

El mercado bursátil y las cooperativas

Edgar Ricardo Jiménez-Méndez*

Resumen

El mercado bursátil, en la medida que mejora su desarrollo en Colombia, permite el acceso a una mayor cantidad de actores; hecho que hoy es evidente. De esta manera, la posibilidad que tienen hoy sociedades cooperativas o medianas empresas, es mayor. El documento presenta una de las posibilidades de acceso que pueden ser generadas en el país para acceder al mercado primario. En este sentido, el mercado alternativo bursátil se convierte en una herramienta eficaz que ha mostrado resultados en Europa y, dada la similitud de una gran cantidad de empresas en Colombia, se considera esta como una posibilidad que vale la pena tener en cuenta.

Este estudio da a conocer el funcionamiento de los mercados alternativos bursátiles de países industrializados como España, Inglaterra y Francia, con el fin de hacer un paralelo con Colombia y dejar como tema de debate la posibilidad de lograr consolidar un esquema similar en el país.

Palabras clave: bolsa de valores, cooperativas, financiación mercado alternativo bursátil.

The Stock Market and Cooperatives

Abstract

It is now apparent that the stock market, as it has continued to develop in Colombia, offers access to a greater number of participants. Accordingly, cooperative societies and medium-sized enterprises have more opportunities. This document presents one of the options for accessing the primary market in Colombia. In this sense, the alternative stock market becomes an effective tool that has demonstrated results in Europe, and given the similarity to a great number of Colombian companies, it is an option that is worth keeping in mind.

This study shows how alternative stock markets function in industrialized countries such as Spain, England and France, in order to draw a parallel with Colombia, and stimulate debate around the possibility of consolidating a similar model in Colombia.

Keywords: stock exchange, cooperatives, alternative stock market financing.

O mercado da Bolsa e as cooperativas

Resumo

O mercado da Bolsa, na medida em que melhora seu desenvolvimento na Colômbia, permite o acesso a uma maior quantidade de atores; fato que hoje é evidente. Dessa maneira, a possibilidade que sociedades cooperativas ou médias empresas têm hoje é maior. Este documento apresenta uma das possibilidades de acesso que podem ser geradas no país para aceder o mercado primário. Nesse sentido, o mercado alternativo da Bolsa se converte em uma ferramenta eficaz que vem mostrando resultados na Europa e, dada a similitude de uma grande quantidade de empresas na Colômbia, considera-se esta como uma possibilidade que vale a pena considerar.

Neste estudo, dá-se a conhecer o funcionamento dos mercados alternativos da Bolsa de países industrializados como a Espanha, a Inglaterra e a França, a fim de fazer um paralelo com a Colômbia e deixar como tema de debate a possibilidade de conseguir consolidar um esquema similar no país.

Palavras-chave: bolsa de valores, cooperativas, financiamento, mercado alternativo da Bolsa.

* Magíster en Creación y Dirección de Empresas, Universidad Antonio de Nebrija, España. Especialista en Finanzas, Universidad de los Andes, Colombia. Profesor asociado de la Universidad Jorge Tadeo Lozano.

Correos electrónicos:

dgarr.jimenezm@utadeo.edu.co,
edgar_ricardo_jimenez@hotmail.com

Recibido: 30 de septiembre del 2012

Aprobado: 28 de junio del 2013

Cómo citar este artículo: Jiménez-Méndez, E. R. (2013). El mercado bursátil y las cooperativas. *Cooperativismo & Desarrollo*, 21(102), 7-26.

Introducción

El fuerte crecimiento que viene registrando el mercado de valores en Colombia, hecho particularmente explicado por los montos transados en acciones, permite considerar que este grado de desarrollo abre las puertas a nuevas posibilidades de canalización de recursos, particularmente hacia empresas que tradicionalmente no han formado parte de este mundo por considerarlo de acceso exclusivo a grandes capitales.

Al darse este avance en la cultura bursátil, vale la pena tener en cuenta que si bien los empresarios están abiertos a escuchar y evaluar otras opciones de financiación, también es verdad que el entregar participación a terceros no es un hecho fácil de concretar, y mucho menos ceder el control de una compañía por pequeña que esta sea. En este sentido, parte de la tarea que se viene haciendo en Colombia al democratizar una gran cantidad de compañías de amplio reconocimiento como Ecopetrol, Empresa de Telecomunicaciones de Bogotá, ISA o Grupo Aval, ha abierto la mente de una gran cantidad de ciudadanos y empresarios hacia las inversiones de esta clase, al tener seguridad en los emisores, aunque, más que eso, al entender de una mejor manera el funcionamiento básico del sistema financiero con un efecto directo en la confianza.

