ser investigados más extensivamente.

El eje temático de la investigación será la elaboración de unos criterios principales, para que las empresas con características similares a las empresas estudiadas identifiquen los elementos que se deben tener en cuenta al determinar las ventajas y desventajas de participar en el mercado de valores, como una alternativa de financiación generadora de valor.

En cuanto a la revisión documental, esta última apareció en esta investigación como técnica inicial para la recolección de datos con el fin de hacer una primera aproximación crítica al fenómeno estudiado, su objetivo central fue remitirse a algunas fuentes documentales para ampliar nuestra visión del problema, el conocimiento de la realidad específica y la perspectiva de algunas de las acciones en este caso particular.

La investigación se realizará en dos empresas ubicadas en la ciudad de Manizales y Bogotá, una de ellas es una empresa del sector industrial (cementos), y con un tiempo en el mercado de 5 años aproximadamente y la otra empresa pertenece al sector de los alimentos y tiene más de 100 años de haber incursionado en el mercado, ambas empresas cumplen con las características definidas para el estudio del caso, características que se describen a continuación:

- Empresas medianas.
- No coticen en la Bolsa de Valores de Colombia.
- Permitan el acceso a personal administrativo, con conocimiento del aspecto financiero.

La recolección de la información se realizará a partir de la información entregada por el gerente general en una entrevista estructurada de orden flexible que nos permita realizar un análisis general del tema de investigación. De acuerdo con Tamayo (citado en Cazau, 2006) la entrevista estructurada es aquella que se hace de acuerdo a la estructura de la investigación;

puede ser de orden flexible o rígido. Las rígidamente estructuradas son de orden formal y presentan un estilo idéntico del planteamiento de las preguntas y en igual orden a cada uno de los participantes. Son flexibles cuando conservan la estructura de la pregunta, pero su formulación obedece a las características del participante

## *6.2 Empresas objeto de estudio:*

**Molienda de la Sabana S.A.S.:** Es una empresa colombiana dedicada a la producción y comercialización de cemento. Fundada en el 2013 y ubicada en el municipio de Tocancipá, Cundinamarca. Es el fabricante de una nueva marca de cemento “FORTECEM”, actualmente sus ventas se concentran principalmente en los departamentos del centro-oriente del país, más exactamente en Cundinamarca, Tolima, Boyacá, Huila, Casanare, Arauca, Meta, Guaviare, Guainía y Santander. Sus ventas anuales por la venta de cemento empacado y a granel, ascienden a 40 mil millones de pesos en el año 2017, y su resultado neto para el mismo periodo fue de 8 mil millones de pesos.

Molienda de la Sabana fue fundada en el año 2013 con un capital de 40 mil millones de pesos aportado por 8 empresas del sector inmobiliario y de la construcción, que tienen en común dentro de sus propietarios a miembros de dos familias reconocidas en el eje cafetero y en Cundinamarca. Durante el año 2017, se realizó una nueva capitalización, adicionando 10 mil millones de pesos adicionales, por medio del aporte de 3 de los socios fundadores.

Molienda de la Sabana fue constituida como una Sociedad por Acciones Simplificada, tipo de asociación empresarial creada en el año 2008 por la ley 1258, con el objetivo de ofrecer más flexibilidad al momento de formalizar la creación de empresas en Colombia, pero que al mismo tiempo define claramente en su artículo 4, la imposibilidad de negociar valores en el mercado público.

**Casa Luker S.A.:** Es una empresa colombiana con presencia a nivel internacional. Fundada en el año de 1906 en la ciudad de Manizales, es reconocida por contar con un amplio portafolio de productos de bastante tradición en el sector de los alimentos, específicamente en los derivados del cacao. Dentro de sus principales marcas se encuentran el Chocolate Luker, el Chocolate Sol, el chocolate bajo en grasa Chocoexpress y el Café Lukafe, además en el año 2002 incursionó en el mercado de los productos de aseo. Actualmente Casa Luker exporta sus

productos a 42 países, y sus ingresos anuales ascendieron a 487 mil millones de pesos y unos resultados netos por el orden de los 10 mil millones de pesos. (Cifras del año 2007. Fuente: Portafolio, 2008)

Casa Luker S.A. es una empresa familiar constituida como sociedad anónima. Sus fuentes de financiación más importantes han sido los créditos bancarios en pesos y en dólares, desde el año 1998 se retira toda la familia de los cargos ejecutivos de la compañía para facilitar la reestructuración organizacional, a pesar de ser una empresa con una proyección de crecimiento muy favorable, no tiene dentro de sus objetivos la emisión de títulos en el mercado público de valores para obtener fuentes de financiación adicionales.

