

RAE

1. TIPO DE DOCUMENTO: Proyecto de Investigación para Optar al Título en **ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS**

2. TÍTULO: PROPUESTAS DE MEJORAMIENTO APLICADAS AL MODELO ACTUAL DE SEGUNDO MERCADO COLOMBIANO

3. AUTOR: Jeison Eduardo Quintero Ojeda

4. LUGAR: Bogotá, D.C

5. FECHA: agosto 11 de 2016

6. PALABRAS CLAVE: Segundo Mercado, Mercado Alternativo Bursátil, Mercado Paralelo, PYME, Mercado de Valores, Mercado de Capitales, Financiación, Inversión, Empresas, Apalancamiento.

7. DESCRIPCIÓN DEL TRABAJO: La presente investigación busca determinar una serie de propuestas de mejoramiento aplicadas al modelo actual de Segundo Mercado colombiano, para ello es necesario saber su estado actual, indagar acerca de la forma en que operan los diferentes modelos de mercados alternativos bursátiles en el mundo, descubrir las buenas prácticas de dichos modelos y como estas podrían replicarse sobre las falencias que presenta el modelo colombiano. Para dar respuesta a la problemática planteada, se adelantó una investigación de carácter descriptivo, la cual permitió identificar el estado actual de las PYMES y el Segundo Mercado, así como las características de cada uno de los modelos de mercados alternativos bursátiles estudiados. Esto llevó a plantear, por medio de un ejercicio interpretativo de la información recopilada a través de diferentes fuentes bibliográficas, propuestas de mejoramiento enfocadas al modelo actual de Segundo Mercado.

8. LÍNEAS DE INVESTIGACION: Línea de Investigación de la USB: Gestión y Control de las Organizaciones Facultad de Ciencias Jurídicas, Políticas y Económicas: Programa Administración de Empresas.

9. METODOLOGÍA: Esta investigación es de carácter cuantitativo bajo una modalidad de **Investigación Descriptiva**, bajo una metodología experimental, apoyándose en técnicas de recopilación y fichado bibliográfico de la información.

10. CONCLUSIONES: La presente investigación logro definir el estado actual de las PYMES y el Segundo Mercado en Colombia. La identificación y comparación de algunos modelos de mercados alternativos bursátiles del mundo, permitió establecer las buenas prácticas, para determinar propuestas de solución a las problemáticas identificadas.

**Propuestas de Mejoramiento Aplicadas al Modelo Actual de Segundo Mercado
Colombiano**

Jeison Eduardo Quintero Ojeda

Asesora Temática

Susan León

Asesor Metodológico

Hernán Alejandro Cortes

Proyecto de Investigación para Optar al Título Administración de Empresas

Universidad de San Buenaventura

Bogotá, Colombia

11 de agosto de 2016

CONTENIDO

1. INTRODUCCIÓN.....	8
2. TEMA.....	11
3. LÍNEA DE INVESTIGACIÓN.....	11
4. PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA	12
4.1. Pregunta problema de la investigación	15
4.2. Sistematización de la pregunta problema	15
4.3. Objetivos	16
4.3.1. <i>Objetivo general</i>	16
4.3.2 <i>Objetivos específicos</i>	16
4.4 Justificación.....	17
4.5 Estado del arte	19
4.6 Marco contextual	27
4.7. Marco teórico.....	28
4.7.1. <i>Teoría del crecimiento económico</i>	28
4.7.2. <i>Política monetaria</i>	29
4.8. Marco conceptual.....	30
4.8.1. <i>Segundo mercado</i>	30
4.8.2. <i>Mercado de capitales</i>	31
4.8.3. Pymes	32
4.8.4. <i>Mercados alternativos bursátiles</i>	33
4.9. Marco legal.....	34
4.9.1. <i>Resolución 400 de 1995</i>	34
4.9.2. <i>Decreto 2555 de 2010</i>	34
4.9.3. <i>Decreto 1019 de 2014</i>	35
4.10. Metodología.....	35
4.10.1. <i>Tipo de investigación</i>	35
4.10.2. <i>Método de investigación</i>	36
4.10.3. <i>Técnicas de recolección de la información</i>	37
4.10.4. <i>Técnicas de análisis de la información</i>	37
5. CAPÍTULO UNO: SOBRE EL SEGUNDO MERCADO	38
5.1. Estado actual de las pymes	38
5.1.1 <i>Las pymes y la financiación</i>	41
5.1.2. <i>Las pymes y el mercado de valores</i>	45
5.2. Acerca del segundo mercado.....	47

5.2.1. <i>Desempeño</i>	48
5.2.2. <i>Normativa</i>	49
5.2.3. <i>Proceso de aplicación</i>	54
6. CAPITULO DOS: MODELOS DE MERCADOS ALTERNATIVOS BURSÁTILES EN ASIA, EUROPA Y LATINOAMÉRICA.....	57
6.1. Identificación de modelos asiáticos, europeos y latinoamericanos de mercados alternativos bursátiles.	57
6.1.1. <i>Segmento de capital de riesgo de la bolsa de valores de lima</i>	58
6.1.2. <i>Bovespa mais</i>	58
6.1.3. <i>Mercado alternativo bursátil (mab)</i>	59
6.1.4. <i>Alternative investment market (aim)</i>	60
6.1.5. <i>Ace market</i>	61
6.2. Prácticas de mercados alternativos bursátiles.....	61
6.2.1. <i>Segmento de capital de riesgo de la bolsa de valores de lima</i>	62
6.2.2. <i>Bovespa mais</i>	63
6.2.3. <i>Mercado alternativo bursátil (mab)</i>	64
6.2.4. <i>Alternative investment market (aim)</i>	65
6.2.5. <i>Ace market</i>	66
7. CAPITULO TRES: BUENAS PRÁCTICAS APLICADAS EN LOS MODELOS ESTUDIADOS	68
7.1. Identificación de necesidades del modelo actual de segundo mercado colombiano.....	68
7.1.1. <i>Opción abierta de participación de los emisores del mercado principal en el segundo mercado</i>	68
7.1.2. <i>Ofertas de renta variable en el segundo mercado</i>	69
7.1.3. <i>Conocimiento del segundo mercado hacia las pymes</i>	69
7.1.4. <i>Confianza y niveles de información suficientes para los inversionistas</i>	69
7.1.5. <i>Fomentar menores costos en el segundo mercado respecto al mercado principal</i>	70
7.2. Determinación de propuestas al modelo actual de segundo mercado	71
7.2.1. <i>Opción abierta de participación de los emisores del mercado principal en el segundo mercado</i>	71
7.2.2. <i>Ofertas de renta variable en el segundo mercado</i>	72
7.2.3. <i>Conocimiento del segundo mercado hacia las pymes</i>	73
7.2.4. <i>Confianza y niveles de información suficientes para los inversionistas</i>	74
7.2.5. <i>Fomentar menores costos en el segundo mercado respecto al mercado principal</i>	75
8. CONCLUSIONES.....	76
9. BIBLIOGRAFIA.....	80
10. ANEXOS	86

10.1 <i>Modelos de mercados alternativos bursátiles</i>	86
--	-----------

LISTA DE TABLAS

Tabla 1 Clasificación pymes	38
Tabla 2 Tasas efectivas anuales 2016.....	43

INDICE DE GRÁFICAS

Gráfica 1 Distribución por clasificación de empresas en Colombia	39
Gráfica 2 Distribución por sector económico pymes	40
Gráfica 3 Anif – gran encuesta pyme I	42
Gráfica 4 Anif – gran encuesta pyme II	42
Gráfica 5 Ofertas públicas autorizadas segundo mercado	48

1. INTRODUCCIÓN

En un informe adelantado por la Superintendencia de Sociedades (2012) acerca de las principales causas de insolvencia de las empresas en Colombia, se encuentra la incidencia de unos factores externos los cuales generan dicha condición, entre ellos se destaca, las altas tasas de interés. Esta condición han llevado a muchas empresas en su mayoría PYMES a suplir sus necesidades de financiamiento a través de los medios tradicionales; frecuentemente, los empresarios acuden a créditos bancarios que están acompañados de altas tasas de interés, los cuales con el tiempo terminan por convertirse en graves problemas. A pesar de los esfuerzos adelantados en materia de financiamiento en el país, por medio de diferentes entidades de las que se puede destacar, la banca de oportunidades, el Fondo Nacional de Garantías y los capitales semillas del SENA, estos no se han ajustado del todo a las necesidades propias de las pequeñas y medianas empresas.

Las PYMES han sido una pieza fundamental en el desarrollo de la economía del país, (Verdugo, 2015) afirma que éstas representan cerca del 99% del total de empresas, aportan 38% al PIB total, además de contar con más de un millón y medio de unidades empresariales. A pesar de la importancia con la que cuenta este segmento de empresas, muchas de estas se liquidan año tras año. De acuerdo al observatorio de la (Cámara de Comercio de Bogotá , 2011) encontró que para el año 2010 se liquidaron más de 15.000 empresas, de las cuales el 97% correspondían a microempresas.

Dentro del mercado de valores en Colombia se encuentra el Segundo Mercado, este segmento “se define principalmente por los menores costos de información a divulgar y por el acceso solamente a los inversionistas calificados” (Blanco Barón, 2014, p.1). Entre otras cosas, este mercado busca lograr el acceso a la financiación a través del mercado de capitales para cualquier empresa, en especial busca fomentar el acceso de las PYMES. El origen de este mercado tiene lugar en la reglamentación expedida en el año de 1994, conforme a las disposiciones de la Resolución 400 de 1995, que hoy se incluyen en el decreto 2555 de 2010 y más reciente modificado en el decreto 1019 de 2014.

El Segundo Mercado, no ha tenido un buen crecimiento, a pesar de haberse originado a partir de 1995, no han sido buenos los resultados obtenidos por parte de este segmento, ya que a través de él solo se ha canalizado cerca del 3% de las emisiones totales de bonos corporativos (Ministerio de Hacienda , 2013). Más aún, la cifra se reduce al consultar cuales de los emisores que han emitido en este segmento clasifican dentro de la categoría de PYME. Sin embargo, la idea de financiar a las pequeñas y medianas empresas por medio de los mecanismos del mercado de valores no deja de ser inapropiada, ya que este además de proporcionar financiamiento a las empresas, permite proyectar la imagen corporativa, capitaliza la empresa, da liquidez a los activos, entre otros (Superintendencia Financiera , 2008).

Por lo anterior, la presente investigación presenta una serie de propuestas de mejoramiento enfocadas al ya existente modelo de Segundo Mercado, en esta se analiza su estado actual, se indaga la forma en que operan los diferentes modelos de mercados alternativos bursátiles en el mundo, esto con el fin de descubrir las buenas prácticas de dichos modelos y como estas

podrían replicarse sobre las falencias que presenta el modelo colombiano. Para dar respuesta a la problemática planteada, se adelanta una investigación de carácter descriptivo, la cual permitirá identificar el estado actual de las PYMES y el Segundo Mercado, así como las características de cada uno de los modelos de mercados alternativos bursátiles estudiados. Esto lleva a plantear, por medio de un ejercicio interpretativo de la información recopilada a través de diferentes fuentes bibliográficas, unas propuestas de mejoramiento del modelo actual de Segundo Mercado.

Para iniciar, se identifica el número de PYMES en Colombia, la clasificación por actividad económica de cada una de estas, los mecanismos de financiación a los que acuden comúnmente y su relación con el mercado de valores. De la misma forma, se analiza el desempeño y el marco legal que acoge al Segundo Mercado, y el proceso de aplicación que debe adelantar una empresa que quiere emitir a través de este mercado.

Igualmente, en cuanto a los modelos de mercados alternativos bursátiles, se realiza una identificación de la metodología, normatividad, capitalización bursátil y tipos de empresas que participan en estos mercados, con el fin de identificar aquellas prácticas que les han permitido dar buenos resultados.

Por último, al identificar las necesidades del modelo Segundo Mercado colombiano e identificar las buenas prácticas de los diferentes modelos de mercados alternativos estudiados, se concluye con una serie de propuestas que buscan ajustar el modelo ya existente de Segundo Mercado en Colombia y por supuesto unas conclusiones.

2. TEMA

Este documento tiene como objeto presentar una serie de propuestas enfocadas al mejoramiento del modelo actual Segundo Mercado colombiano con el fin de lograr beneficiar al segmento de las PYMES en Colombia.

3. LÍNEA DE INVESTIGACIÓN

El presente trabajo se adscribe a la línea de investigación **Gestión y control de las organizaciones**. (Méndez Álvarez, 2011) Refiere como la gestión hace parte de los propósitos de formación en la administración, la cual aporta a las organizaciones en su correcto funcionamiento, además del desarrollo de mecanismos de auditoría, control y planeación. Por esto la investigación tiene como propósito estudiar una herramienta que le permita a las pequeñas empresas financiarse a través de recursos de terceros obtenidos por medio del segundo mercado – entendiendo por segundo mercado como un mecanismo por el cual las compañías logran acceder al financiamiento a través del mercado de valores que necesitan recursos al largo plazo para su mantenimiento y crecimiento -, permitiendo convertir a esta herramienta como una excelente posibilidad para la gestión de las organizaciones (Ministerio de Hacienda , 2013).

4. PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA

El Segundo Mercado colombiano nace con la expectativa de permitir la inclusión de pequeñas y medianas empresas al mercado de valores a través de requisitos más flexibles para su vinculación, que los requeridos en el mercado principal (Ministerio de Hacienda, 1995). A pesar de los esfuerzos realizados durante los últimos años por diferentes organismos, este mercado no ha dado los resultados necesarios y mucho menos se ha convertido en un mecanismo de financiación para las PYMES en el país.

Dicha situación obedece a factores como:

1. Falta de conocimiento del Segundo Mercado hacia las PYMES. Frente a este tema Remolina & Alba (2011) Señalan, la importancia de adelantar esfuerzos en materia de sensibilización e instrumentos de difusión y promoción del mercado de valores dirigidos a nuevos emisores, los cuales aún desconocen los beneficios de financiarse por medio del mercado de valores.
2. Altos costos en el Segundo Mercado con relación al mercado principal. Respecto a esto los emisores del Segundo Mercado que deseen participar por primera vez deben incurrir en varios costos que al compararlos frente al mercado principal resultan ser casi los mismos, por mencionar algunos, actualmente el emisor del Segundo Mercado debe cancelar derechos de inscripción ante los diferentes entes del mercado – bolsa de valores, RNVE, DECEVAL- además de una cuota de sostenimiento mensual ante estos mismos, de igual forma debe cumplir con un sin número de requisitos los cuales menciona el decreto 2555 de 2010, y otros más correspondientes a la normativa de cada uno de los entes del mercado.

3. Carencia de reglas que permita definir el tipo de emisores que pueden participar en este mercado. De acuerdo a la normativa actual se evidencia en el decreto 1019 de 2014 que cualquier tipo de empresa que cumpla con los requisitos de los que habla dicho documento puede participar en el Segundo Mercado, es decir las grandes empresas que fácilmente cumplen con los requerimientos del mercado principal acuden a este mercado y las PYMES que deberían participar de este mercado no lo hacen, o por lo menos así lo evidencia la Superintendencia Financiera (2016) donde se puede encontrar que de los emisores del Segundo Mercado que han participado en él, ninguno pertenece a la categoría PYME.

4. Inexistencia de ofertas de renta variable. Al examinar el histórico de ofertas aprobadas, no se encuentran una sola oferta de renta variable, en su mayoría hacen parte de renta fija (Superintendencia Financiera, 2016). Esto genera baja participación por parte de los inversionistas y por ende le quita dinamismo al mercado.

5. Bajos niveles de confianza e información para los inversionistas. En la normativa actual se redujo los niveles de información que debe suministrar el emisor a los inversionistas, por otra parte, aumento las garantías para los inversionistas; sin embargo esta situación parece no favorecer del todo a los inversionistas, por mencionar un ejemplo en el decreto más reciente – decreto 1019 de 2014 – la calificación de riesgo para los bonos que se emiten a través del Segundo Mercado es optativa, esto representa un esfuerzo adicional para los inversionistas y por ende un

costo adicional ya que deben indagar por cuenta propia información que les genere confianza.

Estos factores parecieran no ser relevantes por los diferentes entes involucrados en el mercado, los cuales aún no dimensionan la importancia de involucrar a las PYMES dentro del modelo y convertirlo en un mecanismo de apoyo para las empresas con potencial de crecimiento.

Las anteriores circunstancias podrían llevar al Segundo Mercado a continuar incumpliendo el objeto por el cual se creó, permitir el acceso de las PYMES en el mercado de capitales, esto también llevaría a las pequeñas y medianas empresas en proceso de crecimiento a continuar acudiendo a los medios tradicionales de financiamiento, los cuales no se ajustan a sus necesidades propias.

Por lo mencionado anteriormente se hace necesario plantear unas propuestas de mejoramiento aplicadas al modelo ya existente de Segundo Mercado, para ello es necesario analizar el estado actual del Segundo Mercado, igualmente, es importante comparar e identificar diferentes modelos de mercados alternativos en el mundo, con el fin de identificar las buenas prácticas que podrían ser aplicadas sobre las falencias existentes en el modelo colombiano.

4.1. Pregunta problema de la investigación

De acuerdo a la descripción realizada a partir de la problemática descrita en el numeral 4, surge la necesidad de saber:

¿Qué propuestas de mejoramiento podrían ser aplicadas al modelo actual de Segundo Mercado de Colombia?

4.2.Sistematización de la pregunta problema

A partir de la problemática descrita en el numeral 4 y la pregunta formulada en el numeral 4.1., se encuentran diferentes temas específicos a analizar para dar respuesta a la misma.

Por ello surgen las siguientes subpreguntas:

¿Cuál es el estado actual del segundo mercado?

¿Cómo operan actualmente los principales modelos de mercado alternativos bursátiles en Asia, Europa y Latinoamérica?

¿Cuáles son las buenas prácticas aplicadas por los diferentes modelos de mercados alternativos estudiados?

4.3.Objetivos

4.3.1. Objetivo general

Determinar propuestas de mejoramiento para el modelo actual de Segundo Mercado colombiano.

4.3.2 Objetivos específicos

Analizar el estado actual del Segundo Mercado de Colombia

Comparar e identificar el estado actual de los diferentes modelos de mercado alternativos en Asia, Europa y Latinoamérica

Identificar las buenas prácticas aplicadas en los modelos estudiados.