Los programas de vinculación de empresas al mercado colombiano de acciones vienen mostrando que la bolsa es un espacio en el que pueden participar más agentes de los que se encuentran actualmente, haciendo que los requisitos sean bastante flexibles y se procure el acceso de compañías dirigidas por empresarios con ideas novedosas que generen atracción sobre los inversionistas. Vale la pena destacar que el programa Colombia Capital es un espacio que se ha creado con este fin y, para citar un ejemplo desde el sector cooperativo, Colanta, con 9.124 asociados, 5.044 empleados y activos por 567 mil millones de pesos, forma parte del programa y ha dado pasos que evidencian su interés por contar con alternativas de financiación adicionales y que puede encontrar acudiendo al mercado bursátil mediante la emisión de títulos valores.

Así, entender mejor el mercado bursátil —que antes era realmente desconocido y atribuido sólo a “expertos”— permite ahora que nuevas ofertas públicas de acciones, o incluso de deuda de firmas con un menor nivel de reconocimiento de marca, puedan llegar a ser exitosas. En términos generales, este documento hará especial énfasis en la figura del mercado alternativo bursátil, y en cómo su diseño e implementación

supera de manera teórica lo que en la actualidad se conoce como *segundo* o *mercado balcón*.

De esta manera, en la primera parte del documento se hará un breve análisis de las sociedades cooperativas colombianas y su actual estructura financiera. La idea es considerar qué tan razonable puede resultar para una cooperativa acudir al mercado primario de capitales para financiar su operación o, eventualmente, planes puntuales de expansión, obviamente sin dejar de lado los bancos, que siguen siendo una de las principales alternativas para obtener recursos.

Basados en los contenidos anteriores se llega a las conclusiones, en las cuales se pretende básicamente determinar el potencial de que la idea planteada llegue a materializarse y, más allá de eso, a modelarse de tal manera que pueda ser implementada en economías con un grado de avance y estructura similares a las de Colombia.

Finalmente, se resalta que el objetivo del presente documento es mostrar la posibilidad de contar en Colombia con un mecanismo de financiación que dé paso a empresas cooperativas, hecho que permitiría el acceso al mercado bursátil a firmas de mediano tamaño.

Importancia de las empresas cooperativas en la economía colombiana

Indudablemente para la economía global las empresas son el elemento fundamental que permite la generación de empleo y la producción de bienes y servicios necesarios para consolidar el desarrollo social. En este sentido, el cooperativismo ha surgido como una alternativa que, sustentada en sus principios básicos, viene logrando grandes avances, siendo ejemplo de un modelo empresarial que, como su nombre lo indica, es el resultado de la unión de un conjunto de esfuerzos.

Actualidad de las cooperativas en Colombia

El desarrollo que ha registrado el país durante la última década ha permitido un evidente repunte en las cifras y los indicadores económicos. En este sentido, las cooperativas han marchado a igual ritmo y, con corte a diciembre del 2011, en una muestra de 5.176 cooperativas ya se contaba en conjunto con activos por 22 billones de pesos, y patrimonio equivalente a 9,3 billones. Los resultados también han sido favorables y la utilidad consolidada del 2011 para las empresas que

reportan información a la Superintendencia Solidaria de Colombia fue, en conjunto, de 455 mil millones de pesos, cifra nada despreciable si se tiene en cuenta que esta cifra equivale a cerca del 50% de las utilidades netas del banco más grande del país. De manera similar, se alcanza un total de 5,8 millones de asociados y una generación de empleos directos cercana a los 100 mil trabajadores.