### 6.3 Identificación del problema

Se realizó una entrevista en dos compañías colombianas de sectores diferentes del mercado, con el fin de recopilar información real acerca de cuatro aspectos fundamentales en torno a la emisión de acciones en el mercado público de valores; aquellos aspectos fueron: 1. Estructuras habituales del acceso a capital. 2. Percepción de las condiciones legales que enmarcan la emisión de acciones en Colombia. 3. Reconocimiento de la importancia de contar con fuentes de financiación óptimas y su relación directa con el objetivo básico financiero, y 4. Limitaciones más comunes por superar, desde la concepción de las compañías.

### 6.4 Aplicación de la entrevista

#### 1 Estructuras habituales del acceso a capital

Aspectos a identificar	Pregunta	Respuesta	
		Molienda de la Sabana S.A.S.	Casa Luker S.A.
Estructuras habituales del acceso a capital	1. ¿Cuáles son las fuentes de financiación a las que la empresa accede con mayor frecuencia?	Creditos con entidades financieras. Aportes de los socios. Credito con proveedores.	Creditos con entidades financieras. Creditos en moneda extranjera.
	2. ¿Cuáles son las ventajas y desventajas que perciben desde lo operativo, lo financiero y lo legal en las fuentes de financiación que usa y en las que conoce?	V: Disponibilidad de varias líneas de credito. D: Necesidad de colaterales. V: Solidez financiera. D: Alto costo.	V: Recursos mas inmediatos. V: No compromete la participacion patrimonial. D: Disminución de los flujos de caja por la amortizacion del capital.

## 2 Percepción de las condiciones legales que enmarcan las emisiones

Aspectos a identificar	Pregunta	Respuesta	
		Molienda de la Sabana S.A.S.	Casa Luker S.A.
Percepción de las condiciones legales que enmarcan la emisión de acciones	3. ¿Qué condiciones legales y financieras conoce usted son necesarias para aplicar como un emisor de títulos en el mercado público de valores de Colombia?	Estados financieros auditados, una opinión legal, y prospecto realizado por la banca de inversión.	Estructura legal diseñada para tal fin, desde la constitución. Un numero de accionistas superior a 100.
	4. ¿Considera que el marco normativo de los procesos de emisión de títulos restringen la participación de su compañía en el mercado público de valores? ¿Cuáles serían las razones?	Para el caso Colombiano, no lo sé.	No es el marco normativo quien restringe la participacion, sino la concepcion misma del negocio y su proyección.
	4.1 Del siguiente listado de condiciones, ¿cuáles cree usted, son necesarias para un emisor de títulos valores?	El emisor debe contar con un patrimonio de al menos 10 Mil millones de pesos. Los EEFF deben ser publicados. El emisor debe tener mas de 10 años en el mercado.	El emisor debe contar con un patrimonio de al menos 10 Mil millones de pesos. El emisor debe haber obtenido utilidades por lo menos en los ultimos 3 años.
	4.2 ¿Por qué cree usted que las empresas no acceden al mercado público de valores?	Por desconocimiento, y por el aspecto conservador de la propiedad, que aun tienen las compañías en Colombia.	Porque fueron constituidas como empresas familiares, sin ninguna intención de emitir en el mercado publico de valores.
	5. ¿Cuales considera que deberían ser los cambios fundamentales para aumentar el uso de la emisión de acciones como una fuente de financiación?	Mayor divulgación de las formas de acceder a capitales, para ampliar la base de inversionistas en renta variable, simplificando requisitos.	Contar con un sistema de emisión de acciones que no sea complejo de montar o administrar.

## 3 Reconocimiento de la importancia de contar con fuentes de financiación óptimas y su relación directa con el OBF

Aspectos a identificar	Pregunta	Respuesta	
		Molienda de la Sabana S.A.S.	Casa Luker S.A.
Reconocimiento de la importancia de contar con fuentes de financiación óptimas y su relacion directa con el OBF	6. ¿La compañía realiza análisis financiero constantemente a su interior en busca de una estructura de financiación óptima? En caso afirmativo, cuales son las prácticas comunes.	Si, se realiza un monitoreo de las diferentes fuentes de capital y los costos de cada una de ellas.	Si, pero contemplando unicamente las fuentes de financiación que la compañía ha utilizado a lo largo de su historia.
	6.1 Cual es el motivo para no hacerlo. Personal, tiempo, formación, recursos (tiempo).	N/A	N/A

