



Visión Gerencial

ISSN: 1317-8822

ISSN: 2477-9547

revistavisiongerencial@gmail.com

Universidad de los Andes

República Bolivariana de Venezuela

Pérez Araujo, Víctor Rafael; Junco Ramírez, Leidi Esperanza
Generalidades sobre las modalidades de bolsas de valores para PyME, en el mundo
Visión Gerencial, núm. 1, 2016, Enero-Junio, pp. 172-203
Universidad de los Andes
Mérida, República Bolivariana de Venezuela

Disponible en: <https://www.redalyc.org/articulo.oa?id=465545900023>

- Cómo citar el artículo
- Número completo
- Más información del artículo
- Página de la revista en redalyc.org

redalyc.org

Sistema de Información Científica Redalyc

Red de Revistas Científicas de América Latina y el Caribe, España y Portugal
Proyecto académico sin fines de lucro, desarrollado bajo la iniciativa de acceso
abierto

Generalidades sobre las modalidades de bolsas de valores para PyME, en el mundo

Pérez Araujo, Víctor Rafael 1
Junco Ramírez, Leidi Esperanza 2

Recibido: 12/05/2015
Revisado: 20/06/2015
Aceptado: 25/10/2015

Resumen

Las bolsas de valores para PyME (segundo mercado) se han implementados en muchos países con características y requisitos diferentes. El propósito de éste ensayo es describir algunas modalidades y hacer consideraciones generales para implementar un segundo mercado. Se hallaron mercados bursátiles muy desarrollados como el Over The Counter, específicamente el NASDAQ; se consideró como el primer Segundo Mercado el American Stock Exchange, ahora llamado NYSE MKT; además se tiene como éxito el Alternative Investment Market inglés; el Mercado Alternativo Bursátil de España tiene características diferentes; los Mercados Alternativos de Deuda son los más contemporáneos e introducen la emisión de deuda en Europa; y se presentan tres mercados en América Latina; cada uno totalmente diferente, muy originales y audaces. Dadas las experiencias y argumentos teóricos, se sugiere diseñar un Segundo Mercado enfocado en renta fija (deuda), empresas medianas y empresas en crecimiento; también el empresario podría elegir la modalidad de su preferencia para crear un Segundo Mercado en países donde no existan.

Palabras clave: mercado de capitales, segundo mercado, mercado alternativo, finanzas.

Generalities on the modalities of Stock Exchanges for SMEs, in the world Abstract

The Stock Exchange for SMEs (Second Market) have been implemented in many countries with different characteristics and requirements. The aim of this essay is to describe some modalities and to make general considerations to implement a Second Market. Highly developed stock markets such as Over The Counter was found, specifically the NASDAQ; It was considered the first Segundo Mercado the American Stock Exchange, now called NYSE MKT; also have as successful English Alternative Investment Market; the Alternative Stock Market of Spain has different characteristics; the Alternative Debt Markets are the most contemporary and introduce debt issuance in Europe; and three markets in Latin America are presented; each totally different, very original and daring. Given the experiences and theoretical arguments, it is suggested to design a Second Market focused on fixed income (debt), medium enterprises and growing businesses; also the entrepreneurs could also selecting the modality their preferred to create a Second Market in countries where none exist.

Key words: capital markets, second market, alternative market, finances.

¹ Economista y magister en Economía, Universidad de Los Andes, Centro de Investigaciones y Desarrollo Empresarial, Línea de investigación Finanzas Organizacionales, Correo electrónico: victorperezaraujo@gmail.com

² Economista y magister en Administración, profesora de la Universidad Nacional Experimental Sur del Lago, Correo electrónico: juncol@unesur.edu.ve

1. Introducción

Las bolsas de valores son una fuente de financiamiento tradicional que tiene un mayor significado a medida que los países presentan indicadores económicos de desarrollo. Sin embargo, se han generalizado en todas las economías dado que su carácter es intrínseco a las leyes generales de la economía, en concreto a la Ley de la Oferta y la Demanda.

El Estado ejerce un doble rol, como Estado promotor y como Estado regulador de la actividad empresarial privada. El conocimiento sobre modalidades de bolsas de valores para PyME puede impulsar el desarrollo empresarial a través de alternativas a la tradicional fuente de financiación bancaria y a la fuente de financiamiento del Estado, y el Estado puede promover y a la vez regular el establecimiento de este medio de financiamiento.

Modo es un procedimiento, y procedimiento está vinculado a una manera de ejecutar algo, seguir ciertos pasos predefinidos para desarrollar una labor de manera eficaz. El financiamiento bursátil para PyME requiere un tratamiento singularizado, porque es diferente a las grandes empresas, dadas las características comunes de ser empresas de reducida capitalización, y los inversores tienen poco interés por este mercado debido a la poca transparencia (información financiera) y a la poca liquidez en el mercado secundario. La transparencia es un principio fundamental de las finanzas, porque es necesario para el análisis financiero que no puede eludir ninguna empresa que pretenda colocar acciones o bonos en un mercado organizado, y la liquidez es necesaria para generar un mercado continuo sobre un activo invisible para muchos inversionistas, la empresa emisora, cotización continua que representa el valor de mercado en un momento dado, no necesariamente vinculado al valor contable del activo empresarial.

Así, las bolsas de valores para PyME, tradicionalmente denominado Segundo Mercado, están característicamente diseñadas para permitir el financiamiento a empresas con pocas capacidades para estar pre-

sentes en el primer mercado (bolsa para grandes empresas), porque con menos condiciones, menos costos, reglas flexibles y tratamiento menos discriminado, se ha logrado la participación de empresas de baja capitalización y su correspondencia, una relación de reciprocidad, con inversionistas particulares e institucionales generalmente a mediano y largo plazo en búsqueda de plusvalía (ganancia de capital), distinto a las ganancias por dividendo, menos significativo para los resultados anuales de una pequeña o mediana empresa.

El propósito del presente ensayo es dar a conocer una recopilación de soluciones de financiamiento bursátil para PyME en varios países, mediante acciones, bonos o instrumentos similares, que se desarrollaron con mucha naturalidad, primero en Estados Unidos, y luego se concibieron con modalidades con pasos predefinidos diferentes, audaces y originales en Europa, Asia y países latinoamericanos.

Se hallaron modelos de mercados bursátiles para PyME generalizados, parecidos, estándar en países desarrollados; y ensayos, que llevan pocos años de iniciados, de mucha originalidad (no estándar) y audaces en algunos países latinoamericanos, así como en España. Se debe hacer mención al fracaso de algunos casos europeos, debido a que colapsaron por factores sistémicos de la coyuntura económica general o factores no sistémicos por razones específicas de la empresa, como las malas condiciones financieras, la baja capitalización y la poca liquidez bursátil generalmente presente en las PyME; y, por último, el factor de la escasa cultura financiera bursátil de estas empresas, lo que no permite el alcance del éxito americano en los tiempos contemporáneos.

El origen del Segundo Mercado se remonta a 1840 con la creación del *Outdoor Curb Market* para aquellas empresas que no podían cotizar en la Bolsa de Valores de Nueva York. Según Aranda, Martínez y Corona (1989) esta Bolsa se convierte en 1953 en el *American Stock Exchange* (AMEX) y en él cotizan acciones de empresas principalmente medianas, en crecimiento y posee reglas flexibles. Es así como el origen de las Bolsas de Valores para PyME se encuentra en la poca

capacidad de éstas para cotizar continuamente y revelar información financiera a los niveles que exigen los Primeros Mercados (bolsa tradicional). El Segundo Mercado desde sus orígenes ya propone requisitos para cautivar a las PyME y a la vez ser sustentables como institución financiera, así diferenciándose del Primer Mercado.

Esta investigación es un aporte para el conocimiento global de diferentes modalidades que existen de Bolsas de Valores para PyME, sin pretender ser totalmente exhaustivo en el tema; y con ello brindar diferentes soluciones de organizaciones financieras bursátiles que generen un mercado amplio a disposición tanto de las PyME, como de las grandes empresas para los inversionistas de cualquier naturaleza, para contribuir a la democratización del capital de las empresas de todos los sectores (comercio, industria y servicio), sean estas compañías pequeñas o medianas.