Para entender un poco mejor la situación actual de las cooperativas, vale la pena hacer una clasificación de su tamaño de acuerdo con los parámetros de micro, pequeña, mediana y gran empresa establecidos por el gobierno nacional. En Colombia, según el artículo 2 de la Ley 590 de 2000 —y hasta que no se reglamente el artículo 43 de la Ley 1450 de junio 16 de 2011, ley que estableció el Plan Nacional de Desarrollo del actual gobierno para los años 2010 a 2014— los parámetros vigentes para clasificar las pequeñas y medianas empresas según su tamaño son los establecidos en la Ley 905 de 2004, en la que se clasifican las empresas por tamaño y se establece que estas deben cumplir obligatoriamente con al menos los dos criterios (activos y plana de personal) que se indican a continuación para cada categoría, con cifras expresadas en pesos colombianos:

- *Microempresa.* Planta de personal no superior a los diez (10) trabajadores y activos totales excluida la vivienda por valor inferior a quinientos (500) salarios mínimos mensuales legales vigentes.
- *Pequeña empresa.* Activos totales por valor entre quinientos uno (501) y menos de cinco mil (5.000) salarios mínimos mensuales legales vigentes (\$283.350.000 a \$2.833.500.000) para el 2012 y planta de personal entre once (11) y cincuenta (50) trabajadores.
- *Mediana empresa.* Activos totales por valor entre cinco mil uno (5.001) a treinta mil (30.000) salarios mínimos mensuales legales vigentes (\$2.833.500.000 a \$17.001.000.000 para el 2012) o planta de personal entre cincuenta y uno (51) y doscientos (200) trabajadores.
- *Gran empresa.* Planta de personal superior a los doscientos (200) trabajadores y activos totales superiores a treinta mil (30.000) salarios mínimos mensuales legales vigentes.

De acuerdo con la parametrización anterior, y tomando como referencia la base de datos de la Superintendencia de la Economía Solidaria, se procedió a

clasificar las cooperativas de acuerdo con lo establecido en la Ley 905 de 2004.

Con el fin de evaluar las empresas según su dimensión, estas se agruparon de acuerdo con el valor de sus activos. El objetivo de realizar este análisis ha sido el de identificarlas por su tamaño, como se muestra en la tabla 1.

Tabla 1. Cooperativas colombianas

Criterio Ley 905 de 2004	Rango de activos (miles de pesos)		Cantidad
Microempresa	0	283.350	2.281
Pequeña empresa	283.917	2.833.500	2.049
Mediana empresa	2.833.500	17.001.000	635
Gran empresa	17.001.000	Mayor...	211
Total			5.176

Fuente: elaboración propia con datos de la Superintendencia de la Economía Solidaria

Según la clasificación anterior, y ajustado a lo establecido en la Ley 905 de 2004, el 44% de las cooperativas colombianas son microempresas, mientras el 40% se ubica en el rango de pequeñas empresas, lo que permite deducir que el 84% de las cooperativas legalmente establecidas en el país son microempresas o medianas empresas que, para la muestra seleccionada, equivale a 4.230 firmas.

Por otro lado, se encontró que dentro del gremio también se pueden ubicar cooperativas con niveles de activos que las clasifican como medianas o grandes empresas. Así, dentro de la muestra objeto de análisis se tienen 635 que se clasifican como medianas empresas, y 211 como grandes empresas al superar los 17.000 mil millones de pesos en el valor de sus activos.

¿Cómo se financian cooperativas pequeñas y medianas empresas en Colombia?

Según el último informe de resultados de la Gran Encuesta Pyme¹ del segundo semestre del 2011, elaborado por la Asociación Nacional de Instituciones Financieras (ANIF), en asocio con el Banco Interamericano de Desarrollo (BID), el Banco de la República y el Banco de Comercio Exterior de Colombia (Bancoldex), en los sectores de industria y servicios, el porcentaje de solicitudes de crédito al sistema financiero (46% y 45%,

1. El grupo objetivo de esta encuesta son empresas que cuentan con activos totales entre los 283 y los 17.001 millones de pesos. El tamaño de la muestra es de 1.545 empresas (datos de la ANIF).

respectivamente) no presentó variaciones significativas en el primer semestre del 2011 con relación al primero del 2010. Sin embargo, con relación a años anteriores sí hubo un incremento, ya que los porcentajes fueron del 44% para el sector industrial y 43% para el de servicios.

El sector que evidencia un sustancial crecimiento en la demanda de crédito es el sector comercio, que pasó de un 38% en el primer semestre del 2010, a un 43% en el mismo periodo del 2011. Adicionalmente, el informe da a conocer que las tasas de aprobación no presentan cambios por destacar con relación a años anteriores y que estas bordean entre el 93% en el sector industrial y el 97% en el sector comercio.

En términos generales se destaca que la mayoría de las empresas colombianas se financian por medio de créditos bancarios que regularmente tienden a ser cancelados en el corto plazo (tabla 2). De manera similar, la financiación por medio de proveedores tiende a ser un hecho usual en el día a día de los negocios.