#### 4 Limitaciones más comunes para superar, desde la concepción de las compañías

Aspectos a identificar	Pregunta	Respuesta	
		Molienda de la Sabana S.A.S.	Casa Luker S.A.
Limitaciones mas comunes por superar, desde la concepción de las compañías.	7. ¿La estructura societaria de la compañía fue pensada para que en un futuro se tuviera la posibilidad de emitir acciones en un mercado público?	No.	No.
	7.1 En caso afirmativo. ¿Que ha impedido que se logre la emisión?	N/A	N/A
	7.2 En caso negativo. ¿Se ha pensado reconfigurar la estructura para ese fin?	No, porque es una compañía familiar.	No.
	7.3 En caso de responder negativamente a la pregunta 7.2 ¿Qué razones hay para no hacerlo?	Los objetivos de mediano plazo de los accionistas no contemplan esta opción.	No se requieren fuentes de financiación adicionales.
	8. Suponiendo que todo el aspecto estructural, normativo y financiero se cumple; ¿Contemplaría la compañía la posibilidad de emitir títulos valores en el mercado público como una fuente de financiación? ¿Cuál es la razón principal para contemplar o negar esa opción?	Si, sobretodo en aras de financiar una integración vertical.	No, debido a que la compañía fue concebida para perdurar en el tiempo como una empresa familiar.

De acuerdo con las respuestas obtenidas en las entrevistas publicadas en el punto anterior, logramos reconocer desde una experiencia real, las características más relevantes al momento de abordar preguntas relacionadas con la emisión de acciones en el mercado público de valores como una fuente de financiación. Y de esa manera confrontarlas con un argumento teórico, interpretado por los autores del presente análisis, a partir de diferentes fuentes bibliográficas que escriben sobre el tema. Como resultado final obtenemos un punto de vista que cumple con el objetivo de explorar sobre los diferentes aspectos que se deben contemplar al momento de considerar la emisión de acciones como una fuente de financiación alternativa a las tradicionales.



## **7. Resultados**

### *7.1 Estructuras habituales del acceso a capital*

Después de indagar sobre los mecanismos utilizados para acceder a los recursos de capital y sobre las ventajas y desventajas que tienen esos mecanismos, se puede destacar que ambas empresas tienen un punto de vista similar pero con motivaciones diferentes. En primer lugar, la empresa Molienda de la Sabana, se encuentra en un proceso de introducción al mercado, es decir que la prioridad es consolidar una operación con resultados positivos que le permita establecerse en un mercado muy competitivo como lo es el del cemento; la necesidad de recursos inmediatos para una empresa en esta etapa difícilmente se encontraría en un mercado público, por el contrario la búsqueda se concentra en el círculo más inmediato, es decir, los socios, los proveedores y el sector financiero, dado también que la confianza y la continuidad de los flujos de caja apenas se están construyendo.

En segundo lugar, tenemos la empresa Casa Luker con una trayectoria de más de un centenar de años, una posición en el mercado bastante sólida y con productos altamente reconocidos en Colombia. Su administración ha sido bastante tradicional. Es una empresa de carácter familiar, con avances muy importantes en el esquema administrativo y financiero pero muy conservadora en cuanto a la protección de la participación patrimonial. Es el tipo de empresa que ha demostrado crecimiento a partir de sus resultados y a través del acceso a financiamiento con entidades bancarias en moneda nacional y extranjera.

Las características de ambas empresas y las fuentes de financiación identificadas en ellas, así como las ventajas y desventajas expresadas desde la perspectiva de sus administradores, nos permiten identificar una situación que puede ser común para muchas empresas en condiciones similares. Por un lado, tenemos las empresas en proceso de crecimiento, que nacen a partir de capitales constituidos en círculos muy cerrados, casi siempre familiares, y para las cuales tomará tiempo consolidarse como una compañía que sea atractiva para los inversores de renta variable. Por otro lado, tenemos las empresas que contando con una trayectoria y una posición financiera importante, buscan proteger ese patrimonio, para que se conserve alrededor de pequeños círculos,

considerando de manera consciente que eso significa un crecimiento y una expansión mucho más modesta y a una velocidad restringida por los capitales disponibles.

El nivel de emisiones realizadas en la Bolsa de Valores de Colombia nos lleva a concluir que la renta variable no ha resaltado como un mecanismo habitual en la búsqueda de recursos del mercado público, tal como se ilustra en el grafico 2.