4.4 Justificación

Verdugo (2015) refiere como en Colombia las Pymes representan cerca del 99% del total de las empresas del país, aproximadamente 1.6 millones de unidades empresariales y cuentan con un aporte cercano al 38% al PIB total; desafortunadamente son muchas las compañías que se liquidan u otras que son obligadas a ingresar a procesos de reorganización por diferentes factores. Un estudio aplicado a 121 empresas determino la existencia de unos factores externos e internos que generan insolvencia en las sociedades de los cuales se destacan, como factores externos: la disminución de la demanda por el entorno económico, las altas tasas de interés, el incremento en la competencia, la pérdida de mercado y la dificultad de acceso al crédito. En cuanto a los factores internos se pueden destacar: el alto endeudamiento, la falta de capital de trabajo, la disminución de las ventas, los altos costos y/o gastos operacionales y de ventas y la baja rentabilidad del negocio (Superintendencia de Sociedades , 2012).

Como se mencionaba anteriormente entre los factores que llevan a la insolvencia de una sociedad se pueden recalcar las altas tasas de interés, la dificultad del acceso al crédito, el alto endeudamiento, la falta de capital de trabajo entre otros; de aquí la necesidad de fomentar formas de apalancamiento a las empresas en vía de expansión; el mercado de capitales ha probado ser una excelente forma de financiamiento para las organizaciones, este se puede definir como “el conjunto de mecanismos que están en una economía con el fin de cumplir la función básica de asignación y distribución, en el tiempo y en el espacio, de los recursos de capital” (Bolsa de Valores de Colombia , 2016).

Actualmente dentro de este mercado de capitales, Colombia cuenta con un mecanismo de financiación conocido como Segundo Mercado. Este busca “facilitar el acceso y permanencia de las PYMES en el mercado de capitales, a través del establecimiento de requisitos más flexibles para su vinculación que los necesarios para participar en el mercado principal” (Remolina León & Alba Molina, 2011, p.3). Esta sin duda podría ser un excelente forma de financiamiento para las Pymes pero actualmente no cuenta con muy buenos resultados ya que sólo aproximadamente 3% de las emisiones de los títulos en el mercado de valores se originaron en el Segundo Mercado y el porcentaje se reduce al tener en cuenta lo que se origina por parte de las pequeñas y medianas empresas (Ministerio de Hacienda , 2013).

De acuerdo a lo mencionado previamente, se ve la necesidad de realizar un estudio del estado actual del Segundo Mercado en Colombia donde se analice cada uno de sus aspectos a través de una recopilación bibliográfica. Por otra parte, es fundamental comparar e identificar el estado actual de los diferentes modelos de mercado alternativos o segundos mercados en otros países con el fin de poder plantear un paquete de propuestas y buenas prácticas que podrían ser aplicadas al modelo colombiano.

De igual forma se aplicarán distintas herramientas de análisis que nos permitan evidenciar la viabilidad del Segundo Mercado respecto a las formas de financiamiento convencionales, a las cuales acuden los empresarios PYME por falta de conocimiento comúnmente; igualmente, se identificarán las buenas prácticas adelantadas por los diferentes modelos internacionales y así mismo se realizará un análisis de las falencias actuales de nuestro modelo de Segundo Mercado. Este trabajo busca dejar un precedente en las investigaciones que se adelanten en materia de financiamiento para PYMES, con el fin de poder utilizar este tipo de mecanismos

para beneficio de este segmento, el cual como bien sabemos es quien mueve gran parte de la economía de nuestro país.

4.5 Estado del arte

Acerca del origen del Segundo Mercado las primeras experiencias se le adjudican al mercado estadounidense, puntualmente al *NASDAQ* el cual tiene su origen en “la solicitud que hiciera el Congreso de los Estados Unidos a la comisión supervisora del mercado (*Securities and Exchange Commission – SEC*) de que realizara un estudio sobre la seguridad y eficiencia de los mercados bursátiles” (Martín Mato, 2007, p.30). Luego de dicho informe la *SEC* propuso la automatización de los mercados no regulados y de ahí se dio origen al *NASDAQ Stock Market*, el cual tuvo su primera sesión el 8 de febrero de 1971. Considerado inicialmente como un mercado paralelo al mercado principal el cual sería simplemente usado para climatizar a las empresas que hicieran parte de este, lo cual dio paso al actualmente conocido *NASDAQ OMX* (Gomez Guillamón & Garcia Perez de Lema , 2012).

Este mercado tiene sus orígenes muchos años atrás; durante el crack bursátil de 1929, cuando el gobierno de ese país se preocupó por regular de alguna manera el mercado paralelo. Para ese entonces se creó una asociación de empresas de inversión, con el fin de que esta organización ordenara el sector de la intermediación financiera que se realizaba al margen del mercado bursátil oficial (Hierro Anibarro, 2001). Para el año de 1938 se constituyó la *National Association of Securities Dealers - NASD* bajo las enmiendas de la ley *Maloney* de 1938 sobre la ley de valores de 1934. El *NASD*, bajo la dirección de la *SEC* en 1963, adoptó como principio la autorregulación, promoción de formación de capital mediante

el desarrollo, el funcionamiento y la regulación de los mercados de valores, “la cual con el tiempo y el apoyo de las nuevas tecnologías convirtió a este mercado paralelo en un verdadero mercado regulado conocido como *NASDAQ*” (Hierro Anibarro, 2001, p.34).

De otra parte, en la década de los 80's en Europa debido al creciente éxito del mercado *NASDAQ* y a la difícil situación por la cual pasaban los diferentes gobiernos en buscar una manera de financiar a las empresas en expansión, de acuerdo a un texto citado por (Hierro Anibarro, 2001) “aumentaban las voces de quienes abogaban por la creación de un mercado de capital para la PYME“ (p.33)., debido a los elevados costos por los cuales tenían que incurrir estas empresas al acudir a las formas de financiamiento clásico como lo es el crédito bancario.

Para 1980 en el Reino Unido se constituyó el *Unlisted Securities Market - USM*, este mercado rebaja los requerimientos de cotización de grandes empresas, ya que no exigía tres años previos de experiencia y un capital flotante de tan solo el 10% (Gomez Guillamón & Garcia Perez de Lema , 2012). Estos requisitos eran más ligeros que los solicitados en el mercado principal, en donde se exigía el 25% del capital en el mercado de forma permanente en al menos 5 años (Blanco Barón , Seguimiento al marco insitucional del mercado de valores en Colombia, 2008). Asimismo en el resto de Europa debido a que estas bolsas no querían la articulación de un mercado extrabursátil para la financiación de la PYME fuera de su control (Citado por Hierro Anibarro, 2001). Ya que el modelo del mercado *NASDAQ* así lo planteaba; su último recurso fue una teoría denominada segmentación vertical (Citado por Blanco Barón , Seguimiento al marco insitucional del mercado de valores en Colombia, 2008).

La segmentación vertical, nació como reacción a la homogenización bursátil en la que solamente había una vía para la admisión a cotización, lo que dejaba por fuera a las empresas nuevas o que por su tamaño no podían cumplir con los requisitos establecidos. De esta forma se consideró que era posible compatibilizar los requerimientos de transparencia del mercado principal con una menor información y procedimientos en segmentos denominados Segundos Mercados (Blanco Barón, 2008, p.81).

Entre otras cosas, dentro de los requisitos propuestos para los esquemas de Segundos Mercados en cuanto a los inversionistas, se decía que solo podrían tener acceso a este segmento los inversionistas que fueran capaces de evaluar su riesgo.

El uso de este modelo de segmentación vertical fue aplicado por diferentes bolsas en Europa, de allí nace el ya antes mencionado *USM* en el Reino Unido, también el *Second Marché* en Francia, el *Geregelter Markt* en Alemania; igualmente con diferentes modelos de organización se pueden mencionar el caso belga, griego, danés, holandés e italiano (Hierro Anibarro, 2001).

Con el tiempo la puesta en práctica de este modelo probó no ser tan eficiente como las bolsas europeas lo esperaban, estas consideraron que al disminuir los requisitos de admisión sería suficiente para lograr la cotización de las empresas tecnológicas, las cuales se encontraban en auge para aquel entonces; la disminución de los requisitos termino afectando a los inversionistas quienes se habían atrevido arriesgar su capital, además de que estos

segmentos no alcanzaron la liquidez necesaria para lograr la continuidad de este mercado de naturaleza bursátil (Hierro Anibarro, 2001).

Este y otros motivos fueron los que llevaron a replantear el modelo, a partir de allí han nacido los conocidos nuevos mercados, terceros mercados, mercados para PYMES, o también conocidos como mercados alternativos (Citado por Guillamón & Garcia, 2012), los cuales están más enfocados hacia las empresas innovadoras con gran potencial de crecimiento y que de cierto modo se relacionan con la ciencia y tecnología.

En Latinoamérica en la década de los 90's estos modelos también fueron aplicados con especial éxito en Brasil a través del mercado de balcón y en Perú por medio del segmento de capital de riesgo de la bolsa de valores de Lima. En el caso de Brasil a partir de 1996 con la aparición del mercado operado por la *Sociedade Operadora do Mercado de Acesso – SOMA*, el cual fue creado por las bolsas de Rio de Janeiro y de Paraná (Citado por Blanco Barón, 2008). Estos mercados tenían como propósito:

Dar un espacio para la negociación de empresas pequeñas, medianas o recién privatizadas o aquellas de desarrollo tecnológico (...); este mercado tuvo gran éxito dado que a los cinco meses de funcionamiento tenía 170 socios, 50 creadores de mercado, y 16 empresas. (Blanco Barón, 2008, p. 87).

En cuanto a Perú como se mencionó anteriormente fue a través del segmento de capital de riesgo de la bolsa de valores de Lima constituido por empresas mineras denominadas junior a

estas se les llama así ya que se encuentran en las etapas iniciales de su desarrollo que no superan los 3 años; es tal el éxito de este segmento que el 38% de las empresas mineras con actividades en Perú hacen parte de este (Blanco Barón , Seguimiento al marco insitucional del mercado de valores en Colombia, 2008).

Paralelamente, en Colombia durante esa misma época mediante la resolución 400 de 1995 de la Superintendencia de Valores de Colombia – SVC hoy Superintendencia Financiera de Colombia – SFC; se da origen a un segmento dentro del mercado de valores denominado Segundo Mercado. Al igual que los casos europeos este segmento “se define principalmente por los menores costos de información a divulgar y por el acceso solamente a los inversionistas calificados” (Blanco Barón, La reforma al segundo mercado: análisis del decreto 1019 de 2014, 2014, p.1). Tiempo después el gobierno nacional con el fin de recopilar y unificar las normas en materia del sector financiero asegurador y el mercado de valores, expidió el decreto 2555 de 2010 donde integro la resolución mencionada anteriormente.

Para el año 2014 se realizaron unos cambios en el decreto 2555 de 2010 a través del más reciente decreto 1019 de 2014, donde se modifica cierta normativa relacionada al Segundo Mercado, en este último el gobierno menciona: “el esquema de Segundo Mercado no ha logrado alcanzar su objetivo en tanto los potenciales Emisores no han usado este mecanismo como medio de acceso al mercado de valores” (Ministerio de Hacienda, 2014, p.1).

Con respecto a este tema muchos autores han expuesto sus puntos de vista, de ellos se puede destacar el trabajo de Blanco Barón (Seguimiento al marco insitucional del mercado

de valores en Colombia, 2008) donde realiza una evaluación del comportamiento del Segundo Mercado, también estudia las dificultades de acceso al financiamiento por parte de las PYMES, de otra parte verifica las experiencias internacionales y finalmente examina la evolución en materia de regulación de este mercado.

Del mismo modo resulta importante mencionar como Remolina León & Alba Molina (2011) en su documento sobre Segundo Mercado analizan las razones por las cuales este no ha logrado alcanzar el desarrollo esperado y porque no ha logrado vincular a las PYMES como Emisores; además expone las ventajas y necesidad de profundizar y realizar esfuerzos para este mercado. De igual forma, Carvajal & Monroy Mora (2011) dentro de su trabajo analizan los aspectos previos a tener en cuenta al ingreso al mercado de valores por parte de las PYMES, también proponen otros instrumentos financieros que podrían ser adquiridos por las PYMES por medio de la bolsa de valores.

Desde hace un tiempo para acá ha sido alto el interés por el futuro del Segundo Mercado colombiano, frente al tema varios autores se han pronunciado, Remolina León & Alba Molina (2011) mencionan temas del origen y normativa actual del mercado, citan también las experiencias internacionales y, por supuesto, sugieren un paquete de propuestas dirigidas al mejoramiento de este mercado, propuestas que van enfocadas al Emisor, inversionista y por supuesto al Estado y demás entidades involucradas en el proceso de emisión.

En lo que respecta a los Emisores reconocen la importancia de trabajar en el tema de capacitación, replantear costos de las emisiones para PYMES y promoción y acercamiento al mercado de valores de estos. Por otra parte, con relación al punto de vista de los

inversionistas proponen una serie de incentivos de carácter tributario con el fin de lograr una mayor profundización del mercado. En lo que se refiere al Estado y demás entidades involucradas en el proceso de emisión hacen énfasis en tres aspectos fundamentales normativo, financiero y promocional (Remolina León & Alba Molina, 2011).

En cuanto a la normatividad plantearon la necesidad de reformular los contenidos de la Resolución 400 de 1995 para que estos fuesen suficientes para entender cómo opera el segundo mercado y los requisitos que debe cumplir antes y después de emitir títulos en el mercado el Emisor. En lo que compete al aspecto financiero Remolina y Alba exponen la necesidad de que la Superintendencia Financiera de Colombia, la Bolsa de Valores y DECEVAL, establezcan mecanismos que hagan más competitiva la financiación del empresario a través del mercado de valores frente a las demás alternativas de financiamiento. Referente al aspecto promocional concluyen la importancia de que el estado adelante programas concretos encaminados a la promoción del mercado de valores y aportes de recursos para financiar el segundo mercado (Remolina León & Alba Molina, 2011).

Por otra parte, de acuerdo al Ministerio de Hacienda y Crédito Público en el documento conceptual: reforma normativa segundo mercado (2013), presenta la situación de las pequeñas y medianas empresas en Colombia, también estudia los aspectos claves de los regímenes híbridos utilizados en distintos países y el impacto que este ha tenido en ellos y por último identifica los aspectos de la regulación vigente para ese momento que podrían ser objeto de reforma (Remolina León & Alba Molina, 2011).

En materia de beneficio y viabilidad del Segundo Mercado Franco Castillo (2013) busca “demostrar la utilidad de un segundo mercado de emisión de deuda para Pymes como mecanismo de financiamiento” (p.10), en este explica como la fuente de financiamiento afecta la estructura de capital de una empresa, a partir de la teoría de Faulkender y Petersen la cual sostiene:

Que las empresas tienen mayores posibilidades de apalancarse cuando tienen acceso al mercado de capitales. Entendemos dicho apalancamiento como una ventaja competitiva en el acceso a recursos de financiación para el desarrollo de proyectos, en virtud del alto grado de rigurosidad en el acceso a créditos por parte de las entidades de financiamiento. (Franco Castillo, 2013, p. 10).

Lo mencionado anteriormente lo traduce el autor en dos temas: el análisis a modelos similares que se encuentran vigentes en otros países y el estudio del caso colombiano, evaluando la normatividad vigente.

Finalmente el pasado 06 de junio el Ministro Mauricio Cárdenas informó que el gobierno nacional expidió el decreto 1019 de 2014 en el cual modifica el régimen de las emisiones que se colocan a través del segundo mercado. En este explica:

Que a través de la nueva normatividad los interesados podrán emitir valores dirigidos a los inversionistas profesionales a través de este esquema, mediante un proceso de emisión más expedito y con menores costos, teniendo en cuenta la flexibilización de los requisitos de calificación e inscripción en bolsa de valores (Ministerio de Hacienda , 2014, p.1).

4.6 Marco contextual

Las PYMES en Colombia representan cerca del 99% del total de las empresas del país, estas aportan cerca del 38% del PIB total. De hecho, con base a la información suministrada por el SIREM de la Superintendencia de Sociedades a corte del 31 de diciembre de 2014 de las empresas que registraron información en este sistema el 80% clasificaba en la categoría PYME (Verdugo, 2015).

Estas empresas siempre han presentado dificultades por diversos motivos, de hecho un estudio aplicado a 121 empresas logro identificar una serie de factores internos y externos que generaban insolvencia en las sociedades, de esto encontraron que en los factores externos era evidente la disminución de la demanda, las altas tasas de interés, el incremento de la competencia, entre otros. Mientras que en lo que respecta a los factores internos se destacan el alto endeudamiento, la falta de capital de trabajo, disminución de sus ventas y la baja rentabilidad de sus negocios (Superintendencia de Sociedades , 2012).

El Segundo Mercado se creó a partir de la resolución 400 de 1995 con el objeto de “que más compañías logren acceder a una financiación desintermediada a través del mercado de valores, en especial... busca fomentar el acceso de pequeñas y medianas empresas – PYMES” (Ministerio de Hacienda , 2013, p.3). Este segmento ha logrado recaudar entre el periodo de 2002 a marzo de 2016 un total de COP\$ 11.379.631 - miles de millones -, de esta misma información se puede identificar que casi ninguna de las operaciones adelantadas a través del Segundo Mercado corresponden a las PYMES, de allí la importancia de lograr

hacer más incluyente este tipo de mecanismos para lograr involucrar realmente al grupo de empresas PYME (Superintendencia Financiera, 2016)

4.7. Marco teórico

4.7.1. Teoría del crecimiento económico

La teoría del crecimiento tiene sus inicios desde tiempos remotos, algunos de los padres de la economía mencionaron unos de los conceptos básicos en su momento, Smith, David Ricardo, Thomas Maltus, entre otros, hablaban sobre temas como el rendimiento decreciente y la relación con el capital físico o humano, progreso tecnológico, la especialización del trabajo por mencionar algunos.

Pero fue realmente a partir de los conceptos desarrollados por los economistas neoclásicos en la década de los 50's, 60's y mitad de los 70's cuando en realidad tomo fuerza la teoría del crecimiento económico; es importante tener en cuenta los trabajos de Solow y Swan ya que fueron quienes sentaron las bases metodológicas utilizadas también para entonces por macroeconomistas. El modelo se basa en el desarrollo en el largo plazo y en la aplicabilidad empírica (Martin , 2000).

Para la época de los 80's el objetivo del modelo estaba ligado a la construcción de tasas de crecimiento a largo plazo que resultaran positivas sin tomar como variable exógena del modelo la tecnología. Por otra parte, para años siguientes se construyeron modelos para representar como la inversión en la investigación y desarrollo de las empresas generaba

progreso tecnológico y además como los gobiernos tenían que intervenir y garantizar derechos de propiedad física e intelectual, reguladores del sector financiero y en términos generales sean garantes del orden (Citado por Martin , 2000).