En cuanto a las cooperativas, el escenario resulta ser bastante similar al de las empresas privadas tradicionales, en las que son preferidas las alternativas de financiación de corto plazo. Las cifras disponibles con corte a marzo 31 del 2012 revelan que la estructura del pasivo en un 73% concentra pago con plazos inferiores a un año, como se observa en la figura 1. Vale la pena destacar que —hablando de la estructura de la cuenta

de patrimonio o de pasivo externo— los aportes de los asociados se constituyen en uno de los pilares fundamentales sobre los cuales descansa la estructura financiera de las cooperativas.

Por su parte, es un hecho que en las alternativas de financiación vía mercado de capitales (largo plazo) en las que se encuentra como intermediaria la Bolsa de Valores, no se observa la presencia de compañías del sector cooperativo, pese a que han existido algunos acercamientos, muy seguramente por falta de información, o precisamente por que los empresarios o directivos de las compañías tienen información errada acerca del mercado de valores.

Actualidad del mercado de valores en Colombia

El mercado de valores en Colombia ha registrado un significativo crecimiento, particularmente en lo que hace referencia a la renta variable. Si bien es cierto que el movimiento bursátil de este país suramericano aun depende en mayor medida de las transacciones con papeles de renta fija denominados TES,² el incremento y atractivo por el mercado de acciones es una de las tareas hechas por mostrar. De esta manera resulta importante destacar que hace 10 años, justamente en los inicios de la Bolsa de Valores de Colombia, las operaciones de compra-venta de acciones apenas alcanzaban los 1.000 millones de pesos diarios y hoy reportan cifras medias cercanas a los 200.000 mil millones de pesos es decir que se ha logrado multiplicar el valor transaccional medio diario en cerca de 200 veces.

Claramente, la entrada en el mercado público de valores de Ecopetrol —la mayor empresa petrolera del país, que ocupa el puesto 12 por capitalización bursátil entre todas las firmas del sector en el mundo superando a Repsol y Occidental—, con su emisión de acciones en el 2007, ha generado un gran dinamismo en los volúmenes transaccionales, a lo que se agrega su ingreso en el mercado de Estados Unidos, con los American Depositary Receipts (ADR)³, a los que se puede sumar

Tabla 2. Maneras de financiación de las empresas colombiana

Cuenta	Participación (%)
Proveedores	17
Obligaciones financieras CP	26
Impuestos	5
Costos y gastos	4
Otros CP	12
Otros LP	15
Obligaciones financieras LP	20

Fuente: Superintendencia de Sociedades

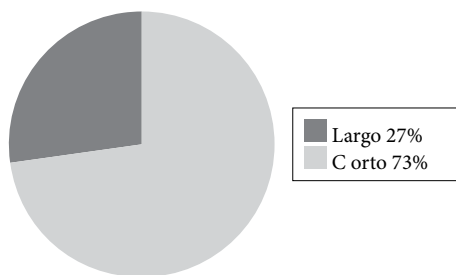


Figura 1. Financiación de las cooperativas colombianas

Fuente: elaboración propia con datos de la Supersolidaria a marzo 31 de 2012

2. Un TES es un bono de deuda pública interna de Colombia, normalmente denominado en pesos colombianos. Estos títulos, además de ser los más transados en la Bolsa de Valores, son el principal instrumento financiero usado por el gobierno para financiar el gasto.

3. Un ADR es un certificado negociable que representa la propiedad de un número específico de acciones de una compañía no estadounidense. Es emitido y controlado por un banco depositario (Estados Unidos) contra las acciones depositadas en otro país. Se utiliza para facilitar las transacciones de ese tipo de acciones en los mercados estadounidenses y agilizar la transferencia de una acción fuera de los Estados Unidos. Un ADR está

los que ya venían circulando de Bancolombia, el banco más grande del país que viene haciendo su expansión internacional con éxito en Centroamérica.

Mercado alternativo bursátil

Los mercados alternativos bursátiles son un modelo de financiación cuyo objetivo general es el de permitir el acceso a recursos de largo plazo mediante el mercado de bolsa a medianas y pequeñas empresas que tengan un plan de negocio convincente para los potenciales inversionistas, y que estén en pleno funcionamiento con la necesidad de crecer.