Este ensayo se estructura de la siguiente manera, luego de la introducción, se explican las características o modos predeterminados de funcionamiento de los Segundos Mercados en los países desarrollados; luego se hace mención al fracaso del Segundo Mercado en Europa, con ejemplos; en tercer lugar se describen las iniciativas desarrolladas en algunos países latinoamericanos; en seguida se plantean consideraciones generales y las referencias bibliográficas.

2. Mercados Over The Counter

Los mercados *Over The Counter* (OTC) o mercados extrabursátiles no poseen una ubicación física; estos mercados son menos transparentes y tienen menos reglas que las Bolsas y la negociación es bilateral, sólo dos participantes observan, ocurre de cliente a operador o entre operadores, entre corredores o entre comerciantes, por medio de redes computarizadas, el resto no conoce la transacción, mientras que en la Bolsa la negociación es multilateral lo que significa que el acceso es universal y así toda persona puede conocer la transacción (Randal, 2008).

Los mercados OTC en los Estados Unidos son el NASDAQ, el OTCBB (bulletin board) y el Pink Sheet, pero recientemente, el 1 de Junio de 2006, el NASDAQ pasó al estatus de Bolsa de Valores por decisión de la *Securities and Exchange Commission* (SEC), aunque no hay un lugar físico (Inversionario, 2011a). Se debe hacer mención aún del NASDAQ como mercado OTC, pues durante tres décadas y media fue el más importante mercado OTC del mundo.

El NASDAQ fue fundado en 1971; ha sido un éxito debido a su rápido crecimiento y fue tomado como modelo en Europa y Asia. En septiembre de 1996 se crea en Europa el EASDAQ. NASDAQ compró 58% de las acciones del EASDAQ, el 30 de marzo del 2001 (labolsa.com, 2001). En los 90 surgen en Europa los Nuevos Mercados (otra manera de decir Segundo Mercado) y se trató de seguir el modelo NASDAQ con la creación del Euro.NM, pero este mercado colapsó con la Burbuja del Internet, a comienzos del 2000. También en Asia, en los 80 y en los 90, se imitó el modelo NASDAQ en varios países, como Singapur (SESDAQ), Japón (JASDAQ), Taiwan (TAISDAQ), Sur Corea (KOSDAQ); en 1999, Malasia (MESDAQ) y Hong Kong (Lee, Rui & Wang, 2004). Ningún mercado OTC en Europa o Asia ha podido igualar el éxito del NASDAQ.

Actualmente, en los Estados Unidos, existen sólo dos Bolsas para PyME, que son legalmente mercados OTC: el Pink Sheet y el OTCBB. Las empresas que comercian sus acciones en estos mercados son pequeñas, que no alcanzan los requisitos mínimos de una Bolsa de Valores, ni para estar en el NASDAQ.

El Pink Sheet (hoja rosada) fue fundado en 1913, es una empresa privada, la compañía durante décadas simplemente informó citas, facilitando el intercambio, las empresas no tienen que cumplir ningún requisito, generalmente son muy pequeñas, ilíquidas o en quiebra. Según la SEC, las empresas que cotizan en Pink Sheet son entre las inversiones más riesgosas y aconseja a los inversionistas investigar las empresas que cotizan en este mercado (Inversionario, 2012).

El OTCBB o mercado *bulletin board*, es un sistema electrónico de cotizaciones que demuestra la oferta y la demanda, así como el precio más reciente y el volumen para acciones de *microcap* (muy baja capitalización de mercado) o *penny stocks* (acciones con precio menor a \$1). A diferencia del Pink Sheet, en el OTCBB las compañías cotizadas deben de estar informando completamente, con los requisitos que exige la SEC, pero no alcanzan la capitalización para estar en el NASDAQ. También se observan casos en que las empresas pasan de la Bolsa al OTCBB cuando caen por debajo de capitalización mínima o del precio mínimo u otros requisitos bursátiles. La mayoría de las compañías en el OTCBB también cotizan en el Pink Sheet y generalmente no son buenas inversiones. (Inversionario, 2011a)³.

Los mercados bursátiles más desarrollados son *Over The Counter* (mercados extrabursátiles) y puede ser un segundo y un tercer mercado (Bolsa de Valores para empresas muy pequeñas). El OTC suministra información actualizada, es una red bursátil que puede ser de cobertura nacional, los centros urbanos más grandes se relacionan por medio de los intermediarios financieros (González, Lárez y Medina, 2002). Pero con los avances electrónicos las Bolsas ya no tienen que ser lugares físicos, muchas salas de operaciones tradicionales están cerrando y se han hecho difusas la diferencia entre los mercados extrabursátiles y las Bolsas (Randal, 2008, p. 35). Aún así, los mercados OTC seguirán siendo mercados no regulados oficialmente y donde los contratos no están estandarizados (Mochon e Isidro, 1995, pp. 220-221).

3. Segundo Mercado “original”

Si bien se ha considerado el *Over The Counter* como un Segundo Mercado, en realidad este nombre proviene del *American Stock Exchange* (AMEX), al ser el Segundo Mercado en relación con el *New York Stock Exchange* (NYSE) (Aranda, Martínez y Corona, 1989, p. 67). El origen del AMEX está en 1840 con la creación del *Outdoor Curb Market*, un

³ Los requisitos para cotizar en los mercados Pink Sheets y OTCBB están en Venture Law Corporation.

mercado bursátil al aire libre para aquellas empresas que no podían cotizar en el NYSE por la excesiva rigidez para la admisión (Aranda et ál., p. 68).

Según otra versión, el AMEX tiene su inicio en el siglo XIX y fue conocido como el *Curb Exchange* (mercado de la acera) hasta 1921. Su fecha de fundación se considera generalmente como 1921, porque este es el año cuando se trasladó a nuevo barrio de Trinity. Pero fue hasta 1953 cuando se llamó oficialmente *American Stock Exchange* (Terrel, 2013).

Según una versión más reciente, el AMEX tiene sus orígenes alrededor de 1849 en las calles del distrito financiero de Nueva York, cerca de *Broad Street* y *Exchange Place*. Los corredores se reunían al aire libre para negociar tanto las acciones como los bonos. Más tarde, en 1908, estos mismos corredores formarían una organización conocida como *New York Curb Agency*. El AMEX se conoció con este nombre desde 1929 hasta 1953, cuando cambió su nombre por *American Stock Exchange* (Money-Zine.com, 2015).

En el AMEX cotizan empresas de diferentes sectores y de todos los tamaños. No obstante, esta Bolsa de Valores es conocida por tener requisitos menos estrictos para cotizar, en relación al NYSE y al NASDAQ, lo que hace que muchas empresas pequeñas entren a este mercado (ADVFN, 2007).

El 1 de octubre de 2008, el AMEX fue adquirido por NYSE-Euronext y su nuevo nombre se convirtió en NYSE-Amex (Terrel, 2013). En mayo de 2012, cambió de nombre como NYSE MKT, LLC. Sigue siendo un mercado atractivo para empresas de pequeña capitalización, actualmente existen principalmente empresas medianas, pero que tengan tiempo funcionando; y sus requerimientos ofrecen flexibilidad. Desde 2004, empieza el ANTE (Amex New Trading Environment), una nueva plataforma electrónica que combina las cualidades de mercado electrónico y mercado de subasta.

El NYSE MKT busca empresas candidatas bajo 7 criterios cualitativos, como: la naturaleza del negocio, mercado para sus productos,

reputación de sus gerentes, record histórico y patrón de crecimiento, integridad financiera, demostrado poder de ganancias, perspectivas de futuro y que el director de la empresa acate los requisitos de gobierno corporativo. Además precisa 5 criterios cuantitativos, como recursos propios, ingreso antes de impuestos en el último año fiscal o dos de los tres más recientes años fiscales, capitalización de mercado mínima, distribución de las acciones al público, precio de la acción y valor de mercado del capital flotante; estos requisitos son flexibles (Venture Law Corporation, 2010).