Uno de los factores importantes de una economía está en la identidad de la renta nacional, para ello se identifica el Producto Interno Bruto (PIB) como la cantidad de bienes y servicios producidos durante un periodo de tiempo determinado, el PIB puede ser calculado de tres maneras diferentes: a través del gasto o por la demanda, el gasto o la oferta o por el ingreso o la renta. Este indicador permite identificar el desempeño económico del país o cualquier otro (Subgerencia Cultural del Banco de la República., 2015).

4.7.2. Política monetaria

Keynes fue uno de los principales precursores de la política monetaria de las naciones, sus principales conceptos fueron precursores de diferentes estudios relacionados a los ciclos económicos y de más fenómenos del corto plazo, uno de ellos está sobre el efecto de la inflación en el crecimiento económico. Las escuelas de Mundell y Tobin sostenían que había una correlación positiva entre la tasa de inflación y acumulación de capital que de alguna manera harían que existiera una relación entre el dinero y capital, ya que si se aumenta la inflación habrían un mayor costo en adquirir dinero y por tanto se preferiría adquirir capital (Garay , 1998).

Para el contexto colombiano asegura también Garay (1998) no hay un problema de una inflación creciente, igualmente se cuenta con una inflación anticipada. Actualmente el Banco

de la República cuenta con distintas estrategias relacionadas para intervenir en dicho tema, en su concepto:

La política monetaria debe evaluar el estado de la economía en cada momento del tiempo y su posible evolución en los siguientes cuatro a ocho trimestres. Este es el horizonte de tiempo en el cual los cambios en las tasas de interés de intervención se transmiten a las otras tasas de interés e impactan la economía. Por lo tanto, la política monetaria opera necesariamente bajo un ambiente de incertidumbre (Garay , 1998, p.39)

Con relación a lo anterior el Banco de la República interviene en la política monetaria modificando las tasas de interés a las cuales suministra y le retiran liquidez a la economía, estos mecanismos comúnmente influyen sobre temas como los mercados financieros, tasas de inflación, expectativas de los agentes económicos, decisión del gasto, entre otros.

4.8. Marco conceptual

Para el presente trabajo se han definido cuatro conceptos considerados relevantes en la investigación:

4.8.1. Segundo mercado

El modelo de Segundo Mercado colombiano tiene como base la reglamentación expedida en el año de 1994 y es conforme a las disposiciones de la Resolución 400 de 1995 incluida al

decreto 2555 de 2010; el cual tiene por objeto bajo concepto del documento conceptual reforma normativa segundo mercado, lo siguiente:

Que más compañías logren acceder a una financiación desintermediada a través del mercado de valores, en especial... busca fomentar el acceso de pequeñas y medianas empresas - Pymes, que necesitan recursos de largo plazo para su mantenimiento y que mediante la emisión de papeles en dicho mercado, logren aumentar sus posibilidades de crecimiento. (Ministerio de Hacienda , 2013, p.3)

El Ministerio de Hacienda (2013) refiere como este mecanismo de financiación ha alcanzado hoy en día, cerca del 3% de la emisión total de bonos corporativos, se ha evidenciado una gran abstinencia por parte de las Pymes para aplicar a este modelo de financiamiento. Carvajal & Monroy Mora (2011) refieren como la falta de utilización del modelo de Segundo Mercado entre otros factores, se debe a que las compañías que por este medio quieran participar por primera vez en el mercado de capitales, deben enfrentarse a inconvenientes asociados con asimetría de la información y la falta de confianza por parte de los inversionistas.

4.8.2. Mercado de capitales

La Bolsa de Valores de Colombia define el mercado de capitales como:

El conjunto de mecanismos que está en una economía con el fin de cumplir la función básica de asignación y distribución, en el tiempo y en el espacio, de los recursos de capital (aquellos

de mediano y largo plazo destinados a financiar la inversión, contrario a los recursos de corto plazo que constituye el objeto del mercado monetario) (Bolsa de Valores de Colombia , 2016).

Entre otras cosas el mercado de capitales tiene por objetivo bajo la definición de Roncallo en Estrategias para estimular el mercado de capitales en Colombia como generador de riqueza:

Facilitar Transferencia de recursos de los ahorradores o agentes con exceso de liquidez, a inversiones en el sector productivo de la economía, también asigna de forma eficiente recursos a la financiación de empresas del sector productivo, reduce los costos de selección y asignación de recursos a actividades productivas y ofrece una amplia variedad de productos con diferentes características (plazo, riesgo, rendimiento) de acuerdo con la necesidades de inversión o financiación de los agentes participantes del mercado. (Roncallo Sarmiento , 2008, p.15)

4.8.3. Pymes

Actualmente no existe un criterio único consolidado sobre lo que son las Pymes a nivel mundial, ya que la definición de estas varía según el tipo de enfoque, algunos se encasillan en el volumen de ventas, otros en el volumen de empleados, de igual forma en el capital social o en el valor de su producción. Según un estudio realizado por la Organización Internacional del Trabajo ejecutado en setenta y cinco países encontró más de cincuenta definiciones distintas sobre Pymes. Estas se pueden definir de dos formas diferentes, de manera cualitativa y cuantitativa, cualitativa – bajo los preceptos de la *C.E.D (Comitte for Economic*

Development) – cuando posee una administración independiente, capital suministrado por los propietarios, fundamentalmente área local de operaciones y un tamaño relativamente pequeño dentro del sector industrial en que actúa. Cuantitativa cuando se tiene en cuenta la cantidad de personal, facturación y en algunas ocasiones el capital invertido (Pietrantuono & Siebens , 2010).

4.8.4. Mercados alternativos bursátiles

Bajo el concepto del Mercado Alternativo Bursátil (2012) definen el MAB como “un Mercado de Valores dedicado a empresas de reducida capitalización que buscan expandirse, con una regulación a su medida, diseñada específicamente para ellas, y unos costes y procesos adaptados a sus características” (p.2). El objeto de este tipo de mercados alternativos no solo el del modelo Español, está en facilitar el acceso al financiamiento a empresas de reducida capitalización, además de tener una financiación a través de recursos propios obtenidos por el mercado.

Por su parte el segundo Mercado Colombiano nace de la iniciativa del Gobierno Nacional que ha venido promoviendo políticas que faciliten el acceso de más compañías al mercado de valores. El objeto del mercado está en la búsqueda al acceso y permanencia de las PYMES en el mercado de capitales por medio de requisitos que resulten más flexibles para su vinculación que los necesarios para hacer parte del mercado principal (Remolina León & Alba Molina, 2011).

4.9. Marco legal

4.9.1. Resolución 400 de 1995

En el marco de la legislación de la Superintendencia Financiera, el Segundo Mercado se encuentra regulado por la resolución 400 de 1995, donde se entiende por este concepto, “como 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”. (Ministerio de Hacienda , 1995, p.1)

Esta reglamentación fue incorporada en un nuevo decreto, el decreto 2555 de 2010, como se ha mencionado anteriormente, el objeto de esta legislación es que un mayor número de empresas accedan al financiamiento a través del mercado de capitales en especial las PYMES.

4.9.2. Decreto 2555 de 2010

De acuerdo al decreto 2555 de 2010 del Ministerio de Hacienda (2010) “Por el cual se recogen y reexpiden las normas en materia del sector financiero, asegurador y del mercado de valores y se dictan otras disposiciones” (p.1). Esto quiere decir que a través de este decreto se buscó derogar y retomar toda la normativa de decretos y resoluciones de la antes conocida Superintendencia de Valores de Colombia hoy Superintendencia financiera de Colombia que fueron expedidas entre el año de 1986 hasta el 2010 en lo que respecta al sector financiero, asegurador y del mercado de valores.

En lo que concierne al Segundo Mercado a través de este decreto no se realizaron modificaciones a la resolución 400 de 1995, simplemente recogió lo dicho por la resolución antes mencionada y la acogió en el decreto.

4.9.3. Decreto 1019 de 2014

El decreto 1019 de 2014 modifica el título 3 del decreto 255 de 2010 en lo relacionado con el Segundo Mercado, a través de este decreto se modifica el régimen de las emisiones que se colocan a través de este mercado. Al comparar la reforma del decreto 2555 de 2010 se puede inferir que esta busca disminuir los costos de emisión al momento de la oferta pública, elimino requisitos de registro ante el RNVE, entre otros. (Ministerio de Hacienda, 2014)

Además de lo mencionado anteriormente el decreto dentro de sus consideraciones destaca que el Segundo Mercado “no ha logrado alcanzar su objetivo en tanto los potenciales Emisores no han usado este mecanismo como medio de acceso al mercado de valores” (Ministerio de Hacienda, 2014, p.1). Estas y otras consideraciones fueron los motivos por los cuales se hizo necesario aplicar modificaciones al marco regulatorio del Segundo Mercado.

4.10. Metodología

4.10.1. Tipo de investigación

Esta investigación es de carácter cuantitativo bajo una modalidad de **investigación descriptiva** ya que se busca identificar el estado actual de las Pymes y el Segundo Mercado

colombiano, las características de cada uno de ellos y demás factores que influyen en cada uno de estos; el proceso de investigación descriptiva no solo implica la recolección de datos, en él hay un proceso interpretativo de lo que se describe dando así el significado e importancia que este debe tener, por ende se busca determinar unas estrategias de mejoramiento para el modelo actual de Segundo Mercado colombiano que beneficie al contexto de las Pymes.

4.10.2. Método de investigación

Para la investigación se tendrá en cuenta el **método experimental**.

Este método intenta establecer verdades objetivas mediante observaciones y mediciones realizadas directamente sobre variables definidas de uno o varios espacios, objetos o personas. En él se plantea siempre una relación de causa-efecto entre dos variables: una llamada independiente y la otra dependiente. (Méndez Álvarez, 2011)

Lo cual para el presente trabajo de investigación resulta ser acorde ya que la naturaleza de la investigación se centra en el análisis, comparación y formulación para un propósito común, el mejoramiento del modelo de Segundo Mercado colombiano, de igual forma se hará uso de técnicas de recolección de datos tales como el fichado bibliográfico, entre otros.

4.10.3. Técnicas de recolección de la información

Como técnicas de recolección de información se harán uso de las técnicas de Recopilación **y fichado bibliográfico** la mayor parte de este proyecto está basado precisamente en estas técnicas, textos, bases documentales, distintos tipos de fuentes bibliográficas, entre otros... serán el pilar de la investigación que busca a partir de ello determinar estrategias de mejoramiento para el modelo actual de Segundo Mercado colombiano.

4.10.4. Técnicas de análisis de la información

Como técnica de Análisis de la información acorde a la naturaleza del trabajo a desarrollar se realizarán matrices y cuadros comparativos donde se recopilarán las diferentes fuentes la información con la cual se describirá todos los aspectos que resulten relevantes al delimitar las temáticas planteadas para el ejercicio de investigación.

5. CAPÍTULO UNO: SOBRE EL SEGUNDO MERCADO

5.1. Estado actual de las pymes

Las Pymes en Colombia representan una gran porción y se les podría considerar como uno de los pilares de la economía y estructura empresarial del país, estas generan empleo, desarrollo económico, permiten mejorar la distribución del ingreso, entre otras; solo por mencionar ante la Superintendencia de Sociedades se reportaron 26.490 empresas del sector real, de las cuales más del ochenta por ciento están clasificadas como pequeñas, medianas y microempresas (Ministerio de Hacienda , 2013).

De acuerdo a la ley 590 de 2000 conocida como la ley Mipymes y sus modificaciones en la ley 905 de 204 considera la siguiente clasificación del segmento empresarial respecto al total de los activos en base al SMMLV:

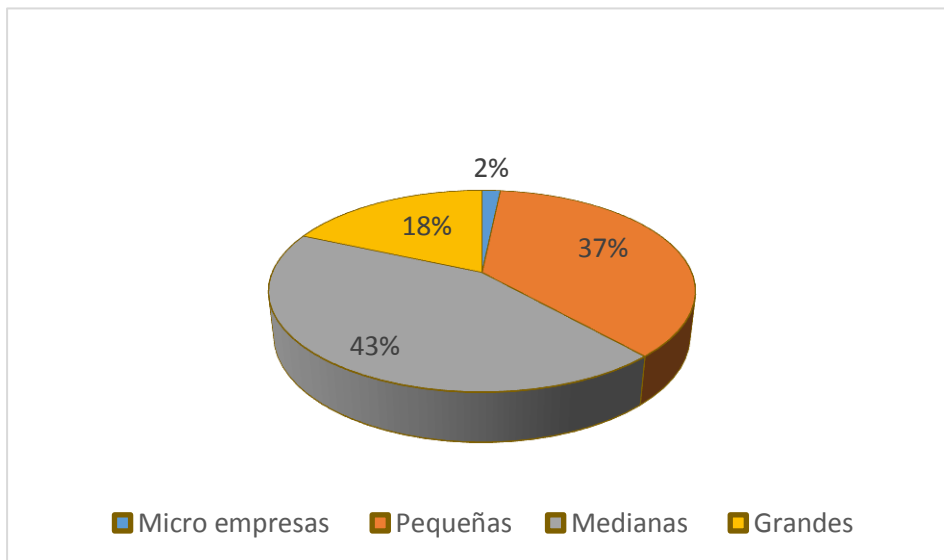
Tabla 1 Clasificación pymes

Tamaño	Activos Totales SMMLV
Microempresa	Hasta 500 (\$344.727.500)
Pequeña	Superior a 500 y hasta 5.000 (\$3.447.275.000)
Mediana	Superior a 5.000 y hasta 30.000 (\$20.683.650.000)
Grande	Superior a 30.000 (20.683.650.000)
SMMLV para el año 2016 \$689.455	

Fuente: Bancoldex (2016)

De este segmento empresarial como se mencionaba anteriormente más del ochenta por ciento corresponde a las PYMES de las cuales con base a la información suministrada a través del sistema de información y reporte empresarial – SIREM – a corte del 31 de diciembre de 2014 se pudo identificar que el 43% de este segmento corresponde a las medianas empresas, un 37 % a las pequeñas empresas y 2% a las microempresas, como se evidencia en el **gráfico 1** a continuación:

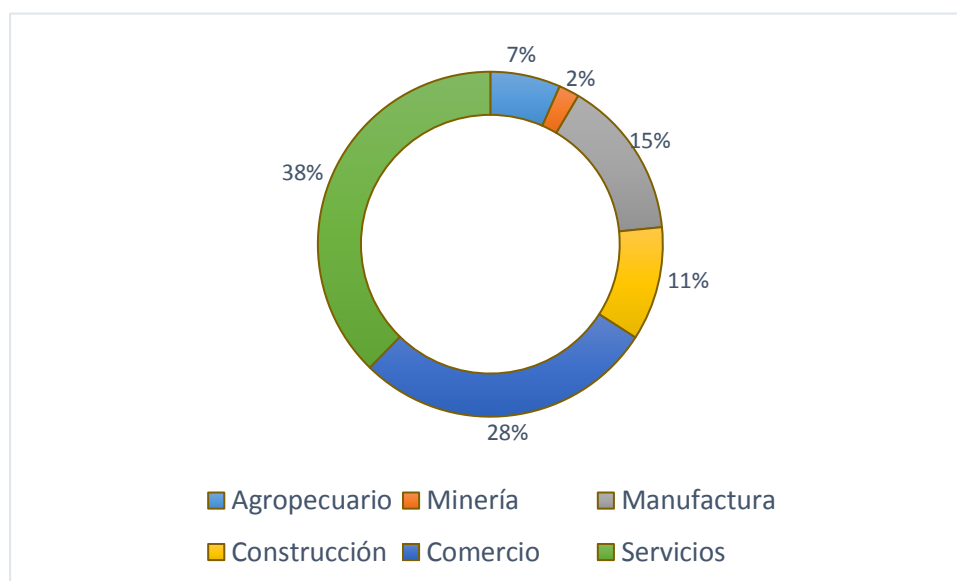
Gráfica 1 Distribución por clasificación de empresas en Colombia



Fuente: Supersociedades –SIREM. Cálculos propios.

Por otra parte al analizar las actividades por sector en las cuales se desenvuelven este grupo de empresas, se encontró que un 38% hace parte del sector de los servicios siendo esta la mayor actividad en la cual intervienen las PYMES seguido del comercio con un 28%, de igual forma es representativa la participación en los sectores de las construcción y manufactura con un 11% y 15% respectivamente, mientras que para el sector agropecuario y minero su participación conjuntamente es del 9% (ver gráfico 2).

Gráfica 2 Distribución por sector económico pymes



Fuente: Supersociedades – SIREM. Cálculos propios.

Hay que reconocer que la situación del país no atraviesa por el mejor momento, el cual lo refleja su crecimiento económico que para el primer semestre de 2015 se ubicó en un 2.9% respecto a un 5.3% visto en el mismo periodo del 2014; De hecho, en la Gran Encuesta PYME se entrevistó a 1630 empresarios PYME de los tres macrosectores de industria, comercio y servicios, allí se reflejó un deterioro en la percepción de los empresarios PYME acerca de la evolución de sus negocios y la demanda en el primer semestre de 2015. Un 22% de los empresarios en el sector industrial, un 23% en comercio y un 13% en servicios, no tenían certeza sobre qué pasaría con su situación económica en el segundo semestre de 2015; asimismo, hubo una caída de las perspectivas positivas para los tres macrosectores analizados (Asociación Nacional de Instituciones Financieras, 2015).

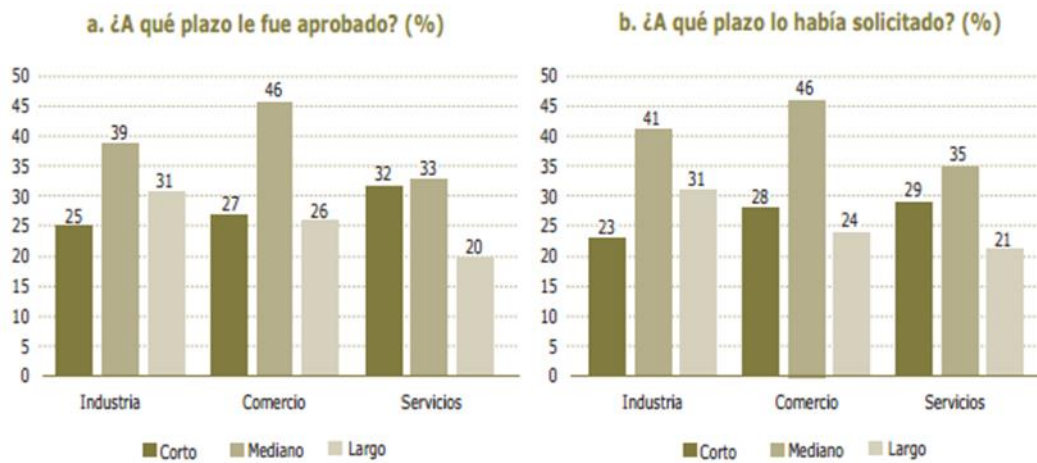
Entre otras cosas, la baja productividad del país es un reflejo del escaso nivel de sofisticación del aparato productivo, además de señalar como el 80% de las exportaciones del país se basan en productos primarios correspondientes a los recursos naturales y mano de

obra. No obstante, en base al índice de competitividad del WEF el cual bajo un ranking de 140 países Colombia ocupa el puesto 61, este índice también señala como a perdido 5 puestos en materia de mercado de bienes,¹¹ en innovación en un rango de 5 años, entre otros (Consejo Privado de Competitividad, 2015).