### *7.2 Percepción de las condiciones legales que enmarcan la emisión de acciones*

En las preguntas de la segunda sección de la entrevista se logró detectar que para la administración de las dos compañías, existe un desconocimiento general de las condiciones legales que enmarcan la emisión de acciones en Colombia. Aunque aislando totalmente el conocimiento de los administradores entrevistados frente a las condiciones legalmente necesarias para incursionar en el mercado público de valores, las respuestas obtenidas coinciden con argumentar que más allá de los requisitos técnicos y legales, es la concepción misma de los fundadores de las mismas, muchas veces familias; la que define la estructura desde la cual se constituirá la financiación de los recursos necesarios para el desarrollo del objeto social de estas compañías, y no precisamente un análisis financiero constante que permita tener en cuenta otras alternativas diferentes que podrían representar ventajas en costos, liquidez y proyección de la imagen corporativa.

Tomando un resumen de los requisitos necesarios para realizar una oferta pública de acciones, a partir del Reglamento General de la Bolsa de Valores de Colombia, y confrontando estos requisitos con la percepción de las empresas entrevistadas, encontramos que existen unas interpretaciones que no reflejan desconocimiento total, pero que si demuestran una distorsión profunda frente a la realidad, por parte de los administradores de las empresas entrevistadas.

## 5 Requisitos para la emisión de valores vs la percepción de las empresas

	Resumen de algunos de los requisitos (Tomado del Reglamento General de la BVC)	Percepcion de las empresas entrevistadas.
1	El emisor tiene como mínimo cien (100) accionistas	No es considerado como un requisito por los entrevistados, pero teniendo en cuenta que ambas empresas fueron concebidas como familiares, seria un requisito no cumplido por la concentracion del capital en muy pocas personas.
2	El emisor cuenta con un patrimonio de al menos siete mil millones de pesos (\$7.000.000.000)	Ambas empresas tienen un patrimonio inclusive superior al establecido como requisito, aunque las respuestas indican que existe la percepcion de que este capital debe ser mucho mayor.
3	El emisor o su controlante han ejercido su objeto social principal durante los tres años anteriores a la fecha de solicitud de inscripción	Existe una opinion diferente por parte de ambas empresas; por un lado la percepcion de que el tiempo de permanencia debe ser inclusive superior a 10 años, y por otro lado aceptando el requisito como cierto.
4	El emisor ha generado utilidades operacionales en alguna de las tres vigencias anuales anteriores al año en que se solicita la inscripción	No es percibida como requisito por parte de una de las empresas, pero de algun modo acierte, dado que este requisito se puede revertir cumpliendo con ciertos condicionamientos descritos en el ultimo punto (*)
5	El emisor cuenta con una página web en la cual se encuentre a disposición del público la información que establece la BVC mediante su Circular Única	Existe mayor claridad acerca de la importancia de la publicacion de informacion financiera, dado el carácter publico que adquieren los resultados de la compañía. Ambas empresas contestaron afirmativamente.

\* Si el emisor al momento de la solicitud de inscripción no cumple con el cuarto o quinto requisito de los anteriormente mencionados, podrá presentar a la BVC un plan de negocios o un programa dirigido a generar utilidades operacionales, respectivamente.

### *7.3 Reconocimiento de la importancia de contar con fuentes de financiación óptimas y su relación directa con el Objetivo Básico Financiero*

Cuando las fuentes de financiación se vuelven habituales en las compañías, y se convierten en parte de su estructura, se concentran los esfuerzos financieros en otros aspectos no menos importantes como por ejemplo la maximización de utilidades, pero se aísla un análisis mucho más fundamental en cualquier compañía y que se puede describir como el cumplimiento del Objetivo Básico Financiero. Objetivo que se logra únicamente cuando existe una interpretación y aplicación adecuada de dos conceptos, el primero de ellos es la generación de valor, y el segundo, el costo de capital.

Cuando se preguntó en las entrevistas realizadas en este estudio de caso, por el análisis financiero de las fuentes de financiación utilizadas, se podía detectar claramente en las respuestas obtenidas, que para ambas compañías, este proceso significa, evaluar los efectos de los costos de financiación basados en la estructura de capital utilizada actualmente, pero en ningún momento se evidenció la búsqueda de decisiones, basados en la generación de supuestos, realizados con escenarios diferentes al conocido, y mucho menos contemplando alternativas de financiación diferentes a las tradicionales, es muy evidente que la emisión de acciones en el mercado público de valores, está muy lejos de hacer parte de la carta de posibilidades comunes, dentro del vocabulario de los administradores de las empresas que tienen un perfil similar al utilizado para el presente estudio.