En noviembre de 1998, el *National Association of Security Dealers* (NASD) anunció que el AMEX podría fusionarse con el NASDAQ, pero permanecieron separados (Terrel, 2013). Tse y Devos (2004) explican que las empresas se han movido desde el AMEX hacia el NASDAQ y viceversa. Las empresas que se trasladan del AMEX al NASDAQ logran un valor promedio de mercado más alto, mientras que las empresas que se trasladan del NASDAQ al AMEX adquieren un valor promedio de mercado más bajo. Las empresas que se trasladan del AMEX al NASDAQ incrementan el reconocimiento de los inversores y el volumen a expensas de un incremento de los costos de negociación.

Se puede considerar, ante las explicaciones realizadas, que el AMEX, llámese NYSE-Amex o NYSE MKT es el Segundo Mercado “original”, y posee varios requerimientos diferentes al mercado OTC. NYSE MKT es un mercado electrónico y de subasta, cuya característica principal es la flexibilidad de sus requisitos cuantitativos (Venture Law Corporation, 2010); y, en segundo lugar, es que concentra compañías de tamaño medio (Mochón e Isidro, 1995; Carvajal y Monroy, 2011).

4. Mercado Alternativo -Alternative Investment Market-

El término Mercado Alternativo es un sinónimo de Segundo Mercado. El Mercado Alternativo *Alternative Investment Market* se crea en 1995 en Inglaterra; es también conocido por sus siglas AIM⁴.

.....
⁴ Aunque significa: mercado alternativo de inversión, nunca se ha utilizado esta traducción al español, ni a ningún otro idioma.

El AIM se considera una modalidad por una variedad de propiedades que lo distingue completamente de una Bolsa de Valores o un Mercado Extrabursátil (Over The Counter), porque se regula privadamente (autorregulación); tiene una estructura regulatoria única y el AIM introduce por primera vez la figura del Asesor llamado *Nominated Advisors* (Nomads), el cual atrae a las PyME al AIM, las asesora para sus inicios en el mercado y durante la permanencia en él, en cuanto a los requisitos de información se refiere; y a la vez las supervisa en cuanto a vigilar si cumplen con las normas del AIM (Gerakos, Lang y Maffett, 2012).

Otra propiedad que se puede considerar única, es que el AIM es supervisado por el mercado principal, la Bolsa de Londres, que es el mercado que lo creó y además presenta una transmisión de empresas permanentemente entre ambos mercados, predominando la transición del mercado oficial al AIM para aquellas empresas de baja capitalización que deseen participar de las ventajas fiscales que ofrece el AIM (elEconomist.es, 2014).

El AIM tiene otras características propias, es un mercado internacional⁵ (para empresas de cualquier país), no exige historial financiero para las empresas que desean cotizar, ni antecedentes en cotización. Para incorporarse al AIM no hay que afrontar requerimientos de capital, ni un mínimo de acciones (elEconomist.es, 2014). Una vez incorporado deben presentar sus estados financieros semestrales y anuales auditados (Gerakos et ál., 2012)

Los inversores del AIM son principalmente fondos institucionales o individuos con mucha capacidad de recursos y experiencia, debido al alto riesgo de este mercado (elEconomist.es, 2014). La mayoría de las Ofertas Públicas Iniciales del AIM, así como de todas las Bolsas de Valores para PyME en Europa son colocaciones privadas y pocas veces se desarrollan mercados líquidos (Vismara, Peleari y Ritter, 2012).

.....
⁵ Están presentes en el AIM empresas de Italia, Alemania, Dinamarca, Suecia. Y también de regiones más lejanas, como India, China, Australia y los Estados Unidos.

Otra característica única del AIM, es que posee la figura del especialista de mercado (market specialist), que son profesionales, en distintas profesiones, que asesoran a la empresa para facilitar su éxito. Existen varias exenciones fiscales tanto para las empresas como para los inversores; para las empresas hay reducción de la cuota impositiva en el año en el que realizan la emisión. (Pérez y Palacín, 2009, p. 53)

El AIM, presenta requisitos para cotizar semejantes al Segundo Mercado original (AMEX), pues, es para empresas en crecimiento y con gobierno corporativo. Tiene otras características en común porque es para cualquier sector económico y también participan como intermediarios los corredores, denominados *brokers*, miembros de la Bolsa de Londres, que a su vez pueden ser Nomads. La Bolsa de Londres se asemeja al NASDAQ en cuanto a que es completamente electrónica (Randal, 2008, p. 34).

Las empresas que se incorporan al AIM tienen el acceso al mayor volumen de capitales del mundo dedicado exclusivamente a las PyME y este mercado tiene un demostrado historial de éxito (London Stock Exchange AIM, 2007); estas dos propiedades no se presentan en otros mercados, porque Londres presenta un entorno económico favorable y una tradición bursátil, lo que favoreció al AIM y lo convirtió en un modelo a seguir. Se puede entender así que no solamente las características de la Bolsa de Valores para PyME es una causa determinante para su éxito, la cultura financiera es muy importante.

Como consecuencia del rápido crecimiento del mercado en el AIM se crearon varios índices que han hecho a las empresas más visibles ante los inversores, contribuyendo a una mayor liquidez. Ahora se tienen los índices FTSE AIM All Share, FTSE AIM UK 50 y FTSE AIM 100. (London Stock Exchange AIM, 2007)

El éxito del AIM, el cual es un Mercado Alternativo ejemplar, dedicado a emitir acciones, ha llevado a otras Bolsas de Valores europeas a establecer modelos parecidos (Vismara et ál., 2012), más no exactamente iguales. Uno de los más contemporáneos y más conocidos

es el *Mercado Alternativo Bursátil* (MAB), nombre de una Bolsa de Valores para PyME que se creó en España⁶ en Junio de 2008; es otra modalidad por tener algunas características distintas, pero sin poder aún competir con el AIM.

5. Modelo español de Mercado Alternativo Bursátil

El MAB es una Bolsa de Valores para PyME, para emitir exclusivamente acciones⁷, se considera una modalidad diferente principalmente por su característica distintiva, subastas (*fixing*) en función de la liquidez de la empresa en el mercado; introduciendo los miembros órdenes por lo mejor o a precio de mercado. La manera típica de negociación es 2 subastas al día, a las 12 y a las 16 horas; la primera subasta puede variar hasta un 10% respecto al cierre del día anterior, y el segundo hasta otro 10% respecto al primero del día. Puede haber un mayor número de subastas si la empresa tiene tamaño y capital flotante suficiente, hasta estar presente en un mercado continuo (*open market*), como se hace en la Bolsa Oficial y en otros mercados alternativos. El *fixing* se complementa y coexiste con otra modalidad denominada *comunicación de operaciones a valor liquidativo*, en el que los participantes introducen órdenes de compra o venta que quedan en espera de un precio al cual se cruzarán todas las operaciones. (Pérez y Junco, 2012, p. 17). El MAB es considerado un Sistema Multilateral de Negociación lo cual significa que no es un mercado secundario oficial.

El MAB es un mercado principalmente doméstico pero tiene la posibilidad de que en el futuro coticen empresas europeas y latinoamericanas, por lo que no es tan internacional como el AIM. Además el MAB es promovido por Bolsas y Mercados Españoles (BME), una sociedad que integra todos los mercados de valores y sistemas de liquidación en España; mientras que el AIM es promovido por la Bolsa de Londres. La empresa en el MAB debe disponer y hacer un contrato

⁶ Véase abundante literatura del MAB en www.bolsasymercados.es/mab

⁷ En la siguiente modalidad se explicará el Mercado Alternativo de Renta Fija español.

con un proveedor de liquidez, que es una entidad financiera, para lograr la liquidez; mientras que en el AIM es un *broker* (un corredor).