5.1.1 Las pymes y la financiación

En un estudio aplicado a 121 empresas se encontró como existen unos factores externos e internos que generan insolvencia en las sociedades entre los que se destacan las altas tasas de interés, la dificultad de acceso al crédito, el alto endeudamiento, los altos costos y/o gastos operacionales, por mencionar algunos. En el caso de las PYMES ese panorama no se aleja de su realidad estas comúnmente recurren a formas de financiamiento a través de recursos propios y por medio de los proveedores, etc. (Superintendencia de Sociedades , 2012). La Gran Encuesta Pyme adelantada por la Asociación Nacional de Instituciones Financieras (2015) respecto al sector industrial encontró que del grupo de empresarios encuestados el 48% realizó una solicitud de crédito al sistema financiero el cual respecto al año anterior tuvo un aumento de 3 puntos porcentuales para el primer semestre de 2015 frente al 2014 en el mismo periodo. En el sector de comercio, el comportamiento frente a la solicitud de crédito fue muy similar, ya que evidenció un aumento de 47% a un 52% respectivamente entre los primeros semestres del 2014 y 2015. Mientras que para el sector de servicios el comportamiento fue diferente ya que hubo una reducción de un punto porcentual entre el año 2015, cuando fue igual a 37% y 38% para el año 2014 (ver gráfico 3).

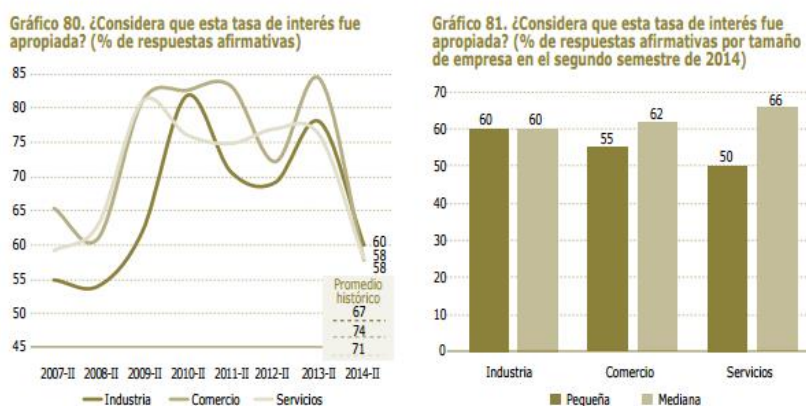
Gráfica 3 Anif – gran encuesta pyme I



Fuente: ANIF (2015)

Este mismo estudio revela como las PYMES difícilmente pueden acceder a un crédito al largo plazo, en su mayoría los plazos de aprobación están entre el corto y mediano plazo, de acuerdo al **gráfico 3** en el sector industrial y de comercio la mayoría de los créditos fueron aprobados en el mediano plazo con un 39% y 46% respectivamente, mientras que para el sector de servicios se mantuvo una relación con una diferencia de un punto porcentual entre el corto y mediano plazo de aprobación (Asociación Nacional de Instituciones Financieras, 2015).

Gráfica 4 Anif – gran encuesta pyme II



Fuente: ANIF (2015)

En cuanto a la evolución de favorabilidad de la tasa de interés del crédito aprobado de acuerdo al **gráfico 4**, se identifica un gran descenso respecto a los periodos de los años pasados, por ejemplo para el segundo periodo de 2013 la respuesta de favorabilidad frente a las tasas de interés fue mayor; en el caso del sector de servicios fue igual al 76% mientras que para el mismo periodo en el 2014 fue igual 58%; de igual forma para el sector de comercio el nivel de favorabilidad en el segundo semestre de 2013 estaba en 84% mientras que para el mismo periodo en el año siguiente fue también igual a 58%, lo cual señala un descenso abrumador. También hubo una caída en el sector industria donde pasó a estar en un nivel de satisfacción frente a las tasas de interés de 78% en el 2013 pasó a ser igual a 60% en el mismo periodo del 2014 (Asociación Nacional de Instituciones Financieras, 2015).

Tabla 2 Tasas efectivas anuales 2016

	Microcrédito			
	Entre 31 y 365 días	Entre 366 y 1095 días	Entre 1096 y 1825 días	A más de 1825 días
Entidad	Diferente de Leasing			
Av Villas	---	---	29.52 %	---
Banagrario	28.24 %	27.03 %	25.85 %	16.31 %
Bancamía S.A.	43.60 %	38.00 %	32.15 %	---
Banco Caja Social BCSC	37.75 %	34.38 %	32.36 %	---
Banco Davivienda	44.36 %	20.98 %	19.40 %	22.60 %
Banco Mundo Mujer S.A.	44.81 %	40.22 %	31.08 %	---
Banco Popular	---	44.23 %	---	---
Banco de Bogota	48.27 %	46.38 %	38.06 %	34.00 %

Bancolombia	35.57 %	32.90 %	25.22 %	---
Bancompartir S.A.	46.51 %	42.77 %	30.06 %	---
Colpatria Red Multibanca	44.77 %	38.20 %	35.00 %	---
Confiar Cooperativa Financiera	24.30 %	20.24 %	24.30 %	---
Coofinep Cooperativa Financiera	39.29 %	---	---	---
Coopcentral	---	21.36 %	21.24 %	---
Cooperativa Financiera de Antioquia	31.16 %	31.32 %	31.43 %	27.06 %
Cotrafa Financiera	---	20.92 %	22.42 %	---
JFK Cooperativa Financiera	33.26 %	25.53 %	24.81 %	21.95 %
Oicolombia	53.12 %	38.81 %	36.28 %	---
Procredit	---	21.88 %	27.64 %	---
WWB S.A.	42.06 %	40.59 %	34.98 %	---
Entidad	Leasing			
Finandina	19.56 %	---	---	---

(Tasas efectivas anuales con corte al 2016-07-15). Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia

Al mismo tiempo, al analizar las tasas efectivas anuales ofrecidas por las diferentes entidades bancarias en materia de microcrédito¹ uno de los principales servicios adquiridos por las micro y pequeñas empresas, encontramos que solo 3 de las entidades expuestas en el **cuadro 2** cuentan con una tasa E.A por debajo del 30% mientras que las 18 restantes están

¹ El microcrédito puede definirse como un conjunto de operaciones de crédito de carácter productivo que se otorga a las microempresas, en Colombia los establecimientos de crédito pueden otorgar créditos por montos desde 25 SMMLV, esto siempre y cuando las obligaciones del deudor con el sistema financiero y otros sectores, no exceda de los 120 SMMLV al momento de aprobación (Superintendencia Financiera, 2016).

por encima o no ofrecen dicho servicio en un plazo de hasta 365 días; vemos también como predomina las tasas mayores al 40% E.A a un tiempo de 365 días ya que de las 16 que reportan esta información 8 están por encima de la tasa mencionada (**ver cuadro 2**).

Lo anterior nos hace reflexionar sobre la compleja situación que tienen que atravesar los empresarios PYME en materia de financiación en el país, sumado a un sin número de adversidades a las cuales deben enfrentarse. A pesar de que en Colombia se han realizado varios esfuerzos en materia de desarrollo para las PYMES de los cuales se puede destacar el financiamiento por banca de segundo piso a través de la Banca de Oportunidades, una entidad no financiera; la disposición de garantías por parte del Fondo Nacional de Garantías (FNG) y la provisión de capital semilla por parte del Fondo Emprender del Servicio Nacional de Aprendizaje (SENA) (Citado por Blanco Barón, 2014). No se ha tenido en cuenta el uso del mercado de valores como forma de financiamiento para este segmento de empresas donde solo cerca del 3% de las emisiones tienen su origen en el segundo mercado y este porcentaje se reduce si se tiene en cuenta lo que se origina en las pequeñas y medianas empresas (Ministerio de Hacienda , 2013).

5.1.2. Las pymes y el mercado de valores

El mercado de capitales sin duda ha sido una excelente fuente de financiación para las empresas al ser una herramienta aliada del desarrollo de una nación, ya que mediante él, se hace la transición del ahorro a la inversión; moviliza recursos principalmente de mediano y largo plazo, desde aquellos sectores que tienen dinero en exceso (ahorradores o inversionistas) hacia las actividades productivas (empresas, sector financiero, gobierno)

mediante la compraventa de títulos valores (Escuela de Administración, Finanzas e Instituto Tecnológico , 2007). Ahora bien con base al informe mercado mensual de la Bolsa de Valores de Colombia (2015) durante el mes de abril el monto operado a través de la Bolsa de Valores de Colombia, sumando las transacciones de renta fija, registro renta fija y renta variable, fue igual a COP \$76,14 billones el cual al compararse con los resultados del mes anterior donde este fue igual a COP\$ 85.09 billones tuvo una leve caída de 10,52%. Sin embargo estos resultados no alejan al mercado de valores del desempeño que ha tenido, actualmente cuenta con 78 empresas listadas en la bolsa, esta cuenta con una capitalización bursátil mayor a los COP \$332 mil millones. Entre otros.

Muchos estudios han coincidido en que una de las razones de la baja utilización del mercado de valores como opción de financiamiento por parte de las empresas pequeñas y medianas es el desconocimiento de las alternativas que otorga, así como las dificultades y costo de su acceso al mercado (Blanco Barón , Seguimiento al marco insitucional del mercado de valores en Colombia, 2008)Es irónico como las PYMES teniendo una gran participación en la economía del país deban recurrir al financiamiento a través de sistema bancario con altas tasas de interés, plazos en su mayoría al corto y mediano plazo, también acudiendo a sus recursos propios generando así un deterioro a su patrimonio. Por lo dicho anteriormente si hubiese una forma de apalancamiento a través del mercado de valores en el cual mediante captación directa de recursos de diferentes tipos de inversionistas, con tasas de retorno más bajas a las actuales, es una opción que debe estar disponible y que pueda ser fácilmente utilizada y de forma eficiente (Ministerio de Hacienda , 2013).

Para ello se encuentra el Segundo Mercado el cual tiene por propósito incluir al grupo de las PYMES al mercado de capitales. A pesar de que han sido varios los esfuerzos por reactivar este segmento del mercado, los resultados demuestran que no han sido lo suficientemente efectivos como para reavivarlo.

5.2. Acerca del segundo mercado

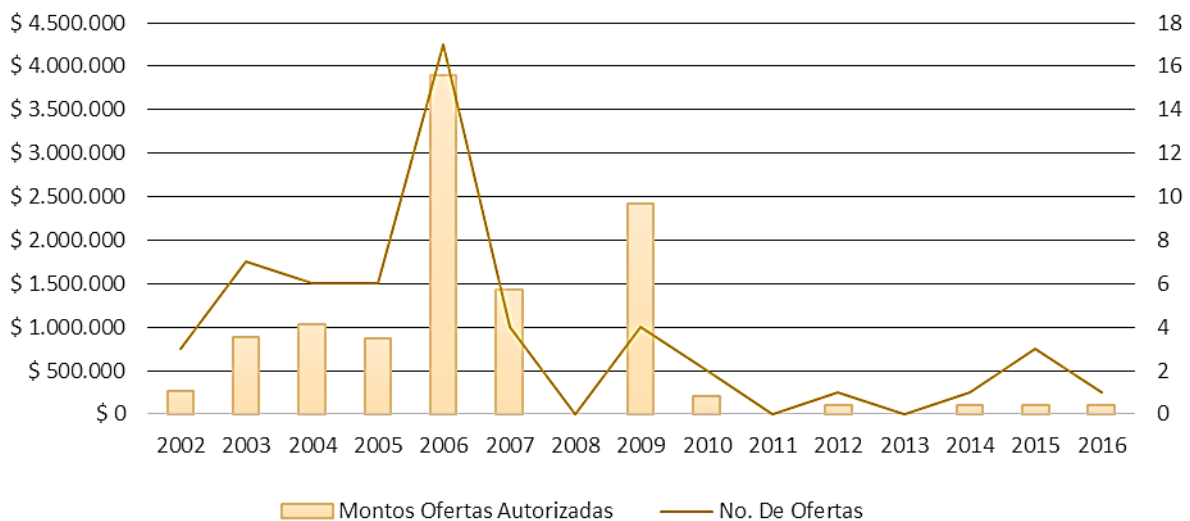
De acuerdo al concepto de la gran enciclopedia de economía define el Segundo Mercado como, el mercado donde se permite la negociación de títulos emitidos por empresas sin exigir las condiciones requeridas para la negociación en bolsa. En Colombia este mercado nace a partir de la Resolución 400 de 1995 de la Superintendencia de valores (SVC) hoy Superintendencia Financiera - en adelante (SFC) - esta tenía como expectativa permitir la inclusión de pequeñas y medianas empresas al mercado de valores, a través de requisitos más flexibles para su vinculación que los requeridos en el mercado principal (Ministerio de Hacienda , 1995). Actualmente esta se encuentra acogida al decreto 2555 de 2010 y más recientemente modificada por el decreto 1019 de 2014; reforma que de acuerdo Ministerio de Hacienda (2014) el jefe de la cartera de hacienda busca “promover el uso (...) al facilitar el acceso de nuevos Emisores al mercado de valores y generar un aumento en la oferta de nuevas alternativas para los inversionistas profesionales” (p.1), entre otras.

En este capítulo se analizará el desempeño actual del Segundo Mercado, de igual forma se evaluara si realmente hasta el momento ha sido acogido por las denominadas PYMES;

también se examinara la normativa que rige este mercado y por supuesto el proceso de aplicación por parte de una PYME en una eventual ingreso al mercado.

5.2.1. Desempeño

Gráfica 5 Ofertas públicas autorizadas segundo mercado



(Información hasta el 04 de marzo de 2016) cifras presentadas en miles de millones
Fuente: Registro Nacional de Valores y Emisores -RNVE-. Elaboración propia

De acuerdo a la información suministrada por el Registro Nacional de Valores y Emisores desde ahora RNVE, el Segundo Mercado solo a partir del año 2002 registró autorizaciones de ofertas por un monto igual COP \$257.831 (miles de millones), teniendo en cuenta que la regulación permitía hacer uso de dicho mercado desde 1995 (Superintendencia Financiera, 2016). De acuerdo al **gráfico 5** los años de mayor utilización de este mercado se dan hasta el 2006 donde con un total de 17 operaciones se aprueban montos iguales a COP \$3.893.723; de otra parte para el 2009 con un total de 4 operaciones se aprueban montos por un total de COP \$ 2.412.601; al realizar una sumatoria del total de las operaciones autorizadas por el RNVE durante el periodo 2002 a marzo de 2016 este mercado ha generado un total de COP \$

11.379.631, de las cuales la gran mayoría corresponde a Fideicomisos y empresas grandes que fácilmente pudieron optar por su cotización en el mercado principal. “La emisión de valores en oferta pública en el segundo mercado en Colombia no ha sido un instrumento para financiar pequeños negocios o nuevas empresas consideradas como de mayor riesgo” (Blanco Barón, 2008, p.80).Igualmente no se ha permitido ser muchos menos un segmento previo para ser parte del mercado principal.

5.2.2. Normativa

En relación a la normativa como se mencionaba anteriormente el Segundo Mercado en Colombia se acoge al decreto 2555 de 2010 recientemente modificado en materia de este tema por el decreto 1019 de 2014; de acuerdo a estos, actualmente existen unas disposiciones que regulan dicho mercado las cuales se describirán de manera general a continuación:

1. El Segundo Mercado se entiende como las negociaciones de títulos que se encuentren registrados ante el RNVE, los cuales deben cumplir los requisitos establecidos por los decretos antes mencionados; de igual forma podrán ser adquiridos por inversionistas autorizados (Artículo 5.2.3.1.1).
2. Los valores que hayan formado parte del Segundo Mercado pueden trasladarse hacia el Mercado Principal presentado una solicitud previa ante la Superintendencia Financiera. No obstante los valores que hayan participado en el Mercado Principal no podrán hacer parte del Segundo Mercado a menos que el Emisor adelante una compra de los títulos a los propietarios, los cuales no pueden tener calidad de inversionista autorizado; este proceso será estudiado y autorizado ante la SFC (Artículo 5.2.3.1.2).

3. La adquisición de los valores en el Segundo Mercado solo podrán ser efectuados por inversionistas profesionales los cuales son avalados por la SFC (Artículo 5.2.3.1.4).
4. Pueden hacer parte del Segundo Mercado, aquellos valores de entidades que puedan realizar emisiones de títulos con contenido crediticio, de participación, o mixtos, para ser colocados y negociados en el mercado de valores, acorde a las disposiciones de la SFC (Artículo 5.2.3.1.7).
5. Para la inscripción de los valores del Segundo Mercado ante la RNVE, se debe entregar cierta documentación requerida para adelantar el proceso, de estos se destaca (Artículo 5.2.3.1.8) :

Constancia del Prospecto de colocación expedida por el representante legal del Emisor enviado a los inversionistas autorizados que hayan presentado interés.

Formulario de inscripción, Certificado de existencia y representación legal de la entidad Emisora, este último documento no pudo haber sido expedido no más de un mes de antelación.

Facsímil o modelo del respectivo valor, en el cual deberá incluirse en forma destacada la mención de que el mismo sólo puede ser adquirido por los inversionistas autorizados.

Por último se debe realizar una advertencia en caracteres destacados donde se informe que la inscripción en el RNVE no implica una certificación por parte de la SFC sobre el desempeño de los valores del Emisor.