Sin pretender interpretar que las fuentes de financiación utilizadas comúnmente tienen más o menos ventajas que una emisión en el mercado público de valores, es importante resaltar las cualidades más notorias de este mecanismo, con el fin de dar a conocer porque pueden llegar a ser una mejor alternativa:

- La oferta pública de valores permite acceder de manera directa al capital de los inversionistas, lo que elimina la intermediación del sistema bancario, y por ende el costo de financiación puede ser menor. Aportando de forma positiva al cumplimiento de los elementos del Objetivo Básico Financiero. (Mayor Generación de Valor, con menor **Costo de Capital**).
- Se logra un mayor reconocimiento por parte de todo el entorno empresarial, factor que utilizado de manera correcta puede incrementar el valor de la empresa, haciendo cada vez más méritos para instalarse y permanecer en el mercado.
- Las empresas tienen que cumplir con unos estándares más altos en cuanto a su gestión corporativa, lo que visto desde el interior de las mismas, se convierte en un reto o un motivo para buscar permanentemente un desempeño óptimo y creciente.

#### *7.4 Limitaciones más comunes por superar desde la concepción de las compañías*

Aunque las compañías objeto de estudio reconocen que las estructuras de financiación utilizadas hasta el momento tienen unas características muy conservadoras, construidas de esa manera desde su concepción; por lo menos una de ellas reconoce que tal comportamiento es el resultado de una cultura muy ajena al funcionamiento del mercado de capitales, en donde gran parte de la población desconoce las posibilidades de inversión que brinda la renta variable. Partiendo de esta idea, se puede deducir desde nuestro punto de vista que existen dos grandes factores que limitan el desarrollo del mercado público de valores para empresas de mediano tamaño.

El primero de ellos es la ausencia de una cultura inversionista, en donde el nivel de interés del público en general, con respecto a las acciones de una compañía es muy bajo. Eso va ligado a la confianza y la estabilidad que debe existir en la economía de un país, para que los inversionistas aumenten su preferencia por las inversiones de riesgo, lo que se traduciría en un mercado bursátil mucho más interesante para las compañías que hacen parte de él.

El segundo, es la limitación que tenemos formada en nuestra cultura empresarial, al momento de fijar los objetivos de crecimiento de las compañías, en donde por encima de cualquier fundamento teórico, siempre nos enfocamos en la maximización de utilidades como un objetivo casi que único, ignorando en gran medida la importancia que tienen otros elementos administrativos, como la construcción de estructuras de financiación óptimas, cuyo impacto en la generación de valor y en el desarrollo de las compañías, puede llegar a ser mucho más trascendental para la permanencia de las mismas.

## 8. Conclusiones

La emisión de acciones fue abordada en este documento como un elemento de las finanzas corporativas, que toma demasiada importancia, aun cuando se analice desde una perspectiva generalizada de las condiciones, que en la práctica, determinan si el ingreso al mercado de capitales es una alternativa que se debe considerar.

A partir de la información obtenida se puede interpretar que existen dos lecturas de las razones por las cuales el acceso a capitales por medio de la emisión de acciones no es común como fuente de financiación.

La primera de ellas la podemos definir como la visión externa, y tiene que ver con las características propias de las empresas objeto del estudio, en donde se evidencia un patrón que demuestra que las compañías están constituidas por pequeños grupos de accionistas y sus objetivos de crecimiento anteponen otras actividades administrativas muy tradicionales y muy alejadas de la consideración del mercado público de valores como alternativa de financiación.

La segunda, la podemos definir como la visión interna, y tiene que ver con la percepción de los administradores, de estar situados en un contexto económico, en donde las empresas no cuentan con un nivel de rendimientos tal, que logren cautivar e incrementar el nivel de los inversionistas, de modo que se cumpla el objetivo final para todas las partes de interés, captando capitales con alta probabilidad de generar rendimientos.

En conclusión, existe un amplio y complejo trayecto por recorrer, en donde se deben alimentar las expectativas de las compañías emisoras de acciones, a partir del crecimiento constante de la población dispuesta a pertenecer al universo de los inversionistas de riesgo.