El MAB tiene otros requisitos propios para la empresa: ser sociedad anónima; aplicar normas internacionales de contabilidad; estar en actividad (vendiendo y operando); tener un plan de negocio; tener un valor de mercado de entre 4 y 8 millones de euros; que el valor de la emisión primaria sea mínimo de 2 millones de euros (Jiménez-Méndez, 2013, p. 13); los accionistas deben permanecer al menos 1 año; deben comunicar las participaciones significativas, los pactos parasociales y estarán sujetos a restricciones para obtener el cambio del control de la sociedad (Junco, 2011, p. 38).

En cuanto a los requisitos de información, las empresas deberán presentar estados financieros cada semestre y anualmente, y comunicar todo lo que pueda afectar la cotización de los valores. La información será difundida por la Comisión Nacional de Mercado de Valores, MAB y la página web de la empresa (Junco, 2011, p. 38).

El proceso de colocación de acciones puede hacerse a través de Oferta Pública de Venta (emisión de acciones con nuevos accionistas), Oferta Pública de Suscripción (nuevas acciones para los mismos accionistas) o *listing* (reparto gratuito a pequeños inversores), un modo de proceder muy audaz para mejorar forzosamente la liquidez de una emisión (Sánchez, 2008).

El MAB tiene semejanzas con el AIM en cuanto a que es autorregulado, es para empresas en crecimiento, y tiene la figura del Asesor Registrado, que es igual al *Nomad* inglés. También, al igual que el AIM, las empresas deben tener gobierno corporativo (Jiménez-Méndez, 2013).

6. Mercados Alternativos de Deuda

Los Mercados Alternativos de Deuda europeos son más contemporáneos y vienen a complementar los mercados alternativos de acciones, como el AIM y el MAB. Estos mercados comienzan en 2005 con el mercado noruego *Nordic ABM*. En la actualidad, los

principales son *Nordic ABM*, fundado en junio de 2005; mercado *BondM* de Alemania, fundado en julio de 2011; *Alternext* (Paris, Amsterdam, Bruselas, Lisboa) creado en el 2005 para emisión de acciones y en enero de 2012 para emisión de deuda; y muy recientemente el *Mercado Alternativo de Renta Fija* (MARF) de España fundado en octubre de 2013 (Lamothe y Monjas, 2013).

Estos mercados son considerados una modalidad porque conjugan varias características comunes, en cuanto a que no son regulados, no son oficiales, sus requisitos de admisión son menores que en los mercados oficiales; tienen la exigencia de un asesor; exigen un tamaño mínimo de emisión en euros para acceder al mercado y estándares contables para las empresas emisoras (Lamothe y Monjas, 2013).

La mayoría de estos mercados exigen una calificación crediticia del emisor (*rating*), otorgado por una Agencia Calificadora de Riesgo (a excepción del *Nordic ABM*); y están destinados tanto a inversionistas profesionales como a inversores minoristas no profesionales (excepto MARF que es sólo para profesionales). *BondM* y el *Alternext* se diferencian en cuanto a que tienen Proveedores de Liquidez o también llamados Creadores de Mercados, que negocian en el mercado secundario (negociación de títulos ya admitidos en la Bolsa).

El mercado alemán *BondM*, con emisiones que superan los 3.000 millones de euros desde su creación, es la referencia más clara de éxito (Hernando y Ramos, 2013, p. 64). Es de resaltar que *BondM* es un segmento especial para PyME en la Bolsa de Stuttgart; y tiene como requisito obligatorio que la empresa pequeña o mediana disponga de un asesor denominado *bond coaches*, que es un experto que apoya y supervisa al emisor durante el proceso del negocio de colocación y durante la trayectoria en el mercado. Uno de los requisitos de admisión en el mercado es la presentación de los estados financieros y un folleto donde se detallan las características de la empresa y del bono como instrumento; además es de resaltar que “la empresa debe cotizar acciones previamente en un mercado regulado alemán o de otro país” (Lamothe y Monjas, 2013, p. 140);

y la emisión de bonos debe tener una calificación de riesgo (*rating*) (Lamothe y Monjas), estas son características diferentes a los mercados alternativos de acciones.

En el mercado *BondM* se negocian bonos con un valor nominal de 1.000 euros, pues estas son las ordenes estandarizadas. El tamaño mínimo de una emisión es de 250.000 euros. El sistema de comercio es electrónico y las órdenes se pueden colocar en instituciones de crédito, bancos online, brokers y otros proveedores de servicios financieros. El mercado secundario electrónico de *BondM* cuenta con Creadores de Mercado (*Quality Liquidity Providers*); los QLP están obligados a cotizar bajo un margen de precio máximo y proporcionan liquidez adicional con el fin de mejorar la velocidad de ejecución y para evitar ejecuciones parciales (Hernando y Ramos, 2013), este mercado está dirigido a inversionistas profesionales y minoristas (Lamothe y Monjas, 2013).

7. Fracasos del Segundo Mercado y algunos ejemplos en Europa

El Segundo Mercado puede fracasar por varios elementos característicos de las PyME: principalmente la poca transparencia y la poca liquidez; pero también por el alto riesgo financiero, la poca capitalización de mercado, la competencia con las grandes empresas y la escasa estructura administrativa y contable de las PyME (Martínez, 2001). Además, se podría incluir el riesgo sistémico o la vulnerabilidad a los factores económicos (riesgos macroeconómicos). También han ocurrido en la historia fracasos de Segundos Mercados por *burbujas especulativas*⁸. En general, el Segundo Mercado ha sido atractivo para compañías en períodos calientes mientras que rápidamente colapsan en los períodos fríos (Vismara et ál., 2012, p. 383)

El *Euro.NM*, establecido en los 90, colapsó al estallar la *burbuja del Internet* (Revest y Sapio, 2012). El *EURO.NM* estaba constituido por varios Segundos Mercados: España (Nuevo Mercado), Inglaterra

⁸ Burbuja Especulativa, es cuando los precios sobrepasan las normales.

(Techmark londinense), Alemania (Neuer Market), Francia (Nouveau Marché), Italia (Nouvo Mercato), así como el belga-luxemburgués y el holandés. La mayoría de los Nuevos Mercados fueron modelados con base en el NASDAQ (Posner, 2005).

Newer Markt (1997-2002) de la Bolsa de Frankfurt, Alemania, fue el más importante de los Nuevos Mercados en Europa en los 90; pero contenía algunos defectos regulatorios; insuficientes medios para hacer cumplir las reglas; muchas Ofertas Públicas Iniciales (IPO), lo cual generó una enorme burbuja de precios en las acciones que rompió a comienzos del 2000 y destruyó su reputación (Borghof y Hunger, 2004).

NewConnect, 2007, mercado alternativo Polaco, fue creado especialmente para compañías de tipo innovadoras en producción, servicio o comercio; atrajo a muchas compañías por sus bajos costos y procedimientos menos restrictivos. Las compañías que cotizaron en el *NewConnect* eran nuevas, de innovación tecnológica, especialmente en el sector intensivo en tecnología (IT sector) (Kaszuba, 2010). El mercado polaco se destacó fuertemente por el número de compañías cotizadas, sin embargo, este monto no se correspondió con un incremento proporcional de la capitalización de los emisores y el interés de los inversores medido por el volumen de comercio. A partir del 2012 fracasó, porque el problema clave de este mercado eran las pobres condiciones financieras de los emisores; otras desventajas básicas del mercado NC es que cotizaban compañías de baja capitalización; liquidez limitada de las acciones; bajo valor de la oferta pública; compañías *penny stock* (acciones de menos de 1 dólar) muy especulativas; como resultado, hubo poco interés de los inversores, disminución del volumen de negociación y caída de la valoración de las compañías cotizadas (Asyngier y Curie, 2013).

8. Segundos Mercados en América Latina

Los países latinoamericanos tienen Mercado de Capitales para PyME. Carvajal y Monroy (2011), realizaron un estudio de una mues-

tra de países latinoamericanos con Segundos Mercados, haciendo mención a Bolivia, Perú, Chile, Brasil, México y Argentina. También se encuentran Segundos Mercados en Colombia (Alba y Remolina, 2010), y en Ecuador (Andrade, 2006). Cada país latinoamericano tiene una manera distinta de resolver el financiamiento para PyME en sus respectivos Mercados de Capitales. Se presenta a continuación, una explicación detallada de modalidades de Bolsas para PyME en Argentina, México y Bolivia.