6. En cuanto a la actualización del registro por parte de los Emisores del Segundo Mercado estos deben remitir la siguiente información a la SFC (Artículo 5.2.3.1.9) :

Estados financieros de fin de ejercicio

Certificación expedida por el representante legal del Emisor donde se conste que se ha actualizado y enviado información relevante a los inversionistas autorizados que cuenten con los valores que se han emitido por parte de este, e igualmente a inversionistas autorizados que hayan demostrado interés.

7. Respecto a la cancelación del registro ante la RNVE se menciona que no podrán cancelar la inscripción de los valores en las bolsas de valores, ni en el sistema de registro mientras que los documentos estén en circulación, solo excepto si las acciones no cumplen con ciertas disposiciones que establece la SFC (Artículo 5.2.3.1.10).
8. Por otra parte las ofertas públicas del mercado primario pueden efectuarse sobre el Segundo Mercado siempre y cuando se sujeten a los requerimientos que determina la SFC sobre este mercado, requerimientos de los cuales se destacan (Artículo 5.2.3.1.12).

Comunicación por el representante legal del Emisor, en la que se indique la intención de efectuar una oferta pública de valores en el Segundo Mercado.

Prospecto de información que debe incluir, información comercial del Emisor, Clase de valor que será objeto de la oferta, La bolsa de valores o sistema de negociación en que estarán inscritos los valores, también advertencia en caracteres destacados en cuanto a las restricciones de adquirir los valores, ya que estos al estar en el Segundo Mercado solo pueden ser obtenidos por inversionistas profesionales; y advertencia en caracteres destacados sobre las responsabilidades de que el título se encuentre registrado ante la RNVE no implica una certificación por parte de la SFC sobre el desempeño de los valores del Emisor.

Una Certificación del representante legal del Emisor donde conste que dio un trato equitativo a los inversionistas autorizados respecto al suministro de información.

Por último, debe realizarse un proyecto de aviso de oferta que se dirigirá a los inversionistas autorizados interesados que diga el Emisor, en este debe incluirse información relacionada al reglamento de colocación, los destinatarios de la oferta y la advertencia en caracteres destacados.

9. Posterior al proceso de inscripción automática de los valores y a la autorización de la oferta pública, el Emisor tendrá 3 meses para realizar un proceso promocional ante los diferentes intermediarios del mercado como las sociedades comisionistas de bolsa, corporaciones financieras, entre otros; esto con el fin de informar a los inversionistas potenciales y poner a disposición la información del valor que requieran dichas personas. Luego deberá realizarse el proceso de oferta y colocación de los valores los

cuales deben efectuarse dentro de los 6 meses siguientes a la autorización de la oferta pública (Artículo 5.2.3.1.13).

10. Los montos de emisión de bonos y papeles comerciales que se realicen a través del Segundo Mercado no establecen el mismo monto de los cuales se hablan en los artículos 6.4.1.1.3 y 6.6.1.1.1 los cuales mencionan en estos artículos deben ser igual o mayor a los dos mil salarios mínimos legales mensuales vigentes (Artículos 5.2.3.1.16 y 5.2.3.1.17).
11. En el momento en que se realicen adquisiciones de 5% o más de los valores en circulación en el Segundo Mercado, no habrá obligación de realizar una oferta pública de adquisición (OPA). (Artículo 5.2.3.1.22)
12. En relación al tema de garantías el decreto menciona que las emisiones de valores que estén destinadas a ser parte del Segundo Mercado pueden incluir garantías que sean dadas por entidades extranjeras, eso sí bajo las normas del mercado principal.(Artículo 5.2.3.1.21)
13. Por último, el Emisor deberá actualizar de manera física o a través de la página web información relevante para los inversionistas que posean los títulos valores, la información debe ser actualizada permanentemente también para que esté al alcance de los inversionistas autorizados que demuestren interés en los títulos (Artículo 5.2.3.1.23).

5.2.3. *Proceso de aplicación*

Recapitulando la información dada acerca de las disposiciones generales del Segundo Mercado, se mencionaba el proceso de registro de valores por parte del Emisor ante la RNVE; de otra parte de acuerdo a lo dispuesto en el artículo 5.2.3.2.1 del decreto 2555 de 2010 los Emisores podrán optar por solicitar la autorización de inscripción de los valores que hagan parte del Segundo Mercado, en una bolsa de valores o en un sistema de negociación de valores según sea el caso. Es por esto que a continuación se mencionarán los requerimientos que debe cumplir el Emisor para su eventual ingreso a la bolsa, teniendo en cuenta que ya se ha adelantado el proceso de registro de valores ante la RNVE.

Previo a la inscripción de los valores a la bolsa, el Emisor deberá cumplir con una instancia relacionada al depósito de los valores el cual se realiza en el Depósito Centralizado de Valores S.A. – DECEVAL-; esta es una sociedad cuyos accionistas son entidades del sector financiero y del mercado valores que tiene como fin exclusivo la administración y depósito de valores (Fradique Muñoz , 2008).

En lo que respecta al Segundo Mercado DECEVAL se encarga de la administración de emisiones privadas tanto de renta fija como de acciones. Lo mencionado anteriormente depende de si la emisión es materializada o desmaterializada, serán las funciones asumidas por DECEVAL; en el primer caso, DECEVAL se encarga de la custodia de los títulos, traducida en su inmovilización en bóvedas de alta seguridad; en cuanto el caso sea que la emisión es desmaterializada DECEVAL se encarga de la custodia y registro de los títulos en cuentas del depósito, además de las suscripciones primarias en las cuentas de los depositantes directos y de los beneficiarios reales, también lleva el registro de las transferencias y

gravámenes aplicados sobre los valores, por último registra las transacciones en el libro de titulares de títulos nominativos que se amparen bajo el contrato (Remolina León & Alba Molina, 2011).

Luego de realizarse el registro de los títulos valores ante el DECEVAL, se debe proceder a la inscripción ante la Bolsa de Valores, la cual en este caso de acuerdo a lo dispuesto en la circular única de la Bolsa de Valores de Colombia (2016) y más específicamente en el artículo 1.1.7, el Emisor cuenta con una serie de requisitos los cuales debe cumplir para ser parte del Segundo Mercado, algunos de estos son:

1. Solicitud por parte del representante legal dirigida a la BVC, donde designe a un funcionario el cual se encargara de la administración de la emisión y procesos relacionados a este, también debe incluir el órgano interno que se hará responsable de autorizar la emisión y su inscripción en la bolsa.
2. Constancia de inscripción automática del valor o del programa de emisión ante el RNVE. También se debe hacer entrega de una copia del acta en la cual se autoriza el proceso de emisión e inscripción en Bolsa por parte del Emisor.
3. Certificado de existencia y representación legal por parte del Emisor, el cual debe ser emitido por la autoridad competente, no debe tener una antelación superior a un mes del momento en que se debe presentar. Estados financieros de fin de ejercicio.

4. El Emisor deberá entregar además una carta de compromiso y autorización en la que asume las obligaciones conforme al formato establecido por la bolsa, esta carta deberá estar suscrita por el representante legal y la entidad administradora de la emisión.
5. En el caso de la inscripción de un valor no desmaterializado, debe entregarse un facsímil anulado del título y un certificado expedido por el depósito de valores; de otra parte cuando se trate de una emisión desmaterializada, debe entregarse una certificación expedida por parte del depósito de valores donde se conste que el macrotítulo está en bóveda.
6. Prospecto de información en medio magnético, formulario de vinculación de clientes de la bolsa suscrito por el representante legal y copia del RUT.
7. Informe de la calificación de los valores que serán ofertados en el que se exponga por parte de la sociedad calificadora de valores las razones de su otorgamiento.
8. Página web con información del Emisor que se esté a disposición del público donde se encuentre los estados financieros de fin de ejercicio de los dos últimos periodos contables. De otra parte expondrán certificado sobre políticas de conocimiento de cliente y mecanismos de control de lavado de activos y financiación del terrorismo.

6. CAPITULO DOS: MODELOS DE MERCADOS ALTERNATIVOS BURSÁTILES EN ASIA, EUROPA Y LATINOAMÉRICA

6.1. Identificación de modelos asiáticos, europeos y latinoamericanos de mercados alternativos bursátiles.

Los modelos de mercado alternativos bursátiles tienen su origen desde la década de los 70's a través del conocido NASDAQ OMX, este tuvo su primera sesión el 8 de febrero de 1971. Hierro Anibarro (2001) refiere como solo hasta la década de los 80's al ver el gran éxito del modelo americano en las diferentes bolsas europeas se adelantaron esfuerzos por iniciar modelos y segmentos, que tras años y años han logrado consolidarse y expandirse por diferentes países del mundo.

En este capítulo se analizarán modelos y segmentos de Segundos Mercados de diferentes países en el mundo, donde se han aplicado buenas prácticas que han permitido consolidar sus mercados y por supuesto esto se ha traducido en un excelente desempeño y gran capitalización bursátil. Se incluye **Anexo 1** donde se podrá encontrar información relacionada a la metodología, normatividad, tipo de empresas vinculadas y capitalización bursátil de cada uno de los mercados valorados a continuación.

6.1.1. Segmento de capital de riesgo de la bolsa de valores de lima

El Segmento de Capital de Riesgo de acuerdo a la Bolsa de Valores de Lima (2016) lo considera como “un segmento especial, implementado por la BVL para brindar a las empresas mineras Junior la oportunidad de obtener financiamiento a través del Mercado de Capitales”. En él pueden participar tres tipos de categorías de empresas mineras, las cuales son denominadas como junior, estas empresas son aquellas que “están en las etapas iniciales de su desarrollo, esto es en exploración o explotación menor a tres años”(Blanco Barón, 2008, p.87). Existe la categoría Junior I que hace referencia a las empresas mineras que están constituidas en el Perú. Junior II son empresas mineras cuyas acciones están listadas en unos mercados autorizados por el ente regulador del mercado de ese país, y Junior III que también son empresas mineras extrajeras, que no se encuentran listadas en TSX Venture Exchange – Canadá, Alternative Investment Market – Inglaterra o Australian Stock Exchange pero cumplen con las mismas características de las Junior I(Bolsa de Valores de Lima , 2016).

Por mencionar algunos datos, este segmento obtuvo para el año 2014 una capitalización bursátil igual a US\$ 140.000.000. (Federación Iberoamericana de Bolsas, 2015).

6.1.2. Bovespa mais

Bovespa Mais hace parte de un mercado paralelo desarrollado por la BM & FBOVESPA. Está enfocado a las pequeñas y medianas empresas que se encuentran en crecimiento, la diferencia de este mercado está en el tiempo de acceso al mercado ya que lo pueden realizar poco a poco; por otra parte, las empresas que deseen ingresar a este mercado deben aplicar

altos estándares de gobierno corporativo y niveles de transparencia en el mercado; igualmente al momento de ingresar al mercado se accede a los medios de promoción que ofrece la bolsa, lo cual genera mayor reconocimiento de la compañía ante los diferentes inversionistas (BM & FBOVESPA , 2014).

Actualmente este mercado cuenta con distinto tipo de empresas de diferentes actividades económicas relacionadas a los bienes de consumo, tecnología, ciencia, construcción, entre otros. Para el 2014 el Bovespa Mais alcanzo una capitalización bursátil igual US\$ 532,000,000 (Federación Iberoamericana de Bolsas, 2015).

6.1.3. Mercado alternativo bursátil (mab)

Con el fin de establecer un sistema multilateral de negociación de valores para empresas en crecimiento de reducida capitalización, se crea en 2005 el MAB, este mercado es promovido por las Bolsas y Mercados Españoles – BME- y supervisado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores – CNMV-; Está dirigido a inversionistas institucionales y privados (Ayala, 2010). Cuenta con una capitalización bursátil igual a € 1.771.000.000, en él participan empresas relacionadas a distintas actividades económicas como lo son, tecnología, Ingeniería, medios de comunicación, comercio, entre otros (Mercado Alternativo Bursátil, 2016).

El MAB busca facilitar a las empresas el acceso al mercado de valores por medio de una plataforma, la cual es diseñada para que las PYMES con planes de expansión, se beneficien de la financiación, liquidez, valoración, visibilidad del mercado. Además de una serie de

costes y regulaciones adaptadas para este segmento de empresas (Mercado Alternativo Bursátil, 2015).

6.1.4. Alternative investment market (aim)

El modelo de mercado alternativo AIM, nace a partir de 1995 con una participación de más de 20 años, es uno de los líderes de mercados alternativos; diseñado para el acceso al financiamiento por parte de empresas en crecimiento que buscan acceder a los recursos que ofrece el mercado de capitales. Este mercado cuenta con operaciones en más de 100 países, con empresas de más de 40 sectores económicos diferentes, actualmente posee una capitalización bursátil cercana a las £ 70,766.7 (Billones). Más de 1020 empresas, de las cuales 828 hacen parte del Reino Unido y 192 son internacionales. El 17% de estas empresas se dedican actividades industriales, un 16% se relacionan con las materias primas, un 11% con la tecnología, 11% con actividades de servicios de consumo, Etc (*London Stock Exchange*, 2015).

Acerca del AIM también se puede decir que cuenta con una red de asesores y proveedores de liquidez que conocen las necesidades de las empresas en crecimiento, además de una normativa que reconoce las necesidades y capacidades de estas empresas y por supuesto una diversa base de inversionistas que conocen muy bien los distintos sectores, los cuales pueden proporcionar el capital necesario para los distintos Emisores (*London Stock Exchange*, 2015).

6.1.5. Ace Market

Antes conocido como *MESDAQ Market*, el hoy *ACE Market* fue renombrado en 2009 y unificado al Segundo Mercado de la bolsa de Malasia – *Bursa Malaysia*-, este uno de los grandes mercados de las bolsas asiáticas cuenta con 109 empresas registradas, de las cuales el 56.6% están relacionadas actividades tecnológicas, un 20.8% a las actividades de training y servicios, un 17.9% a la producción industrial, 3.8% en industrias de productos de consumo y un 0.9% en actividades financieras. Cuenta con una capitalización bursátil igual a US\$ 278.497.689,86. (*Bursa Malaysia Berhad*, 2016)

El *ACE Market* es visto como el mercado ideal para las compañías en crecimiento, en el las empresas de cualquier sector o tamaño pueden registrarse. Generalmente, el marco regulatorio de este mercado es menos estricto, ofrece mayor transparencia y busca animar a las empresas más innovadoras, para impulsarlas y ayudarlas en su desarrollo y crecimiento (*Sherman*, 2016).

6.2. Prácticas de mercados alternativos bursátiles

Modelos como *ACE Market*, *AIM*, *MAB*, *Bovespa Mais* y el Segmento de Capital de Riesgo de la *BVL*, son modelos con comportamientos totalmente diferentes, que guardan en común sus buenos resultados con las empresas que se encuentran en etapa de crecimiento. Es por esto que en el siguiente apartado se destacarán algunas de las características y buenas prácticas que cada uno de los modelos mencionados anteriormente tiene y han puesto en marcha para alcanzar su nivel actual.

6.2.1. Segmento de capital de riesgo de la bolsa de valores de lima

Como se mencionaba anteriormente esta sección de la bolsa se enfoca directamente al segmento de las empresas mineras junior que necesitan financiación en su primera etapa relacionada a la exploración, por esto en el momento en que la empresa minera haya financiado esta primera etapa, le permitirá continuar con las siguientes fases del proceso minero (Bolsa de Valores de Lima , 2016).

La capitalización bursátil del sector minero representó el 54% y un 32.90% de la negociación por sectores. Es importante destacar también el esfuerzo que realiza esta bolsa al incluir no solo a las empresas mineras del Perú que se encuentran en etapa de exploración, sino también a las empresas mineras que se encuentren listadas a la bolsa de Toronto, Londres y Australia y por supuesto a las empresas extranjeras que no se encuentran listadas en ninguno de los mercados mencionados anteriormente y están en la misma etapa (De Lavallo , 2011).

En el mercado peruano existe una gran volatilidad en las acciones, ya que pueden obtener grandes incrementos al igual que pérdidas significativas, hay un nivel de riesgo que puede traducirse para los inversionistas como pérdidas o por lo contrario ganancias que no se conseguirían en el régimen general. En conclusión este segmento se adapta a las necesidades de un sector específico con gran potencial de crecimiento y a una dura etapa inicial la cual puede financiarse con este mecanismo; en cuanto a los inversionistas profesionales que decidan participar en este, podrán obtener pérdidas o ganancias que no conseguirían por medio de otro medio que ofrece la bolsa (Díaz Medina, 2014).

6.2.2. Bovespa mais

Dentro de los aspectos relevantes a mencionar del Bovespa Mais cabe recalcar que se enfoca a las pequeñas y medianas empresas que tienen potencial de crecimiento. Además el Bovespa Mais da la opción a las empresas de obtener el registro público, para que pueda cotizar en bolsa y realizar la oferta pública inicial cuando estas se encuentren preparadas (Wiltgen, 2014).

Así mismo, las empresas tienen la opción de alcanzar la meta de capital flotante – free float- del 25% en un lapso de hasta 7 años; a partir del séptimo año la empresa debe mantener un promedio de al menos diez operaciones por mes y un “free float” al final de cada año de 25% (BM & FBOVESPA , 2014).

Wiltgen (2014) considera también, que las empresas que entran en el mercado buscan obtener visibilidad y así atraer inversionistas, realizando solo la cotización sin salir a la bolsa, además de permitirse experimentar poco a poco con las acciones en el mercado, ya que como podemos recordar cuentan con un plazo de siete años.

Es de resaltar, que para invertir en este mercado cualquier individuo puede hacerlo por medio de corredores en línea, etc. Es importante mencionar los estándares de Gobierno Corporativo que debe alcanzar el Emisor, ya que estos le proporcionan seguridad al inversionista; por ejemplo, las emisiones a ser negociadas pueden ser solo acciones ordinarias es decir con derecho a voto, aquellas que hayan sido preferentes – sin derecho a voto- que fuesen emitidas deben convertirse en acciones ordinarias, los accionistas tendrán derecho al

“tag along”. Por último en lo que concierne a la solución de problemas el Emisor podrá adherirse al ente regulador del mercado (BM & FBOVESPA , 2014).

Igualmente, es conveniente subrayar que la composición de la junta de directivos para acompañar el proceso, solo necesita de 3 miembros y no existen requisitos de miembros independientes (BM & FBOVESPA , 2014).