## 9. Referencias

- Agudelo, D. (2009). Actividad bursátil en los mercados accionarios colombianos. Determinantes y evolución 1997-2007. *AD-MINISTER*, 89-112.
- Atehortúa, J. A. (2012). Mercado de Capitales y Portafolios de Inversión. En J. A. Atehortúa, *Mercado de Capitales y Portafolios de Inversión*. Medellín: Ediciones de la U
- Berk, J., & DeMarzo, P. (2008). *Finanzas Corporativas*. (J. Enriquez, Trad.) México: Pearson Educación.
- Betancourt, J., Gomez, G., Lopez, M., Pamplona, F., & Beltrán, C. (2013). Ventajas y desventajas de la sociedad por acciones simplificada para la empresa familiar en Colombia. *Estudios Gerenciales*, 213-221.
- Bolsa de Valores de Colombia. (2013). *Como listarse en la BVC*. Obtenido de [https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Empresas/Empresas/Ser\\_Emisor\\_BVC](https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Empresas/Empresas/Ser_Emisor_BVC)
- Briano, G., & Saavedra, M. (2015). La composición del consejo de administración y la estructura accionaria como factores explicativos de la transparencia en el gobierno corporativo en Latinoamérica: evidencia en empresas cotizadas de Argentina, Brasil, Chile y México. *Estudios Gerenciales*, 275-286.
- Carbajal, E. (5 de Febrero de 2012). *Mercado de valores latinoamericano*. Recuperado el 28 de Agosto de 2017, de El economista: (<http://eleconomista.com.mx/mercados-estadisticas/2012/02/05/mercado-valores-latinoamericano>).
- Cazau, P. (2006). *Introducción a la Investigación en ciencias sociales* (Tercera ed.). Buenos Aires: SE.
- CitiBank. (Abril de 2012). *Cartilla ABC Mercadeo de Valores*. Obtenido de [https://www.citibank.com.co/resources/pdf/Cartilla\\_ABC\\_Mercado\\_Valores.pdf](https://www.citibank.com.co/resources/pdf/Cartilla_ABC_Mercado_Valores.pdf)
- Domingo, D., & Sattler, S. (2015). Estudio comparativo de la estructura de financiación de las empresas del panel Pymes con los del panel general - Mercado de Valores de Argentina. *Revista de la agrupación joven iberoamericana de contabilidad y administración de empresas*, 55-71.

- Gil, E., Avila, H., & Ortiz, A. (2016). Mercados financieros, eficiencia y adaptación . *Equidad y desarrollo*, 191-206.
- Gómez, L. (28 de Agosto de 2015). *Colombia necesita un mercado de valores mucho mas grande*. Recuperado el 28 de Agosto de 2017, de Portafolio:  
(<http://www.portafolio.co/negocios/empresas/colombia-necesita-mercado-valores-grande-29118>).
- Gonzalez, M., & Farías, P. (2009). Desempeño operacional posterior a la oferta pública inicial de acciones de las empresas chilenas. *El Trimestre Económico* , 751-773.
- Martinez, C., Cepeda, J., & García, C. (2013). Emisión de deuda vs financiamiento tradicional como fuente de capital de trabajo: caso colvanes S.A (ENVÍA). *Contexto*, 119-140.
- Portafolio. (17 de Junio de 2008). *Finanzas*. Obtenido de [www.portafolio.co/economia/finanzas/casa-luker-102-anos-empresa-puro-pulso-172012](http://www.portafolio.co/economia/finanzas/casa-luker-102-anos-empresa-puro-pulso-172012)
- Solano, R. (25 de Agosto de 2002). *Bolsa de valores internacionales*. Recuperado el 29 de Agosto de 2017, de Gestipolis: (<https://www.gestipolis.com/bolsas-de-valores-internacionales/>).
- Superintendencia Financiera de Colombia. (Diciembre de 2008). Consumidor Financiero. Obtenido de <https://www.superfinanciera.gov.co/SFCant/ConsumidorFinanciero/conceptosbasicosmv.pdf>
- Tamayo, M. (1999). La Investigación . En Icfes, *Aprender a Investigar* (pág. 122). Bogotá: Arfoeditores Ltda.
- Velez, I. (2002). Costo de capital para firmas no transadas en bolsa. *Academia. Revista Latinoamericana de Administración*(29), 45-75.
- Villarreal, C. (2013). Oferta pública inicial y underpricing en el mercado de capitales mexicano. *Journal of Economics, Finance and Administrative Science*, 97-107.
- Yin, R. K. (2009). Case Study Research. Design and Methods. *Sage Publications, Thousand Oaks*, 240.