8.1. Departamento para PyME en la Bolsa

En 2002 se crea el Departamento para PyME en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA). Hasta la fecha ha habido más de 8.800 PyME financiadas (Lerner, 2015).

Es una modalidad original porque, primero, es un Departamento para PyME en la Bolsa; segundo, el Departamento busca a las PyME y les da información de los instrumentos disponibles y las características del mercado bursátil para PyME; tercero, la atención es gratuita; y cuarto, ofrece instrumentos adaptados a las necesidades de la empresa.

La empresa debe ser PyME según los parámetros de la Secretaría de la Pequeña y Mediana Empresa (Sepyme). No obstante, la categoría de PyME se podría ampliar hasta los límites que dispone la Comisión Nacional de Valores (CNV), pero si la empresa excede los parámetros de la Sepyme sus emisiones no gozarán de los beneficios que otorga la Subsecretaría, ni podrán ser avaladas por una Sociedad de Garantía Recíproca (SGR).

Las PyME tienen acceso a un agente de bolsa, quien es un articulador entre la parte inversora y la empresa PyME; su función es parecida al asesor en los mercados alternativos europeos, porque consiste en asesorar a la empresa durante todo el proceso de salida al mercado y la venta del instrumento financiero.

Un instrumento muy útil para la aproximación de las PyME a la Bolsa ha sido el *Cheque de Pago Diferido*. La experiencia muestra que

la mayor parte de las PyME comienza negociando esta herramienta para luego pasar a utilizar otros instrumentos de financiación bursátil, como las obligaciones negociables, fideicomisos financieros y acciones.

El sistema de descuento de Cheques de Pago Diferido en el Mercado de Capitales permite a quien tiene cheques a cobrar en un futuro (por un plazo máximo de 360 días), adelantar su cobro vendiéndolos en la Bolsa; y a quien posee fondos líquidos, comprar estos cheques a cambio de tasas de interés futuras. Pueden ser patrocinados si es para empresas grandes o PyME autorizadas por la BCBA para emitir Cheques de Pago Diferido, modo utilizado sólo para el pago a proveedores; o también puede ser avalado, sólo para PyME o persona física que negocie cheques propios o de terceros (clientes) a través de una Sociedad de Garantía Recíproca (SGR), pero las PyME deben incorporarse como socio participe a una SGR autorizada a cotizar cheques en la BCBA (BCBA departamento PyME, 2015).

Las Obligaciones Negociables son bonos privados que representan valores de deuda de la empresa que las emite, y pueden ser colocadas entre el público inversor calificado, mediante su cotización y negociación en la Bolsa. El emisor debe presentar información contable básica, una vez autorizada la cotización.

El Fideicomiso Financiero se trata de una herramienta financiera mediante la cual las PyME, en forma individual o conjunta, pueden obtener fondos, separando determinados activos (reales o financieros) de su patrimonio y cediéndolos a un administrador en propiedad fiduciaria. El administrador interviene para que los activos cedidos sean transformados en activos financieros líquidos y se puedan negociar en el mercado bursátil.

Las Acciones-PyME, cuentan con un régimen simplificado de oferta pública y cotización. Sólo pueden ser adquiridas por inversores calificados; y pueden emitir acciones aquellas PyME que califiquen como tal, según los parámetros de la CNV, y que a su vez cumplan con los requisitos del régimen acciones PyME de la BCBA.

8.2. Mercado de Deuda para Empresas

El programa *Mercado de Deuda para Empresas* (MDE) son convocatorias ocasionales de la Bolsa Mexicana de Valores (BMV) dirigidas para PyME, creado en el año 2001. Es una modalidad porque tiene como finalidad capacitar, mediante financiamientos a las empresas, para que se conviertan en candidatas para entrar al Mercado de Capitales mediante la emisión de deuda (Ernst y Young, s. f.), con el propósito que en el largo plazo puedan ser emisores de acciones (Ernst & Young, 2012, p. 7)

El programa está dirigido para preparar principalmente a empresas medianas (Ernst y Young, 2012), seleccionadas según ciertos criterios, para financiar la institucionalización e instalación de gobierno corporativo, a través de servicios profesionales, como auditorías, documentos en procesos, servicios jurídicos y finanzas corporativas. Además, se financian los sistemas de información (software y equipos informáticos), así como los costos de emisión, como la cuota a la BMV y a la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV). El programa también financia la calificación crediticia (*rating*) realizada por una calificadoradora de riesgo reconocida por la CNBV (Ernst y Young, p. 10).

El programa MDE es muy reglamentista, por cuanto tiene como requisitos: que las empresas deben estar en etapa de expansión (crecimiento) o en consolidación; deben tener deseos de institucionalizarse; intenciones de tener gobierno corporativo; que sean empresas constituidas en México; que no pertenezcan a una empresa que cotice en Bolsa; que tenga facturación entre 100 y 250 millones de pesos en el último año; contar con un historial de operaciones de al menos 3 años (demostrado con estados financieros dictaminados de al menos los últimos 3 años); tener 50 millones de pesos de capital contable; sin deudas fiscales ni crediticias y que no sean intermediarios financieros (Ernst y Young, 2012, p. 12). Las empresas deben cumplir con la estratificación de PyME definida por

la Secretaría de Economía; y, que tengan EBITDA⁹ positivo al menos en el último año (Endeavor, 2011).

Un Comité de Selección elegirá a las empresas que recibirán apoyo, y las empresas ganadoras de la convocatoria recibirán un monto a financiar hasta el 90% del costo del programa o hasta 10 millones de pesos (PMR Soluciones Integrales, 2014).

El programa se enfoca en la preparación y en la colocación, no en la permanencia de la empresa en la Bolsa (Ernst y Young, 2012, p. 9). Para la primera etapa la empresa debe contar con un equipo de asesores: asesores financieros, asesores de negocios, auditores independientes, asesores legales y asesores en impuestos. Para la colocación de la emisión, la empresa debe contar con agentes colocadores (Ernst y Young, 2012, pp. 28-29). Así, se puede ver una cierta semejanza del programa MDE con los mercados alternativos europeos de acciones y de deuda, que tienen asesor y proveedor de liquidez, que hacen también la función de agentes colocadores.

8.3. Mesa de Negociación

La *Mesa de Negociación* tiene su primera operación en febrero de 2005, es un mecanismo centralizado de negociación administrado por la Bolsa Boliviana de Valores (BBV), normado por el Reglamento Interno de la BBV, donde se realizan operaciones de compra y venta de pagarés directamente entre los inversionistas y las empresas emisoras en un espacio físico proporcionado por la Bolsa para el intercambio físico de dichos valores, denominado INTERVAL (usualmente en Mesa de Negociación, los pagarés son físicos), salvo que exista un acuerdo entre las partes para negociar fuera de Bolsa (SUDAVAL, 2006, pp. 1-2). Las operaciones en la Mesa de Negociación están destinadas generalmente a PyME, principalmente para capital de trabajo, y son a corto plazo.

⁹ EBITDA significa en inglés Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization (beneficio antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones).

Los pagarés son valores típicamente de deuda y es una promesa incondicional por parte del suscriptor (la empresa emisora) de pagar una suma determinada de dinero a su tenedor (el inversionista) en un determinado plazo (SUDAVAL, 2006). En el contrato se establecen todas las condiciones de un instrumento de deuda: monto (generalmente pequeño pero importante para la empresa); plazo (máximo 270 días); tasa de interés (fija o variable, alrededor del 7%); garantías (usualmente quirografarias, no obstante, existe también la posibilidad de otorgar garantías hipotecarias, prendarias o ser avalados por terceros) (Jara, 2009, p. 56); la fecha de emisión también está en el contrato y otras condiciones fijadas de acuerdo a las necesidades específicas del emisor, principalmente de acuerdo a su flujo de caja. El capital, así como los intereses, se pagan al vencimiento del plazo, por lo que pueden ser también emitidos a descuento. (Bolsa Boliviana de Valores, 2015).