6.2.3. Mercado alternativo bursátil (mab)

El MAB ha sido uno de los mercados con gran crecimiento en los últimos años, en él se han incorporado empresas de diferentes sectores relacionados a la tecnología, ingeniería, medios de comunicación, comercio, etc. Este mercado ha implementado prácticas que le han permitido acoger diferentes tipos de Emisores, de estas prácticas se pueden resaltar por ejemplo el proceso de planificación al cual se acoge una empresa previo a incorporarse en el mercado - como se puede observar en el **anexo 1** -. Dentro de este proceso el Emisor debe analizar cómo aprovechar las oportunidades que brinda el mercado de valores, seguido de una planificación para el cumplimiento de los requisitos y cambios que se exijan a la organización y así mismo determinar claramente los objetivos que este tiene al adelantar el proceso (Mercado Alternativo Bursátil, 2015).

De la misma manera, durante todo el procedimiento la empresa debe contar con un asesor registrado y un proveedor de liquidez, el primero de estos se encarga de valorar si la empresa cumple con las características para acceder y permanecer en el mercado, además de verificar si cumple con los requisitos de transparencia, estructura organizacional y normativa. El

segundo se trata de un intermediario financiero, el cual buscará favorecer la liquidez de las transacciones, además de obtener una buena frecuencia de contratación y así mismo reducir las variaciones en el precio; dicho proveedor de liquidez se puede tratar de una sociedad de inversión o una entidad de crédito que normalmente hacen parte del mercado (Mercado Alternativo Bursátil, 2015).

6.2.4. *Alternative investment market (aim)*

Dentro de los mercados alternativos con mejores resultados encontramos el AIM de la bolsa de Londres, como lo habíamos mencionado anteriormente cuenta con una capitalización bursátil cercana a los £ 70,766.7 (Billones), además de contar con más de 1000 empresas inscritas en el. Este mercado se ha caracterizado por ser un referente dentro de los modelos de mercados alternativos existentes, no solo por sus resultados sino también por sus buenas prácticas. Por ejemplo, de acuerdo al **anexo 1** previo al proceso de inscripción en la bolsa, la empresa debe adelantar un análisis estratégico, financiero, también debe conformar el personal de apoyo, verificar la documentación correspondiente y determinar su estrategia de *marketing*.

Seguido a esto debe adelantar una preparación financiera, relacionada a los aspectos de la admisión al mercado, planificación financiera y cada uno de los requisitos que se relacionen en este. Por otra parte, en el aspecto legal la empresa debe realizar una restructuración organizacional – si lo requiere-, diligenciar la documentación solicitada por la bolsa y otros entes (*London Stock Exchange*, 2015).

Paralelamente, el equipo de trabajo que debe conformar la empresa entorno al proceso de emisión, involucran una firma de inversión, un corredor, auditor, una firma de abogados, el

creador de mercado, una firma de relaciones públicas y registrador – el cual es opcional – (*London Stock Exchange*, 2015).

El mercado ofrece también una serie de beneficios tributarios tanto a los inversionistas como a las empresas que participan en él, es así que los inversionistas obtienen por ejemplo deducciones fiscales sobre las ganancias de capital; al igual que los fondos de inversión. De la misma manera, existen para las empresas unas situaciones especiales, entre las cuales se pueden mencionar, una garantía en las inversiones propuestas, la cual obtienen por adelantado al momento en que pasa al mercado principal, además para la empresas incluidas las extranjeras existe una compensación sobre las perdidas en la inversión, fideicomisos, entre otros. Por ultimo cabe resaltar la importancia con la que cuenta el esquema de capital semilla promovido por la bolsa dirigido a empresas en proceso de crecimiento (*London Stock Exchange* , 2016).

6.2.5. *Ace market*

El *ACE Market* dentro de los mercados asiáticos ha sido uno de los de mayor crecimiento, al contar con gran potencial de desarrollo ha logrado atraer fondos, no solo de esta región sino también de Medio Oriente; como se menciona previamente este mercado cuenta con emisores de industrias muy diversas que van desde el área de consumo hasta la tecnología, además de contar un marco regulatorio menos estricto, entre otros.

Entre las propuestas que tiene este mercado, se destaca la figura del Patrocinador, quien dará las garantías para desarrollar el proceso ante la bolsa; a su vez la bolsa evaluará el perfil de la empresa, analizando aspectos sobre las perspectivas del negocio, capacidad de gestión,

capacidad de cumplimiento, directivos responsables, gestión de riesgo y por último el buen gobierno corporativo. Con base al **Anexo 1** el nombramiento de un directivo quien hará las veces de consejero para adelantar el proceso de la empresa ante el mercado es un factor importante a destacar, ya que este realizará la selección de los asesores, evaluará el estado de la empresa, la estructura corporativa, asesorará ante la composición del consejo administrativo y participará dentro del control interno (*Bursa Malaysia Berhad*, 2012).

Para finalizar, para ingresar en el *ACE Market* la empresa no debe contar con un historial mínimo operativo y mucho menos un monto mínimo en la oferta pública, además de tener en cuenta que la empresa debe suscribir el 25% de su capital social como mínimo, contar con 200 accionistas los cuales deben tener 100 acciones como lo expone el **Anexo 1**.

7. CAPITULO TRES: BUENAS PRÁCTICAS APLICADAS EN LOS MODELOS ESTUDIADOS

7.1. Identificación de necesidades del modelo actual de segundo mercado colombiano

A pesar de los esfuerzos realizados en el último Decreto 1019 de 2014 donde se realizaron cambios sustanciales en materia de Segundo Mercado, estos aún no han dado sus frutos, ya que en lo corrido de los últimos años este mercado no ha logrado despegar. A continuación, se realizará una identificación de necesidades a las cuales se ve expuesto el modelo actual de Segundo Mercado en Colombia.

7.1.1. Opción abierta de participación de los emisores del mercado principal en el segundo mercado

Actualmente los emisores que pertenecen al mercado principal cuentan con la opción de participar en el Segundo Mercado, lo cual demuestra la falta de lineamientos claros de la normativa actual respecto al tipo de empresas que pueden hacer parte de este, ya que solo es necesario cumplir con los requisitos de admisión expuestos en la norma. El decreto actual pareciera favorecer a los emisores que cuentan con grandes recursos financieros para participar en el Segundo Mercado, los cuales fácilmente podrían hacerlo en el mercado principal, no obstante, con el fin de no incurrir en ciertos costos que el mercado principal demanda, optan por adelantar la emisión en el Segundo Mercado (Blanco Barón, La reforma al segundo mercado: análisis del decreto 1019 de 2014, 2014).

7.1.2. Ofertas de renta variable en el segundo mercado

En cuanto al tema de ofertas de renta variable dentro del Segundo Mercado, en la normativa actual no se evidencian medidas para promover el uso de estos mecanismos de financiamiento los cuales cuentan con un mayor nivel de riesgo y liquidez. De hecho, en el decreto 2555 de 2010 la autorización de inscripción de los valores ante la bolsa de valores queda optativa, motivo por el cual se hace difícil generar liquidez a los títulos emitidos por el emisor. De otra parte, las ofertas públicas autorizadas en el RNVE desde el 2002 -fecha en la cual se da la primera autorización en el Segundo Mercado- la gran mayoría de las ofertas han sido en renta fija correspondiente a titularizaciones, bonos ordinarios, entre otros.

7.1.3. Conocimiento del segundo mercado hacia las pymes

En lo que respecta al tema del fomento del conocimiento de herramientas de financiación para las PYMES como lo es el Segundo Mercado, la normativa no estipula mecanismos claros que involucren a este segmento de empresas para favorecer su crecimiento por medio del mercado, ya que sus esfuerzos actuales por favorecer a estas empresas en su mayoría se encuentran administrados por entidades bancarias.

7.1.4. Confianza y niveles de información suficientes para los inversionistas

Dentro de la normativa actual se protege fuertemente al inversionista por medio de certificados y otros documentos, aun así no se cuenta con los mecanismos y garantías

suficientes que permitan generar confianza a los inversionistas, para que estos puedan dirigir sus fondos hacia estos nuevos emisores del mercado.

Es importante señalar los bajos niveles de información a los cuales está obligado a divulgar el emisor del Segundo Mercado respecto a uno del mercado principal, ya que de acuerdo a la normativa actual se omitió cierto tipo de información que normalmente se dirigía al inversionista, por ejemplo la opción optativa de contar con una calificación que respalde los títulos. Esto representa para el inversionista un mayor nivel de análisis y por ende un mayor nivel en sus costos, el cual al no contar con cierto tipo de información, lo lleva adelantar la búsqueda e investigación de información sobre el emisor por cuenta propia (Ministerio de Hacienda, 2014).

7.1.5. Fomentar menores costos en el segundo mercado respecto al mercado principal

A pesar de que los costos en los cuales debe incurrir el emisor ante el Segundo Mercado son relativamente bajos, al compararlos respecto al mercado principal resultan casi similares; por ejemplo, el emisor del Segundo Mercado debe cancelar derechos de inscripción y una cuota de mantenimiento ante el RNVE, también, respecto a los requisitos relacionados a la bolsa de valores, el emisor debe cancelar una tarifa de inscripción y mantenimiento, de igual forma ante el depósito de valores, este debe cancelar una cuota de afiliación y de sostenimiento, una tarifa de operación mensual y un certificado electrónico de seguridad. Además de los diferentes documentos que debe completar para cumplir con la normativa ante cada uno de los entes que se involucran en el proceso de emisión y sostenimiento.

7.2. Determinación de propuestas al modelo actual de segundo mercado

Con base a la identificación de necesidades halladas en el anterior apartado, se hace necesario determinar una serie de propuestas a partir de los diferentes modelos de mercados alternativos estudiados, las cuales se expondrán a continuación.

7.2.1. Opción abierta de participación de los emisores del mercado principal en el segundo mercado

Como se mencionaba anteriormente los emisores del mercado principal cuentan con la opción de participar en el Segundo Mercado, esta opción de participación no debería quedar abierta para estos emisores, por el contrario debería estar dirigida hacia las pequeñas y medianas empresas como lo menciona la norma. Es por eso que resulta importante tomar como referentes la gran mayoría de mercados analizados, los cuales cuentan con un mercado paralelo el cual está dirigido específicamente hacia estos emisores PYMES. Por mencionar algunos de estos se pueden destacar los casos del AIM de Londres, MAB de España y el Bovespa Mais de Brasil, los cuales a su vez funcionan como mercados de climatización para las empresas que ingresan por primera vez.

Es así que el caso del Bovespa Mais, donde se permite a las PYMES ingresar poco a poco al mercado brindándoles hasta 7 años para alcanzar un free float de 25%, lo cual resulta importante tenerlo en cuenta dentro del modelo colombiano (BM & FBOVESPA , 2014).

7.2.2. Ofertas de renta variable en el segundo mercado

En lo que respecta al tema de las ofertas que debería promover el mercado, es importante mencionar que las emisiones que hoy se presentan más frecuencia en este se tratan de bonos ordinarios, esto a su vez podría decirse que se debe a la falta de un esquema completo que permita al igual que en el mercado principal contemplar diferentes opciones no solo en renta fija, si no también opciones en renta variable como las acciones. Entre otras cosas es importante resaltar la figura de los creadores de mercado – *Market Makers* – los cuales cuentan “con capacidad para comprar y vender paquetes de acciones en cualquier momento” (Aeromar Valores , 2016). Lo cual se traduce en mayor liquidez para el mercado. De otra parte, el modelo de Segundo Mercado al parecer dentro de su esquema parece no contar con información del desempeño de los títulos que han sido emitidos.

Igualmente es importante resaltar, como en varios de los modelos analizados cuentan con un esquema específico para las PYMES, como lo es en el AIM, donde la empresa deben contar con corredor que les asesora en su relación con la comunidad de inversores, a su vez, este busca obtener recursos no solo a través de la primera oferta pública sino también a futuro. Igualmente el corredor recibe también información de la compañía sobre el rendimiento financiero, transacciones, reacción del mercado y asesora sobre el trato de la información mencionada anteriormente (*London Stock Exchange*, 2015).

7.2.3. Conocimiento del segundo mercado hacia las pymes

Respecto a las medidas para fomentar el conocimiento de esta herramienta por parte de las PYMES, es importante apoyarse en las entidades con las que este segmento de empresas están más familiarizadas, por ejemplo el programa que adelanta la bolsa de valores denominado Colombia Capital el cual se encarga de la formación de futuros emisores en la bolsa de valores, de manera tal que logre incluir a las pequeñas y medianas empresas, brindándole a estas acompañamiento, asesoría y entrenamiento para que logren profundizar su conocimiento en el mercado; de igual forma se refieren a la importancia de que el programa cuente con un papel activo de selección, búsqueda y capacitación de los emisores potenciales, para ello resulta importante apoyarse en entidades como las Cámaras de Comercio, ANDI, Proexport, ACOPI ya que estas son las entidades a las que comúnmente acuden este tipo de empresas, para que ofrezcan estos programas a las PYMES y sean re direccionadas a unos puntos donde estas personas puedan adquirir información sobre el mercado de valores, las opciones de financiamiento que ofrece y se les permita adelantar procesos de capacitación a quienes demuestren interés por participar (Remolina León & Alba Molina, 2011).

De la misma manera, resulta importante el trabajo que podría adelantar entes como la Bolsa de Valores, el Autoregulador del Mercado y la Superfinanciera, incluyendo dentro de sus programas de educación financiera actual a los empresarios del segmento de las PYMES respecto al tema de mercado de valores, además de brindarles mayor información acerca de las opciones de financiamiento que pueden adquirir a través de este esquema.

7.2.4. Confianza y niveles de información suficientes para los inversionistas

Del mismo modo, es importante señalar los escasos mecanismos con los que cuenta el mercado que pueda contribuir a generar confianza ante los inversionistas por parte de los nuevos emisores, es así que Blanco (2014) propone la presencia de un sponsor o patrocinador. Esta figura se replica en algunos de los modelos estudiados, por ejemplo en el ACE Market – ver anexo 1 - de Malasia el patrocinador se encarga de evaluar la idoneidad del emisor, además de guiar y asesorar a la empresa en el proceso, de hecho la figura del patrocinador es un pre-requisito previo a la solicitud de enlistamiento. A sí mismo, este debe permanecer en la empresa por un periodo mínimo de 3 años posterior a la inscripción en bolsa (Bursa Malaysia Berhad, 2012).

De otra parte, en materia de inversionistas es importante señalar los altos costos a los cuales deben enfrentarse al participar en el Segundo Mercado, para ello sería ideal implementar una serie de beneficios tributarios para aquellos que participen en este mercado como lo es el caso del AIM de la bolsa de Londres, donde estos sujetos tanto inversionistas como fondos de inversión obtienen deducciones fiscales sobre las ganancias de capital, compensación sobre las pérdidas, planes de inversión sobre nuevos emisores con unas condiciones especiales, entre otros (*London Stock Exchange* , 2016).

Por último, valdría la pena sugerir la opción para que pudiesen participar no como emisores sino como inversionistas del Segundo Mercado o mercado paralelo, las empresas que participan actualmente dentro del mercado principal, brindándoles un paquete de beneficios por promover este mercado, ya sea de carácter fiscal o descuentos en las tarifas que deben pagar ante los diferentes agentes del mercado de valores.

7.2.5. Fomentar menores costos en el segundo mercado respecto al mercado principal

Es importante contemplar cómo se mencionaba anteriormente los altos costos por los cuales debe incurrir el emisor al momento de adelantar el proceso de emisión respecto a los emisores del mercado principal, por ejemplo, debería reducirse cierto tipo de certificados dirigidos hacia los inversionistas, también en lo que respecta al prospecto de información que debe entregar ante el RNVE y la bolsa de valores debería ser necesario solo radicarlo ante el primero de estos y a su vez, el RNVE le transmita esta información a la bolsa.

Por otra parte, en cuanto al tema de cobros aplicados por los diferentes entes a los emisores del Segundo Mercado, estos deberían estar determinadas no por unas tarifas ya establecidas, sino por un cobro que dependa de los estados financieros de las empresas, estos cobros podrían ser adelantados por evaluadores de los diferentes entes, que al analizar la situación específica de cada emisor fije dichos pagos. Por último, resulta importante promover este mercado a través de incentivos fiscales para las PYMES, con el fin de fomentar el uso de esta herramienta de financiamiento por parte de las empresas.

8. CONCLUSIONES

1. La presente investigación permitió definir el estado actual de las PYMES y el Segundo Mercado en Colombia. La identificación y comparación de algunos modelos de mercados alternativos bursátiles del mundo, permitió establecer las buenas prácticas, para determinar propuestas de solución a las problemáticas identificadas.
2. Al analizar el estado de las PYMES la Asociación Nacional de Instituciones Financieras (2015) refirió el hallazgo de las percepciones que tenían estos empresarios acerca de la evolución de sus negocios y la demanda, ya que muchos de estos no contaban con la certeza sobre qué pasaría con su situación económica. Así mismo, La Superintendencia de Sociedades (2012) se refiere a como muchas empresas coincidían sobre los factores que generaban insolvencia, entre ellos se destacan las altas tasas de interés, la dificultad de acceso al crédito, el alto endeudamiento, los altos costos y/o gastos operacionales. Por otra parte, es recurrente como muchas de las PYMES acuden actualmente en su gran mayoría a créditos al corto y mediano plazo a través de entidades bancarias, con altas tasas de interés, los cuales no logran adaptarse a sus necesidades de financiación.
3. De igual modo, al estudiar el estado del Segundo Mercado, se evidencia como este no ha logrado alcanzar su objetivo, el cual se fundamenta en permitir que empresas como las PYMES, las cuales que no cumplen con los requisitos necesarios para emitir títulos en el mercado principal, cuenten como una opción de financiamiento a este mercado; o por lo menos así lo estipula la resolución 400 de 1995, donde crea el

Segundo Mercado para lograr acoger pequeñas y medianas empresas. De la misma manera, la normativa actual en materia de Segundo Mercado pareciera no estar ajustada a las necesidades de las PYMES, es por ello que antes de contemplar este mercado como una opción de financiamiento real para las pequeñas y medianas empresas, es necesario replantear algunos aspectos de su normativa actual.

4. Al adelantar la identificación y comparación de los diferentes modelos de mercados alternativos, se logró recopilar información acerca de su normativa actual, metodología, tipos de emisores y por supuesto su capitalización bursátil, lo que permitió, establecer de cada uno de ellos sus buenas prácticas.

En dicha comparación, se evidencia, que aunque cada uno de ellos es diferente, se muestra un crecimiento continuo, captación de nuevos emisores, y una excelente capitalización bursátil, excepto en el mercado colombiano.