Los *pagarés*, en la Mesa de Negociación se destacan con una particularidad no observada en otras modalidades, porque se contratan en un Margen de Endeudamiento: un tope máximo para permitir múltiples *pagarés*, similar a una línea de crédito bancaria. El Margen de Endeudamiento de la PyME podrá ser de hasta cuatro (4) veces su EBITDA (Bolsa Boliviana de Valores, 2015).

Algunos de los requisitos más importantes son: la empresa debe cumplir con la definición de Pequeña y/ó Mediana Empresa de acuerdo a la “Metodología de Estratificación PyME para el Mercado de Valores”, que entre otros parámetros establece que: la empresa debe tener menos de 100 trabajadores; pueden participar empresas con un nivel de ventas no superior a 1,5 millones de dólares; presentar estados financieros anuales auditados periódicamente; comunicar todo hecho o información relevante que pudiera afectar la posición jurídica, económica o la posición financiera de la empresa o la de sus valores inscritos; obligación financiera de mantener como mínimo (en pagarés) uno coma dos (1,2) veces el EBITDA dividido entre sus gastos financieros; contratar servicios con una Agencia de Bolsa o Estructurador PyME el asesoramiento, estructuración, elaboración

del prospecto y otros relacionados con la emisión; y elaborar un folleto de emisión (Jara, 2009, pp. 61, 62; SUDAVAL, 2006, p. 2; Bolsa Boliviana de Valores, 2015).

El monto máximo de la emisión no puede superar el 50% del capital pagado más reservas de la empresa emisora; se debe solicitar autorización para cada una de las emisiones. Las emisiones no necesariamente deben contar con una calificación de riesgo y los títulos pueden ser adquiridos por inversionistas privados y por los Fondos de Inversión (Jara, 2009, p. 61, 59; SUDAVAL, 2006, p. 2).

Para proteger a los inversionistas, la PyME desde el momento en que solicita ingresar a la BBV, se presenta ante el Fondo de Aval Bursátil, el cual avala hasta un 50% del capital no pagado de los valores de deuda emitidos (Banco de Desarrollo Productivo S.A.M., s. f.).

A continuación se observa, en el cuadro resumen N° 1, las características principales de las modalidades halladas de Bolsas de Valores para PyME, tanto en los países desarrollados como en algunos países latinoamericanos.

CUADRO N° 1. Características principales de las modalidades de Bolsas de Valores para PyME

Países desarrollados	Países latinoamericanos
EE.UU, Europa y Asia MERCADOS OVER THE COUNTER NASDAQ (EE.UU) Mercados electrónicos. Primer y Segundo Mercado. Negociación entre participantes	
EE.UU. Segundo Mercado "Original" AMEX American Stock Exchange Acciones. Reglas flexibles. Principalmente empresas medianas. Empresas en crecimiento.	Argentina DEPARTAMENTO PYME EN LA BOLSA Busca a las PyME. Asesoría y atención técnica, personalizada y gratuita. Instrumentos adaptados. Aval de Sociedades de Garantías Recíprocas. Transición al Primer Mercado

Inglaterra AIM Alternative Investment Market Acciones. Asesor. Mercados internacionales. Incentivos fiscales	México MERCADO DE DEUDA PARA EMPRESAS Programa, capacita con financiamiento para que se convierta en candidato. Deuda con vencimiento flexible. Empresas medianas.
España MAB Mercado Alternativo Bursátil Acciones. Asesor e Incentivo fiscal. Empresas en crecimiento. Dos subastas al día. Accionistas al menos un año.	Bolivia MESA DE NEGOCIACIÓN Pagaré. Margen de endeudamiento. Emisiones múltiples. Negociación entre participantes. Garantías quirografarias. Fondo de Aval Bursátil.
Europa MERCADOS ALTERNATIVOS DE DEUDA Deuda. Asesor. Mínimo de emisión. Inversionistas profesionales y minoristas. Calificación crediticia del emisor.	

FUENTE. Elaboración propia con base en las referencias bibliográficas consultadas.

9. Consideraciones finales

La Teoría de la Jerarquía Financiera (Pecking Order Theory), plantea que las PyME seguirán teniendo como principales fuentes de financiamiento los fondos autogenerados, seguidos de deuda y, en tercer lugar la emisión de recursos propios (acciones). Por lo tanto, según esta teoría, los Segundos Mercados más apropiados son aquellos que emiten deuda o instrumentos de renta fija (un término más general), así como lo ofrecen los Mercados Alternativos de Deuda europeos, el programa Mercado de Deuda para Empresas mexicano y la Mesa de Negociación Boliviana con el pagaré.

Si se plantease la posibilidad de Gremios de PyME¹⁰ para cotizar en el Primer Mercado, el instrumento más adecuado sería también la

¹⁰ Gremio de PyME: son empresas, pequeñas y/o medianas, de igual actividad económica y en igual territorio, que se unen a modo de gremio, para tener representación corporativa,

Renta Fija, porque en una agrupación de empresas no es sencilla la realización de empalmar cada uno de los estados de resultados para declarar un dividendo común para todas las empresas, por lo que emitir deuda es el mecanismo natural, en esta modalidad, sugerida por Gómez, Santos y Vinazco (2004), en Colombia, pero que aún no se ha implementado.

Según la Teoría del Equilibrio Estático de la Estructura de Capital, un equilibrio entre deuda y capital es lo más adecuado, pero es de menor importancia para las PyME que la Teoría de la Jerarquía Financiera según Ferrer y Tresierra (2009). Se halló un Mercado Alternativo europeo que tiene ambas opciones (emite deuda y emite acciones) y con características muy similares al *Alternative Investment Market* inglés, se trata del *Alternext* en Francia (Lamothe y Monjas, 2013; Pérez y Palacín, 2009); y en Argentina el *Departamento PyME en la Bolsa*, estaría ofreciendo también posibilidades de renta fija (con el Cheque de Pago Diferido y las Obligaciones Negociables) y de renta variable (con las Acciones-PyME).

La operación financiera emitir deuda o emitir acciones es el factor determinante para el diseño de un Segundo Mercado.

También la posibilidad de acceder a la Bolsa de Valores esta vinculado tradicionalmente con el tamaño de la empresa, y las empresas de mayor tamaño tienen generalmente una estructura administrativa y contable adecuada para garantizar información financiera (transparencia), por lo tanto el Segundo Mercado es adecuado para empresas medianas y éste es un requisito o una característica que se observa desde el Segundo Mercado más primogénito (a nuestra consideración), el AMEX (actualmente llamado NYSE MKT).

Se pueden considerar cuatro etapas en la vida de la empresa: semilla, *start-up*, crecimiento y consolidación (declive puede ser considerado también una etapa), las dos primeras etapas son consi-

como una empresa grande, y realizar decisiones conjuntas.

deradas tradicionalmente de alto riesgo, y generalmente tienen como fuente de financiamiento los recursos personales del emprendedor (también amigos y familiares) y el capital de riesgo; mientras que en el crecimiento y la consolidación tradicionalmente las PyME acuden al financiamiento bancario y pueden optar, con cultura financiera, al financiamiento en el mercado de capitales.

Es aconsejable el diseño de un Segundo Mercado para empresas en crecimiento, para generar mayor interés en los inversionistas a través de la ganancia de capital (plusvalía) cuando la empresa logra el tamaño y la capitalización para cotizar en el Primer Mercado. Característico de Segundos Mercados con el requisito de que es para empresas en crecimiento están el AMEX (EEUU) y el Mercado Alternativo Bursátil (España), Bolsas de Valores emisoras de acciones para financiar PyME. Pero pueden existir excepciones a esta consideración general, muy recientemente se ha creado una Bolsa de Valores para Startups y Emprendedores denominada *Startup Stock Exchange* (SSX), el 17 de junio de 2012 hace su primera Oferta Pública Inicial, actualmente hay más de 40 países (Startup Stock Exchange, 2014).

Aunque lo planteado anteriormente es si existe la posibilidad del diseño del Segundo Mercado por una institución privada o por el Estado, también podría existir la posibilidad de que el empresario elija la modalidad de su preferencia. Si la modalidad es elegida por el empresario se puede observar (en esta investigación) que los mercados *Over The Counter*, aunque son los más desarrollados del mundo, han sido más difíciles de implementar fuera de los EEUU, pues el NASDAQ, y su rápido crecimiento y éxito, no logró los mismos resultados a posteriori en Europa, a través del EASDAQ y el Euro.NM, ni en los OTC de Asia. Los mercados *Over The Counter* han sido exitosos en países anglosajones.

Por otra parte, se sugieren los Mercados Alternativos de Deuda, lo más contemporáneo, porque además de la figura del asesor, que garantiza la adecuada información de la PyME a la Bolsa; tiene como requisito un monto mínimo de emisión, que garantiza el tamaño

de la empresa; tienen la exigencia de la calificación crediticia del emisor (*rating*) por una Agencia Calificadora de Riesgo; y todos están destinados a inversionistas profesionales, que son las instituciones de inversión capaces de asumir mayores riesgos, aunque también pueden participar los inversionistas minoritarios, no profesionales, a excepción del MARF (España) que es sólo para profesionales.

Otra consideración general para diseñar un Segundo Mercado es buscar alternativas para disminuir la divulgación de información financiera (revelación). Una de las principales razones para no salir a cotizar al Mercado de Capitales es el suministro de información (Hernández, 2007, p. 74; Junco y Pérez, 2013; Mori, 2000). Varias modalidades han atenuado la *aversión a la transparencia* muy observada en las PyME presentando la Sociedad de Garantía Recíproca (Argentina), el Fondo de Aval Bursátil (Bolivia), las Sociedades Calificadoras de Riesgo (Mercados Alternativos de Deuda europeos); y los Asesores (en los mercados alternativos europeos), que garantizan con su reputación la presentación en el mercado de empresas poco conocidas. Los inversionistas disminuyen la exigencia de información, se genera confianza en la empresa y estas disminuyen la cantidad de revelación pública de información porque participan los “intermediarios” mencionados, que asumen el riesgo y no la empresa.

Se recomienda educación financiera para las PyME de manera que comprendan la necesidad de suministrar información, porque revelación es un principio fundamental de las finanzas; preparar, para las empresas candidatas, gobiernos corporativos, con empresas desarrolladas en lo administrativo y lo contable. Por parte del Segundo Mercado, disminuir los costos de revelar información y flexibilidad; estos requerimientos fueron características del AMEX para cotizar empresas que no cumplieran con las exigencias del NYSE. Otras modalidades han implementado algunos de estos requisitos.

Es necesario incentivos fiscales, tanto para las PyME como para los inversionistas, como se aplica en el *Alternext*, en el MAB y sobre todo en el AIM. La fiscalidad es una medida efectiva para potenciar cualquier

otra modalidad de Segundo Mercado. El Estado tradicionalmente ejerce un doble rol, como promotor y regulador de la actividad empresarial; y uno de los medios es promover el Segundo Mercado, cuando es una fuente de financiamiento no tradicional, y el medio más efectivo es a través del alivio del impuesto. Para las empresas potencialmente emisoras, sería un estímulo contar con la posibilidad de reducir o exonerar la cuota impositiva para el primer año de la emisión, como existe en el AIM. Se considera también, como otra posibilidad complementaria, reducir o exonerar impuestos en el año que se realice una Oferta Pública de Suscripción (OPS) para aquellas que, estando ya en el Segundo Mercado, deseen ampliar su capital a través de emisiones en el mismo Segundo Mercado, de manera de incentivar la misma fuente de financiamiento. Para que estos incentivos tengan efecto, deben ser legalmente permanentes y divulgados. Por otra parte, para poder llevar a cabo estas medidas tributarias, las empresas deben ser fiscalizadas, y someterse a los costos de revelar información contable.

Moral, citado en Cano, García y Guardado (2008, p. 22), considera propuestas muy efectivas dirigidas a los inversionistas para potenciar las virtudes del MAB, pero que son aplicables a cualquier otra modalidad de Segundo Mercado, pues plantea: reducir o exonerar a los inversionistas en los impuestos a los dividendos y a las ganancias de capital; en aquellos que invierten en forma estable (no especulativa); aquellos que reinviertan en estos mercados, y en aquellos casos de traspasos de valores de una generación a otra, entre otras consideraciones.

10. Bibliografía

- ADVFN.com (2007). AMEX. Recuperado marzo, 21, 2015, de <http://www.advfn.com/amex/americanstockexchange.asp>
- Alba, A. y Remolina, N. (2010). Segundo mercado: balance y propuestas para su profundización desde la perspectiva de las pequeñas y medianas empresas. *Análisis*, N° 1 (diciembre 2010), 321-355.

- Andrade Guerrón, S. (2006). *El mercado de valores como alternativa de financiamiento para la pequeña y mediana empresa (pyme) en Ecuador*. Tesis de grado. Escuela Politécnica Nacional, Quito.
- Aranda F., Martínez R. y Corona J. (1989). *El Segundo Mercado: una fuente de financiación para la pyme*. España: Romanya - Valls, S.A.
- Asyngier, R. y Curie-Sklodowska, M. (2013). NewConnect in comparison with multilateral trading facilities in Europe. Irregularities in the functioning of the polish mtf market. *Proceedings of 2013 International Conference on Technology Innovation and Industrial Management*. 29-31 May 2013, Phuket, Thailand. Recuperado octubre, 11, 2014, de http://www.toknowpress.net/ISBN/978-961-6914-07-9/papers/S1_38-54.pdf
- Banco de Desarrollo Productivo S.A.M. (s. f.) *Fondo de Aval Bursátil para PyME-FA*. Recuperado febrero, 15, 2015, de http://www.bdp.cpm.bo/es/fondo_aval.php.
- BCBA departamento PyME (2015). *Cheque de pago diferido*. Recuperado abril, 21, 2015, de http://www.bcba.sba.com.ar/PyME/instrumentos_PyME.php
- Bolsa Boliviana de Valores (2015). *Mesa de Negociación PyME*. Recuperado abril, 30, 2015, de <https://www.bbv.com.bo/mesa>
- Burghof, H. y Hunger, A. (2004). THE NEUER MARKT: AN (OVERLY) RISKY ASSET OF GERMANY'S FINANCIAL SYSTEM, in Giancarlo Giudici, Peter Roosenboom (ed.) *The Rise and Fall of Europe's New Stock Markets. Advances in Financial Economics*, Volume 10, Emerald Group Publishing Limited, pp.295 - 327.
- Cano Martínez, D., García Mora, A. y Guardado Rodríguez, M. (2008). MAB: impulso al tejido económico y productivo español. *Bolsa*, 4º Trimestre de 2008, 18 - 28.