5. El modelo actual de Segundo Mercado aún resulta ser excluyente para las pequeñas y medianas empresas, ya que en él puede participar abiertamente cualquier empresa que pueda cumplir con los requisitos que habla la normativa sobre este tema. De igual forma, es evidente la falta de opciones de ofertas que da el mercado, esto se traduce en la baja liquidez y por ende en su bajo desempeño. Por otra parte, es muy importante fomentar el conocimiento del mercado a las pequeñas y medianas empresas las cuales aún lo desconocen, para ello es necesario apoyarse en las entidades a las cuales comúnmente acuden estos empresarios, de la misma manera, se debe incluir dentro de los programas de formación actual adelantados por los entes del

mercado de valores, a los empresarios y de igual forma diseñar programas de educación financiera que se ajusten a las necesidades de estos.

6. En cuanto a los niveles de confianza e información dirigida a los inversionistas, se debe replantear los mecanismos actuales para suplir estas necesidades, ya que mucha de la información que debería ser de carácter público no se encuentra fácilmente, por mencionar un ejemplo al buscar información sobre las tasas de negociación de un título valor no se encuentra por medio del emisor, tampoco por el mecanismo de negociación y mucho menos por medio del regulador del mercado.

7. A pesar que los modelos de mercados alternativos bursátiles son una excelente opción de financiamiento para las pequeñas y medianas empresas, dentro de la investigación no se abordaron otras alternativas de financiación que hoy por hoy están siendo aplicadas en diferentes países como lo es el caso del *crowdfunding* y otras herramientas que están permitiendo financiar a las empresas. De acuerdo a lo mencionado anteriormente, es importante estudiar a fondo muchos de estos mecanismos que están siendo aplicados en muchos lugares, con el fin de beneficiar a las PYMES.

8. Por último, es importante tomar iniciativas en pro del beneficio y desarrollo de las PYMES, como se mencionaba anteriormente en los primeros apartados, se encuentra la gran importancia que tienen dentro de la economía del país. Lastimosamente a veces los mecanismos que están a disposición de estas compañías no se ajustan a las necesidades propias de cada una de ellas, de allí la importancia de esta investigación,

la cual busca dejar un precedente que les permita apoyarse en el mercado de valores y así mismo, que herramientas como el Segundo Mercado logren ser realmente una ayuda para aquellas empresas en crecimiento.

9. BIBLIOGRAFIA

(s.f.).

Aeromar Valores . (2016). Obtenido de Aeromar Valores :

<http://www.aeromarvalores.com.ar/?/Glosario%20Bursatil>

Asociación Nacional de Instituciones Financieras. (2015). *La Gran Encuesta Pyme*. Bogotá:

Asociación Nacional de Instituciones Financieras.

Ayala, M. A. (2010). Presentación . En Auren, *El mercado alternativo bursátil, alternativa para empresas en crecimiento* (págs. 11-13). Madrid: Auren .

Blanco Barón , C. (2008). Seguimiento al marco insitucional del mercado de valores en Colombia. *Revista de derecho y economía*, 77-102.

Blanco Barón, C. (2014). La reforma al segundo mercado: análisis del decreto 1019 de 2014. *Revista de derecho privado* , 1-32.

BM & FBOVESPA . (2014). Obtenido de BM & FBOVESPA :

http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/bovespa-mais/

Bolsa de Valores de Colombia . (17 de Abril de 2015). Obtenido de Bolsa de Valores de Colombia:

https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/historicoInfBursatiles?com.tibco.pps.pagesvc.renderParams.sub76930762_11df8ad6f89_-77357f000001=rp.docURI%3Dpof%253A%252Fcom.tibco.psx.model.cp.DocumentFolder%252F5d9e2b27_11de9ed172b_-3bff7f000001%26rp.prima

Bolsa de Valores de Colombia . (25 de Mayo de 2016). Obtenido de Bolsa de Valores de Colombia : <https://www.bvc.com.co/>

Bolsa de Valores de Colombia . (11 de 06 de 2016). *Bolsa de Valores de Colombia*. Obtenido de Bolsa de Valores de Colombia:
<https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Preguntas+Frecuentes>

Bolsa de Valores de Lima . (2016). Obtenido de Bolsa de Valores de Lima :
<http://www.bvl.com.pe/scr/empresasjunior.htm>

Bursa Malaysia Berhad. (2012). Obtenido de Malaysian Institute of Accountants :
http://www.mia.org.my/new/downloads/professional/regulatory/sc_bursa/knowledge/2012/Practical_Guide_to_Listing_SMEs.pdf

Bursa Malaysia Berhad. (2016). Obtenido de Bursa Malaysia:
<http://www.bursamalaysia.com/market/>

Cámara de Comercio de Bogotá . (12 de 05 de 2011). *Camara de Comercio de Bogota*.
Obtenido de Camara de Comercio de Bogotá :
http://bibliotecadigital.ccb.org.co/bitstream/handle/11520/1953/8361_2011_05_observatorio_regional_12.pdf?sequence=1

Carvajal , I. Y., & Monroy Mora, W. (2011). *Autoregulador del Mercado de Valores*.
Obtenido de Autoregulador del Mercado de Valores:
<http://www.amvcolombia.org.co/attachments/data/20111228193101.pdf>

Consejo Privado de Competitividad. (2015). *Informe Nacional de Competitividad 2015-2016*.
Bogotá : Consejo Privado de Competitividad . Obtenido de Consejo Privado de Competitividad : <http://www.compitem.com.co/site/wp-content/uploads/2015/11/INC-2015-2016.pdf>

De Lavalle , F. (2011). *Seminario Financiamiento de Empresas Mineras Junion en el Mercado de Valores*. Lima : Bolsa de Valores de Lima.

Departamento Administrativo Nacional de Estadística . (2015). *Producto interno bruto trimestral por ramas de actividad económica*. Bogotá : Departamento Administrativo Nacional de Estadística .

Díaz Medina, P. (04 de Noviembre de 2014). Obtenido de Gestión :

<http://gestion.pe/economia/que-segmento-capital-riesgo-bvl-2112893>

Escuela de Administración, Finanzas e Instituto Tecnológico . (21 de Septiembre de 2007).

Obtenido de Universidad EAFIT:

<http://www.eafit.edu.co/escuelas/administracion/consultorio-contable/Documents/Boletin%2063%20Mercado%20de%20capitales.pdf>

Federación Iberoamericana de Bolsas. (2015). Obtenido de Federación Iberoamericana de Bolsas: <http://www.fiabnet.org/anuarios/Anuar-15web.pdf>

Fradique Muñoz , C. (2008). Obtenido de Colombia Capital :

http://colombiacapital.com.co/wp-content/files_mf/142178561306_Gu%C3%ADaColombianadelMercadodeValores.pdf

Franco Castillo, M. Á. (28 de Octubre de 2013). *Colegio de Estudios Superiores de Administración* . Obtenido de Colegio de Estudios Superiores de Administración :

<http://repository.cesa.edu.co/handle/10726/1190>

Garay , L. J. (1998). Obtenido de Banco de la Republica Actividad Cultural :

<http://www.banrepcultural.org/sites/default/files/libro.pdf>

Gomez Guillamón, A. D., & Garcia Perez de Lema , D. (2012). Otros mercados alternativos los casos de Alternext y AIM. En T. Mariño Garrido, *El mercado alternativo bursátil* (págs. 160-172). Navarra: Aranzadi .

Hierro Anibarro, S. (2001). *El nuevo mercado de valores tecnológicos*. Madrid: Civitas ediciones.

London Stock Exchange . (2016). Obtenido de London Stock Exchange:

<http://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/aim/advisers/aim-notices/aimrulesforcompaniesjan16.pdf>

London Stock Exchange. (2015). Obtenido de London Stock Exchange :

<http://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/aim/publications/documents/a-guide-to-aim.pdf>

Martin , S. I. (2000). *Apuntes de crecimiento económico* . Barcelona : Antoni Bosch .

Martín Mato, M. Á. (2007). *Mercado de capitales* . Buenos Aires: Thomson Learning .

Méndez Álvarez, C. (2011). *Metodología. Diseño y desarrollo del proceso de investigación con énfasis en ciencias empresariales*. México: Limusa.

Mercado Alternativo Bursátil . (2012). *El Mercado Alternativo Bursátil como alternativa de financiación* . La Coruña : Bolsas y Mercados Españoles .

Mercado Alternativo Bursátil. (2015). Obtenido de Bolsas y Mercados Españoles:

<http://www.bolsasymercados.es/mab/docs/docsSubidos/Publicaciones/GuiaMaBBuenaspr%C3%A1cticasEMISORES.pdf>

Mercado Alternativo Bursátil. (2016). Obtenido de Bolsas y Mercados Españoles:

<https://www.bolsasymercados.es/mab/esp/Home.aspx>

Ministerio de Hacienda . (1995). *Resolución 400 de 1995*. Bogotá : Ministerio de Hacienda .

Ministerio de Hacienda . (2013). *Unidad de Proyección Normativa y Estudios de Regulación Financiera*. Obtenido de Unidad de Proyección Normativa y Estudios de Regulación Financiera:

http://www.urf.gov.co/urf/ShowProperty;jsessionid=mRXlwX65DB6M1IRz1yXn-vB11sCAGhVopvFXaC0GsHnHkmduxvI4!1600844362?nodeId=%2FOCS%2FMIG_27594616.DOC%2F%2FidcPrimaryFile&revision=latestreleased

Ministerio de Hacienda . (06 de junio de 2014). Obtenido de Ministerio de Hacienda :

http://www.minhacienda.gov.co/HomeMinhacienda/ShowProperty;jsessionid=tBhs_uPWxuACXHh3igNBR7ceOTVX3hSboLMXvemegTtVT2Cm6sQU!104459092?nodeId=%2FOCS%2FMIG_25442604.PDF%2F%2FidcPrimaryFile&revision=latestreleased

Ministerio de Hacienda. (2010). *Decreto 2555 de 2010*. Bogotá : Ministerio de Hacienda .

Ministerio de Hacienda. (2014). *Decreto 1019 de 2014* . Bogotá : Ministerio de Hacienda .

Pietrantueno , C., & Siebens , M. (2010). *Exploración de Alternativas de Financiamiento para Pymes*. Buenos Aires, Argentina: Universidad Abierta Interamericana .

Remolina León , N., & Alba Molina, A. P. (Diciembre de 2011). *Autoregulador del Mercado de Valores*. Obtenido de Autoregulador del Mercado de Valores:

<http://www.amvcolombia.org.co/attachments/data/20111228193902.pdf>

Roncallo Sarmiento , C. F. (2008). *Estrategias para estimular el mercado de capitales en Colombia como generador de riqueza*. Bogotá, Colombia: Pontificia Universidad Javeriana . Obtenido de Pontificia Universidad Javeriana:

<http://hdl.handle.net/10554/9058>

Sherman. (2016). Obtenido de Biz advertising: <http://biz.advertising.com.my/ace-market.htm>

Subgerencia Cultural del Banco de la República. (2015). Obtenido de Banco de la Republica

Actividad Cultural :

http://www.banrepcultural.org/blaavirtual/ayudadetareas/economia/pib_y_pnb

Superintendencia de Sociedades . (Septiembre de 2012). *Superintendencia de Sociedades*.

Obtenido de Superintendencia de Sociedades:

http://www.supersociedades.gov.co/web/Ntrabajo/3_REVISTA_SUPERSOCIEDAD ES_2012_4_de_septiembre.pdf

Superintendencia Financiera . (Diciembre de 2008). *Superintendencia Financiera*. Obtenido

de Superintendencia Financiera:

<https://www.superfinanciera.gov.co/SFCant/ConsumidorFinanciero/conceptosbasicos mv.pdf>

Superintendencia Financiera. (04 de Abril de 2016). Obtenido de Superintendencia

Financiera: <https://www.superfinanciera.gov.co/webvalores/Simev>

Verdugo, G. (29 de 07 de 2015). *Dinero*. Obtenido de Dinero :

<http://www.dinero.com/opinion/columnistas/articulo/opinion-sobre-mercado-accionario-colombiano-2015/211662>

Wiltgen, J. (14 de Febrero de 2014). Obtenido de Revista Exame:

<http://exame.abril.com.br/seu-dinheiro/noticias/os-riscos-de-investir-nas-empresas-medias-do-bovespa-mais>

10. ANEXOS

10.1 Modelos de mercados alternativos bursátiles

Bovespa Mais	
Metodología	Empresas Vinculadas
<p>Perfil de las empresas: Previo al proceso de inscripción al mercado la empresa debe definir su estrategia de entrada ya que el segmento cuenta con varias opciones, por ejemplo si la empresa quiere obtener un monto bajo de recursos que sean suficientes para financiar su proyecto en crecimiento, si quiere lograr una distribución enfocada a un grupo de inversores con mayor conocimiento en el sector de las actividades de la empresa y entendimiento de la etapa en la que se encuentran, o que cuenten con la intención de aumentar su exposición en el mercado.</p> <p>Ingreso: Para iniciar el proceso se debe obtener el registro de emisión por parte del ente regulador del mercado, por otra parte ante la bolsa se requiere de un folleto con el perfil de la compañía y la admisión de sus acciones a emitir, este último se adelantará después del análisis de la documentación y ejecución de un acuerdo de participación en el mercado. Dicho análisis se lleva a cabo por un equipo de técnicos de la bolsa.</p> <p>Acuerdo de participación: Para esta la empresa, sus accionistas y administradores, deben analizar y adoptar el reglamento del mercado y disposiciones frente a cualquier circunstancia. De otra parte la bolsa y el APIMEC (quien se encarga de publicar un informe trimestral de actividades de autorregulación) al momento de cumplir con lo establecido en la firma de acuerdos, cada una de las dos instituciones emitirá dos informes de análisis por año, los cuales se pondrán a disposición en sus sitios web.</p> <p>Normas de Cotización: Al momento de adoptar la firma de acuerdo, la empresa se compromete a adoptar prácticas de gobierno corporativo, cumplir obligaciones legales y reglamentarias. Adicional a lo mencionado anteriormente, debe haber un mandato unificado de dos años de los miembros del consejo de administración, adelantar una oferta pública, cumplir con los requisitos de la cámara de arbitraje, contar con un calendario anual de eventos corporativos, identificar los accionistas que tengan más del 5% en forma de referencia.</p> <p>Mantenimiento: La empresa debe cumplir con las normas relacionadas al tema corporativo y de difusión de la información, adicionalmente debe adoptar el compromiso de la búsqueda de liquidez, ya que lo que se busca es lograr capitalizar la empresa; para esto último la empresa cuenta con un lapso de tiempo de 7 años, transcurrido dicho tiempo la empresa debe tener acciones que representen al menos el 25% de su capital, el incumplimiento de este hace que se cancele el acuerdo de participación con la bolsa y adicional obliga al accionista mayoritario adelantar una oferta pública de acciones en circulación.</p> <p>Equipo de trabajo: El equipo de trabajo pretende ayudar en las diferentes etapas del proceso de apertura de capital, estos son profesionales capacitados que proporcionan información sobre distintas cuestiones, el equipo ayuda a la compañía en el proceso de salida a bolsa, a explicar el funcionamiento del mercado de capitales, mostrar las alternativas que este ofrece, adelantar procedimientos legales reglamentarios, aplicar el segmento de gobierno corporativo de la bolsa, promocionar con intermediarios financieros y asesores, por último, amplía las relaciones con otras entidades del mercado (Bovespa, 2016,).</p>	<p>En el segmento de Bovespa Mais se encuentran vinculadas actualmente 12 empresas, de acuerdo a su actividad económica se dividen así:</p> <ul style="list-style-type: none"> tecnología de la información: 25% ☐ Bienes de consumo (bebidas): 8,3% ☐ Servicios públicos: 8,3% ☐ Productos Químicos: 8,3% ☐ Bienes de consumo salud: 16,7% ☐ Otros servicios: 8,3% ☐ Procesamiento de alimentos: 8,3% ☐ Construcción e ingeniería: 8,3% ☐ Saneamientos de aguas: 8,3% <p>(Bovespa, 2016).</p>
Normatividad	Capitalización Bursátil
<p>☐ Requisitos previos para la admisión: La empresa debe obtener y mantener actualizado su registro en el ente regulador del mercado, enviar su solicitud de cotización a la bolsa, determinar el monto a ofrecer a través de la emisión, entrega de consentimiento por parte del consejo de administración y consejo fiscal, dividir el capital exclusivamente en acciones comunes y por último cumplir con las normas legales y reglamentarias del mercado.</p> <p>☐ Solicitud de admisión: esta solicitud de negociación de los valores debe acompañarse con los siguientes documentos: solicitud y declaración por el director de las relaciones con los inversores, Copia de la documentación presentada ante el ente regulador del mercado, estatutos actualizados, copias de las actas de las juntas generales de los últimos doce meses, copia de los estados financieros de los últimos tres años fiscales, copia del contrato y documentación de la institución financiera donde se encuentran depositados los valores.</p> <p>☐ Negociación: De acuerdo al reglamento de este mercado el emisor tendrá derecho a ofrecer los títulos en este segmento y su oferta pública se adelantará siempre y cuando cumpla con ciertas disposiciones que lo permiten. En cuanto a las prohibiciones de operaciones de las acciones, los accionistas mayoritarios y directivos no pueden vender u ofrecer alguno de estos títulos dentro de los seis meses siguientes a la oferta pública.</p> <p>☐ Mantenimiento de los valores: Luego del inicio de la negociación de los títulos la compañía tendrá 7 años para cumplir una meta de porcentaje mínimo de circulación en el mercado, así mismo siempre deberá mantener un mínimo free float y cumplir con requisitos financieros y económicos, además de informar constantemente de las modificaciones en los cambios de autoridad, entre otros.</p> <p>☐ Adicionales: Se debe nombrar un consejo administrativo y un consejo fiscal, el primero debe contar con al menos 3 miembros acompañado de un mandato unificado de hasta 2 años (Bovespa, 2016).</p>	<p>Capitalización Bursátil US\$ 532,000,000 (FIAB, 2015).</p>
Segmento de Capital de Riesgo de BVL	
Metodología	Empresas Vinculadas
<p>☐ Análisis interno: Se realiza un análisis de la empresa a través de una revisión de los estados financieros y plan de negocios. Deberán efectuar una Oferta Pública Primaria para listar sus acciones y negociarlas en la Bolsa, además de un examen para determinar las ventajas y desventajas de adelantar una OPP; también debe contar con una organización interna apta que permita adelantar los procesos de inscripción, emisión y soporte. Por último se evaluará la capacidad de los directivos y gerentes para poder adelantar el proceso de una OPP y así mismo cumplir con los requisitos de la bolsa.</p> <p>☐ Preparación de la documentación: Se debe seleccionar al personal que adelantará el proceso de inscripción y otros. Este mismo equipo preparará un expediente en el que se incluye el prospecto informativo, un reporte del sponsor y un reporte geológico.</p> <p>☐ Presentación del expediente: La empresa debe enviar el expediente al ente regulador del mercado y a su vez este remitirá la documentación correspondiente a la Bolsa.</p> <p>☐ Inscripción de los Valores: Con la conformidad de la Bolsa y la aprobación de la documentación, el ente de control procede a inscribir los títulos en el registro de valores y la bolsa en el segmento de capital de riesgo (Bolsa de Valores de Lima, 2016).</p>	<p>En el Segmento de Capital de Riesgo se encuentran vinculadas 10 empresas de las cuales todas pertenecen al sector minero (Bolsa de Valores de Lima, 2016).</p>

Normatividad	Capitalización Bursátil
<p>Requisitos Previos: Ser el titular de un contrato de cesión u opción minera o también hacer parte de un contrato de riesgo compartido o de una sociedad en la que se participe, en cualquiera de los casos este debe contar con los permisos pertinentes que permitan adelantar procesos de exploración. Tener gastos por US\$ 75,000 durante los últimos 3 años, presentar un reporte geológico contar con los recursos financieros y de capital de trabajo que permitan desarrollar los procesos. En el caso en que la empresa se encuentre en etapa de producción debe certificar que cuente con reservas que proporcionen al proyecto una vida útil de 3 años.</p> <p>Requisitos de distribución de la oferta pública: Determinar el precio mínimo de colocación en la oferta pública primaria, cantidad mínima de acciones con derecho a voto, monto mínimo de acciones a favor del público, porcentaje máximo de acciones que sean propiedad del grupo al momento de ser listado.</p> <p>Directivas y gerentes: La empresa debe contar con mínimo dos directores para el proceso que no hagan parte de la empresa en ninguna modalidad, de estos uno debe contar con la experiencia suficiente en el área de exploración minera y otro que haga las veces de representante bursátil. De los miembros directivos de la empresa dos mínimo deben contar con la experiencia en la aplicación de un gobierno corporativo. De otra parte se debe contar con un sponsor que elabore y remita a la bolsa el "reporte de sponsor"; en cuanto a los contratos debe existir uno de estos suscrito por el titular de los valores o la empresa cuando este corresponda con el sponsor. Por último su capital social debe estar representadas por un tipo de acciones con derecho a voto.</p> <p>Requisitos del trámite de listado: Solicitud dirigida a la Bolsa por parte del representante del proceso en el que se mencione la intención de ingresar al segmento de capital de riesgo, informe del sponsor donde se certifique que la empresa cumple con los requisitos para hacer parte del segmento de capital de riesgo de la bolsa, composición accionaria, presentar documento de prospecto informativo, copia de los contratos relevantes suscritos, reporte geológico que informe el destino de los fondos alcanzados por medio de la emisión, declaraciones del personal que adelanta el proceso de inscripción y emisión, estados financieros auditados de los dos últimos ejercicios, entre otros.</p> <p>Costos: En lo que respecta a las tarifas en materia de inscripción el valor es igual a S/ 11.550 la tarifa fija y la tarifa variable es igual a S/ 0,00132 por acción, de otra parte los derechos de mantenimiento es igual a S/ 330 tarifa fija, mientras que la tarifa variable es igual a S/ 6,60 por cada S/ 1.980.000 del capital bursátil. Finalmente la inscripción de personas calificadas tiene un valor de S/ 100 (Bolsa de Valores de Lima, 2016).</p>	<p>Capitalización Bursátil US\$ 140,000,000 (FIAB, 2015).</p>
ACE Market (Mesdaq Market)	
Metodología	Empresas Vinculadas
<p>Nombramiento de personal y modificaciones en la organización: Como primer paso se nombrara un director del proceso quien hará las veces de consejero y a su vez adelantara la selección de asesores y profesionales pertinentes. De otra parte se evaluara el estado de la empresa, la estructura corporativa, la composición del consejo administrativo, gobierno corporativo y control interno. Por último se debe nombrar los directores de la junta administrativa de la empresa los cuales pueden ser dos personas o un tercio de los miembros del consejo, el que resulte mayor.</p> <p>Forma de emisión y Valoración: Dependiendo de la naturaleza del negocio y los requerimientos de capital, se decidirá la manera en la que se ofrece las acciones ya sea con nuevas acciones o con la oferta de acciones ya existentes. Esta decisión se tomara teniendo en cuenta la valoración de la empresa, las condiciones del mercado, entre otros.</p> <p>Preparación de la documentación: Se debe adelantar la solicitud de cotización la cual llevara acabo el personal designado, ellos también adelantaran el prospecto de información - Folleto-, además recopilaran información de la empresa y por supuesto harán consultas previas para la presentación de la información.</p> <p>Presentación, revisión y aprobación de documentos: La bolsa revisará la solicitud de cotización y prospecto de información, este último se exhibirá por 15 días en la web, al mismo tiempo se atenderá la solicitudes de información por parte de los entes reguladores. En cuanto se apruebe la solicitud de cotización la bolsa emitirá una carta donde aprueba la salida a emisión, mientras que el prospecto de información será aprobado por el ente regulador del mercado.</p> <p>Registro del prospecto de información y reuniones con inversionistas: Una vez que se apruebe el prospecto de información deberá ser distribuido luego de obtener la aprobación de salir a bolsa, también se debe diligenciar un contrato de aseguramiento. Para finalizar, se debe adelantar reuniones con inversores potenciales y sesiones informativas.</p> <p>Votación y Listado: Al terminar el proceso de oferta, iniciara las solicitudes de compra, se asignarán a los inversionistas que hayan adquirido las acciones correspondientes (Bursa Malaysia, 2012).</p>	<p>En el segmento del ACE Market se encuentran vinculadas actualmente 109 empresas, las cuales están divididas así:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Tecnología: 56,6% • Trading / Servicios: 20,8% • Productos industriales: 17,9% • Finanzas: 0,9% • Productos de consumo: 3,8% <p>(Bursa Malaysia, 2016).</p>
Normatividad	Capitalización Bursátil
<p>Para ingresar en el segmento del ACE Market no requiere un historial mínimo operativo, tampoco un monto mínimo de oferta pública, por otra parte la empresa debe al menos suscribir el 25% del capital social y contar con un mínimo de 200 accionistas públicos que posean de a 100 acciones mínimo.</p> <p>Los emisores que deseen ingresar a este mercado deben contar con la participación de un patrocinador que evalúe a su vez la idoneidad, este debe permanecer en la empresa durante 3 años posteriores a la inscripción. Es importante recalcar que el negocio principal no puede celebrar inversiones en otras compañías durante este proceso.</p> <p>La empresa debe hacer parte del mercado por al menos 3 años, de igual forma debe contar con el nivel suficiente de capital de trabajo por al menos 12 meses. Previo a enviar cualquier solicitud de cotización al patrocinador de la bolsa, debe asegurarse de que las deudas comerciales este totalmente canceladas.</p> <p>Al momento de ingresar al mercado, el emisor deberá cumplir con todas las leyes y reglamentos, especialmente las relacionadas al gobierno corporativo, también las relacionadas con los accionistas, protección de los accionistas minoritarios y la regulación de fusiones o compras. En cuanto a las empresas extranjeras que deseen emitir en esta bolsa previo adelantar el proceso de prospecto de cotización, debe certificar que cumple con los requerimientos de la jurisdicción de su país.</p> <p>En cuanto a las normas en el marco de información contable, deben estar acordes a los estándares de los Estados Unidos, Reino Unido o Australia. Respecto a las normas de auditoría el mercado aplica los estándares del país e internacionales.</p> <p>En materia de costos, el costo inicial de cotización será igual a 0,01% del total del valor del mercado del capital emitido, el cual no puede ser menor a RM 10,000 o máximo RM 20,000 (lo que equivale a US\$ 2579 Y US\$ 5159 respectivamente) (Bursa Malaysia, 2012).</p>	<p>Capitalización Bursátil US\$ 278.497.689,86 (Bursa Malaysia, 2016).</p>

AIM	
Metodología	Empresas Vinculadas
<p>Trabajo Preparatorio de la Oferta Pública de Venta: En esta etapa se relacionan los procesos de planeación previos a la salida a bolsa, por ello se inicia analizando los criterios y actividades claves que se involucran al empezar como lo es el análisis estratégico, historial financiero, validación del proceso por expertos, conformación del personal de apoyo, documentación y marketing.</p> <p>Preparación Financiera: Corresponde al proceso de admisión al mercado y más exactamente a la diligencia del aspecto financiero que se adelanta; en este punto también se analizan los asuntos considerados en la planificación para asegurar los aspectos financieros. Cuando una empresa adelanta una oferta pública, el documento de admisión a la bolsa debe cumplir también los requisitos del folleto dirigido al ente regulador de este mercado.</p> <p>Trabajo legal y debida diligencia: A partir del trabajo adelantado por el grupo de abogados involucrados en el proceso de admisión, de los cuales se puede decir que existirá uno que actué bajo la empresa y otro como asesor designado, estos adelantaran el trabajo relacionado a la restructuración empresarial – si es necesario -, diligenciamiento de la documentación, redacción del documento de admisión, contrato de inducción, acuerdos con corredores u otro tipo de colocación y la revisión y verificación de la gestión empresarial.</p> <p>Obtención de Fondos: Conciernen al proceso de emisión, en este la responsabilidad principal recae en el corredor, ya que es quien asesorara a la empresa en su relación con la comunidad de inversores, ya que se busca obtener recursos a futuro no solo a través de la primera oferta pública, sino también para más adelante. A su vez el corredor recibe también información de la compañía sobre el rendimiento financiero, transacciones, reacción del mercado y asesora sobre el trato de la información mencionada anteriormente. De otra parte se denomina un equipo de renta variable el cual realiza investigaciones de la competencia y de la bolsa y su flujo de noticias, entre otros.</p> <p>Comunicación con los inversores: Relaciones públicas financieras y relaciones con los inversores, esto con el fin de fortalecer y beneficiar a la empresa y también generar cobertura en los medios de comunicación. Previo al periodo de la oferta pública se adelantan reuniones en las que se presenta a la empresa una serie de inversores con el fin de ofrecerles el prospecto de la emisión.</p> <p>Al hacer parte del mercado: El emisor deberá cumplir con una serie de normas y reglamentos los cuales provienen de la bolsa, del ente regulador del mercado, entre otros (London Stock ExchangeAIM, 2015).</p>	<p>En la actualidad el AIM cuenta con 1020 empresas, 828 hacen parte del Reino Unido y 192 son internacionales, de estas de acuerdo a la clasificación industrial se dividen así:</p> <ul style="list-style-type: none"> ▫ Tecnología: 11% ▫ Petróleo y Gas: 12% ▫ Materias Primas: 16% ▫ Industriales: 17% ▫ Bienes de Consumo: 6% ▫ Cuidado de la Salud: 7% ▫ Servicios de Consumo: 11% ▫ Servicios públicos: 1% ▫ Telecomunicaciones: 1% ▫ Finanzas: 18% <p>(London Stock ExchangeAIM, 2015).</p>
Normatividad	Capitalización Bursátil
<p>La empresa debe designar un asesor permanente quien brindara apoyo al solicitante asesorando y guiando para cumplir con las responsabilidades ante el AIM.</p> <p>Respecto al proceso de admisión, el solicitante debe proporcionar a la bolsa la documentación pertinente con al menos 10 días hábiles de anticipación, la información de estos documentos no puede contar con ningún tipo de omisión.</p> <p>Difusión de la información: La empresa debe notificar al mercado información como y cuando sea necesaria, esta información no puede resultar falsa, engañosa u omitir ningún tipo de dato, ya que al incurrir en alguna de estas fallas puede representar un movimiento significativo en el precio de los valores. Situación financiera, ámbito de actuación, desempeño o expectativas del negocio, son algunos de estos ejemplos. De igual forma, deberá revelar cualquier modificación pertinente de los accionistas, renuncia o despido de un directivo, cambios de su fecha de referencia contable, cambio de oficina registrada, cambios sustanciales en su rendimiento comercial, condición financiera, pronósticos de beneficios, proyecciones, entre otros.</p> <p>Notificaciones: Así mismo, la compañía deberá notificar al mercado transacciones importantes, adquisiciones relevantes, cambios fundamentales en el negocio, desinversiones o cese.</p> <p>Informes: Semestralmente luego de cada ejercicio contable la empresa debe emitir un informe donde incluya estado de resultados, estado de flujos de efectivo y cifras comparativas del período correspondiente frente al período anterior. Igualmente una empresa deberá publicar las cuentas anuales auditadas la cual debe enviarse a sus accionistas, esta debe ser acorde a las normas internacionales de contabilidad.</p> <p>Medios de divulgación: La empresa debe contar con un sitio web en el que se encuentre información relacionada al negocio de manera gratuita, descripción del negocio, política de inversión (cuando se trate de una empresa inversora), gestores de inversiones, directivas y perfiles, responsabilidades de los miembros del consejo de administración, país de constitución y principales operaciones, cuentas anuales, informes semestrales, informes anuales, circulares o publicaciones similares, código de gobierno corporativo y otras disposiciones a las cuales deba someterse la empresa con la jurisdicción de su país.</p> <p>Responsabilidades: La empresa debe disponer de suficientes procedimientos, recursos y controles para el cumplimiento de la normativa, para ello se aconseja consultar con el asesor del mercado y proporcionarle cualquier información que requiera. Respecto a los directores se debe garantizar que cada uno de ellos acepte todas responsabilidades colectivas e individuales para el cumplimiento de la norma. De la misma manera los directivos deben asegurarse de dar a conocer a la empresa toda la información que requieran con el fin de cumplir con lo estipulado por la norma (London Stock ExchangeAIM, 2015).</p>	<p>Capitalización Bursátil: £ 70,766.7 (Billones) (London Stock ExchangeAIM, 2015).</p>

MAB	
Metodología	Empresas Vinculadas
<p>Proceso de incorporación:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Decisión y planificación: análisis del proceso de cotización en el mercado; en este análisis debe determinar cómo aprovechar las oportunidades del mercado de valores, planificar el cumplimiento de requisitos y cambios en la organización que se exigen en el momento de incorporación. Por último el tipo de operación de salida al MAB depende de los objetivos de cada empresa. - Preparación y solicitud: Se debe entregar una solicitud de incorporación junto con la documentación que acredite el cumplimiento de los requisitos de incorporación. La empresa entonces presentará el documento informativo de incorporación al MAB o un folleto informativo el cual se encuentre registrado ante el ente regulador de este país. - Tramitación: Luego de que el MAB recibe la documentación de incorporación exigida, pasará a evaluarla y publicará a su vez, la autorización de la incorporación. Si el objeto de la empresa es la ampliación de capital u oferta de acciones, se podrá adelantar el proceso de comercialización entre los inversionistas. - Incorporación: Seguido al anterior proceso en el momento en que se cierre la operación de ampliación de capital o venta de acciones y se haya aprobado toda la documentación el MAB anunciará la incorporación de la empresa al mercado por medio del boletín de cotización. - Adicionales: Dentro del proceso de aplicación la empresa debe contar con un profesional especializado que valore la empresa y la acompañe con el cumplimiento de los requisitos de incorporación. De otra parte la compañía debe contar con un "proveedor de liquidez" el cual es una empresa de servicios de inversión o una entidad de crédito con la que firma un contrato de liquidez (Mercado Alternativo Bursátil, 2015). 	<p>En el MAB actualmente se encuentran vinculadas 34 empresas de las cuales de acuerdo a su sector productivo representan:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Productos farmacéuticos y Biotecnología: 21% - Electrónica y Software: 18% - Aeroespacial: 3% - Ingeniería y otros: 18% - Comercio: 9% - Telecomunicaciones y otros: 12% - Hardware Tecnológico y Equipamiento: 3% - Energías Renovables: 3% - Turismo y Hotelería: 3% - Medios de comunicación y Publicidad: 3% - Fabric. y Montaje Bienes de Equipo: 3% - Otros Servicios: 6% <p>(Mercado Alternativo Bursátil, 2015)..</p>
Normatividad	Capitalización Bursátil
<ul style="list-style-type: none"> - Requisitos de acceso: Solo pueden emitir acciones sociedades anónimas del país y extranjeras, que tengan disposición de su capital social y de las que no haya ningún tipo de restricción legal o estatutaria que les impida negociar sus acciones. En lo que respecta al sistema contable las empresas deben acogerse a las normas internacionales (NIIF) y si no están dentro del territorio europeo podrán optar por entre NIIF o US GAAP. Por otra parte deben demostrar un buen nivel de desarrollo del negocio a través de comercialización de productos o servicios, deben indicar los Ingresos que obtengan de la comercialización o transacciones de los productos o servicios. Por último contar con dos ejercicios contables; en el caso que la sociedad no cuente con estos, los accionistas y directivos deben comprometerse a no vender acciones dentro del año siguiente al ingreso al mercado. Cabe resaltar que la sociedad debe cumplir con una clase de requerimientos estatutarios con el MAB relacionados a los cambios de control, alianzas, participaciones significativas, exclusión de negociación. De igual forma en lo que respecta a los requisitos relacionados a la actividad bursátil la normativa menciona que los accionistas con porcentajes inferiores al 5% del capital social deben representar un valor mínimo que no sea inferior a los 2 millones de euros. Además del nombramiento de un profesional especializado que guíe a la empresa en su proceso de inscripción y emisión en el mercado, y por supuesto de una entidad financiera que haga las veces de "proveedor de liquidez". - Requisitos de permanencia: Las sociedades deben remitir información financiera semestralmente la cual puede no ser auditada y anualmente dentro de los cuatro meses siguientes al final del ejercicio. También, deben semestralmente actualizar información de los accionistas que posean más del 10% de las acciones. - Difusión de la información: La información periódica y relevante se publicará en la página web del mercado y debe ser remitida ante el regulador del mercado, de igual forma el emisor publicará esta información en su página web. - Costos de incorporación y mantenimiento: Este mercado aplica una tarifa fija de 6.000 euros más una variable de 0.05 por mil sobre la capitalización de los valores que vayan a ser emitidos por primera vez. Igualmente una tarifa fija anual de 6.000 euros por mantenimiento. Se debe tener en cuenta los costos por contratación de un asesor registrado (profesional especializado) y el Proveedor de Liquidez, de otra parte es importante señalar los costos en los que incurre la sociedad con las demás entidades que se relacionan en el proceso (Mercado Alternativo Bursátil, 2015). 	<p style="text-align: center;">Capitalización Bursátil: EU\$ 1.771.000.000 (Mercado Alternativo Bursátil, 2016).</p>