- Carvajal, I. y Monroy Mora, W. (2011). *Preparación de las PyME para el ingreso al mercado de capitales*. Recuperado octubre, 4, 2011, de <http://www.amvcolombia.org.co/attachments/data/20111228193101.pdf>
- elEconomist.es (2014). *Así son los mercados alternativos de La 'City' y EEUU*. Recuperado marzo, 31, 2015, de <http://www.eleconomista.mobi/mercados-cotizaciones/noticias/5989359/08/14/Asi-son-los-mercados-alternativos-de-La-City-y-EEUU.html>
- Endeavor (2011). *Convocatoria Mercado de deuda para empresas*. Recuperado abril, 26, 2015, de <http://www2.esmas.com/emprendedor/noticias/293088/convocatoria-mercado-deuda-empresas/>
- Ernst y Young (2012). *Programa de mercado de deuda para empresas medianas. ¿Cómo prepararse para la emisión de deuda o capital como financiamiento de crecimiento?* Recuperado abril, 29, 2015, de [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Programa_Mercado_de_Deuda_para_Empresas_Medianas_2012/\\$FILE/Ernst%20%20Young%20-%20Programa%20de%20mercado%20de%20deuda%20para%20empresas%20medianas.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Programa_Mercado_de_Deuda_para_Empresas_Medianas_2012/$FILE/Ernst%20%20Young%20-%20Programa%20de%20mercado%20de%20deuda%20para%20empresas%20medianas.pdf)
- Ernst & Young (s. f.). *Mercado de deuda para empresas*. Recuperado abril, 23, 2015, de http://www.hollandlaw.nl/MX/es/Services/Strategic-GrowthMarkets/Mercado_deuda_empresas
- Ferrer, M. y Tresierra T. (2009). Las PyME y las teorías modernas sobre estructura de capital. *Ensayo, compendium*, 22 (julio 2009), 65-83.
- Gerakos, J.; Lang, M. y Maffett, M. (2012). Listing Choices and Self-Regulation: The Experience of the AIM. Recuperado marzo, 20, 2015, de <http://accounting.uwaterloo.ca/SAF/Documents/GLM%205-12-1.pdf>

- Gómez, C.; Santos, C. y Vinazco, L. (2004). *El mercado de capitales como fuente de financiamiento para las PyME del sector de confecciones de la ciudad Santiago de Cali*. Trabajo del décimo semestre de Contaduría Pública no publicado. Universidad de San Buenaventura, Colombia.
- González, M. A., Lárez, A. R. y Medina, H. J. (2002). *El mercado de capitales como alternativa de financiamiento para la pequeña y mediana empresa (PyME) en Venezuela*. Universidad Nacional Experimental Simón Rodríguez. Núcleo Palo Verde, Caracas.
- Hernández Blázquez, B. (2007). Naturaleza y figuras del Mercado Alternativo Bursátil (MAB). *Acta*, 46, 67-74.
- Hernando Sarriá-Pedraza, J. y Ramos-Juste, J. (2013). *MARF: Oportunidad para PyME y perspectiva para inversores*, AXEXOR IEB WP 2013-1013.
- Inversionario (2011a). *¿Qué es el bulletin board market?*. Recuperado marzo, 17, 2015, de <http://inversionario.com/2011/04/que-es-el-bulletin-board-market/>
- Inversionario (2011b). *¿Qué es el mercado extrabursátil, o el OTC Market (Over the Counter)?*. Recuperado, marzo, 17, 2015, de <http://inversionario.com/2011/04/que-es-el-mercado-extrabursatil-o-el-otc-market-over-the-counter/>
- Inversionario (2012). *¿Qué son los Pink Sheets en la bolsa de valores*. Recuperado marzo, 17, 2015, de <http://inversionario.com/2012/01/que-son-los-pink-sheets/>
- Jara Rodríguez, O. (2009). *El mercado de valores como alternativa de financiamiento para las MYPES*. Tesis de grado. Universidad Mayor de San Andrés, Bolivia.
- Jiménez-Méndez, E. (2013). El mercado bursátil y las cooperativas. *Cooperativismo & Desarrollo*, 21 (102), 7-26.

- Junco Ramírez, L. (2011). *El Mercado Alternativo Bursátil. Una fuente de financiamiento para las Pequeñas y Medianas Empresas (PyME) del municipio Libertador del estado Mérida*. Tesis de Maestría. Universidad de Los Andes, Mérida, Venezuela..
- Junco Ramírez, L. y Pérez Araujo, V. (2013). Mercado alternativo bursátil: una fuente de financiamiento para las PyME del municipio Libertador del estado Mérida. *Visión Gerencial*, 12 (2) (julio-diciembre 2013), 325-343.
- Kaszuba, Stanisław (2010). Prospects for the Future Growth of the NewConnect Stock Market, *Equilibrium*, 2 (5), 117-126.
- labolsa.com (10 de agosto de 2001). *EASDAQ: el embrión de NASDAQ EUROPE*. Recuperado marzo, 24, 2008, de www.labolsa.com/canales/385/
- Lamothe Fernández, P. y Monjas Barroso, M. (2013). Mercados alternativos de deuda para la financiación de la pyme: análisis, perspectivas y propuestas. *ICE. Crisis y reforma regulatoria del sistema financiero en la UE*, 874 (Septiembre-Octubre 2013), pp.135-146.
- Lee, B.; Rui, O. & Wang, S. (2004). Information transmission between the NASDAQ and Asian Second Board Markets. *Journal of Banking & Finance*, 28 (7) (July, 2004), 1637-1670.
- Lerner, C. (2015). *Bienvenidos BCBA*. Recuperado abril, 21, 2015, de <http://www.bcba.sba.com.ar/PyME/PyME.php>
- London Stock Exchange AIM (2007). *AIM-Meet the market*. Recuperado marzo, 31, 2015, de <http://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/aim/publications/webcast/spanish-transcript.pdf>
- Martínez, R. (2001). El Segundo Mercado. En Sánchez Fernández, J., *Curso de bolsa y mercados financieros*, 349-381, España: Ariel S. A.

- Mochon Morcillo, F. e Isidro Aparicio, R. (1995). *Diccionario de términos financieros y de inversión*. España: McGraw-Hill.
- Money-Zine.com (2015). NYSE MKT (Formerly the American Stock Exchange). Recuperado marzo, 21, 2015, de <http://www.money-zine.com/investing/stocks/american-stock-exchange/>
- Mori (2000). *SMEs ´ Attitudes to Social Responsibility*. January-February.
- Pérez Araujo, V. y Junco Ramírez, L. (2012). *El Mercado Alternativo Bursátil y la economía. Solución a la crisis de crédito*. Berlín: Editorial Académica Española.
- Pérez López, C. y Palacín Sánchez, J. (2009). ¿Por qué cotizar en los mercados bursátiles para PyME en Europa?. *Estrategia Financiera*, N° 263 (Julio-Agosto 2009), 48-57.
- PMR Soluciones Integrales (2014). *Financiamiento para Empresas Medianas*. Recuperado abril, 25, 2015, de <http://pmr-solucionesintegrales.com/financiamiento-para-empresas-medianas/>
- Posner, E. (2005). Sources of Institutional Change: The Supranational Origins of Europe's New Stock Markets. *World Politics*, 58 (1) (October 2005), 1-40.
- Randal, D. (2008). El abecé de los mercados extrabursátiles. *Finanzas & Desarrollo*, 45 (2) (junio de 2008), 34-35.
- Revest, V. y Sapio, A. (2012). Financing technology-based small firms in Europe: what do we know?. *Small Business Economics*, 39 (1) (July 2012), 179-205.
- Sánchez Galán, J. (2008). El Mercado Alternativo Bursátil (MAB): el Mercado de las PYME. *Estrategia Financiera*, 251, 64-68.
- Startup Stock Exchange (2014). Recuperado mayo, 5, 2015, de <https://www.startup.sx/>

- SUDAVAL (2006). Mesa de Negociación. *Boletín Informativo*, 8 (3) (junio 2006), 1-2.
- Terrel, E. (2013). *History of the American and NASDAQ Stock Exchanges*. The Library of Congress. Business Reference Services. Recuperado marzo, 21, 2015, de <http://www.loc.gov/rr/business/amex/amex.html>
- Tse, Y. & Devos, E. (2004). Trading costs, investor recognition and market response: An analysis of firms that move from the Amex (Nasdaq) to Nasdaq (Amex). *Journal of Banking & Finance*, 28 (1) (January, 2004), 63-83.
- Venture Law Corporation (2010). *Listing Requirements of the American Stock Exchange - NYSE-Amex*. Recuperado marzo, 20, 2015, de http://www.venturelawcorp.com/listing_requirements_amex.html
- Vismara, S; Peleari, S. y Ritter, J. (2012). Europe's Second Markets for Small Companies. *European Financial Management*, 18 (3) (June 2012), 352-388.