Con el fin de aclarar algunos de los puntos en contra de entrar en bolsa, vale la pena destacar un estudio publicado en el libro *Empresas familiares y bolsa*, editado en el 2005 por la Fundación de Estudios Bursátiles y Financieros, en uno de cuyos capítulos los autores Joseph Tapies y Laura Reinoso presentan conclusiones que —en términos generales— desmitifican frente a los empresarios las creencias relacionadas con la pérdida del control de la compañía o divulgación de información. En este sentido, los autores afirman que:

[...] durante el periodo de estudio, la pérdida de confidencialidad no era un motivo para que las empresas familiares no entraran a bolsa. Con el ingreso a la bolsa, las empresas familiares que cotizaban en el periodo estudiado no perdieron el control accionario y finalmente las empresas familiares tienen políticas de endeudamiento similares a las empresas no familiares.

Luego de reconocer que listarse en bolsa no tiene necesariamente las connotaciones negativas que tradicionalmente son uno de los principales argumentos para no acudir a esta fuente de financiación, resulta importante mencionar cómo los mercados alternativos bursátiles han contribuido con el crecimiento de empresas en funcionamiento basadas en un acertado plan de negocios.

Experiencias con el mercado alternativo bursátil

Teniendo en cuenta la creciente necesidad de capital de los empresarios y el potencial de negocio que esto representa, los mercados alternativos bursátiles vienen siendo una herramienta usada por las bolsas de valores

para acercar las pequeñas y medianas empresas a sus puertas. Si bien es cierto que la dinámica global aun no es la ideal, el crecimiento que vienen reportando estos en años recientes deja evidencia del atractivo y la validez del modelo.

Como se observa en la tabla 3, con el Alternative Investment Market (AIM), el Reino Unido lleva la ventaja en el uso y la implementación de este mecanismo, hecho explicado en buena medida por la experiencia con la que cuenta, al iniciar operaciones en 1995 y haberse mantenido de manera sostenida desde entonces. Así, una gran cantidad de opciones de inversión en cuanto a sectores y tamaño de las empresas ha permitido que este negocio crezca y hoy sea un referente a seguir. Este ha sido replicado por países como España, donde lentamente se ven buenos resultados con nuevas compañías que, gracias al capital recaudado, se muestran como una oportunidad de inversión para agentes superavitarios de capital.

Tabla 3. Mercados alternativos vigentes

País	Nombre	No. compañías	Año de creación
Reino Unido	AIM	1.117	1995
Reino Unido	Plus	220	2005
Francia	Alternext	186	2005
China	Growth Enterprise Market	178	2003
Suecia, Islandia y Finlandia	First Nort	144	2005
Suecia	Altie Target	95	2007
Italia	Expandi	39	2005
Irlanda	IEX	31	2005
España	MAB	23	2008
Dinamarca	Dansk AMP	6	1998

Fuente: Universidad de Alcalá y cálculos propios actualizado el 5 de junio del 2012

Reino Unido – Alternative Investment Market (AIM)

Por su tamaño, antigüedad y relevancia en el entorno financiero internacional, y particularmente europeo, el AIM se ha tomado como punto de partida para citar experiencias exitosas en este sentido. El AIM es un submercado de la Bolsa de Londres que inició operaciones en 1995, y, según cifras de la entidad, más de 2.200 empresas han captado casi 24.000 millones de libras. Este mercado permite a las compañías de mediano y pequeño tamaño acceder a los mercados bursátiles vía emisión

denominado en dólares, se comercia en el mercado estadounidense y es considerado legalmente como un valor de ese país.

de acciones logrando con esto colocar y mantener en circulación su capital en un marco regulatorio más flexible que para el resto de las compañías del mercado principal.

Como se puede observar en la figura 2, en sus inicios casi la totalidad de las firmas que formaban parte de este mercado tenían su sede en el Reino Unido; sin embargo, con el paso del tiempo, y gracias al éxito que se dio con las primeras compañías en salir a bolsa, hoy se observa cómo cerca del 20% de estas son extranjeras.

De manera similar, tanto los volúmenes de negociación como la capitalización bursátil se han visto fortalecidos con las nuevas compañías que han entrado a formar parte de AIM (ver anexo 1). No obstante, como se puede ver en la figura 3, el tamaño de las firmas medido por su capitalización bursátil mostró un fuerte descenso en el 2008 por razones basadas en la severa crisis financiera internacional que, como es obvio, se ve reflejada en todos los ámbitos del medio económico y a la que claramente no es ajeno el mercado alternativo bursátil.

Pese a lo anterior, para el 2012 se da un retorno hacia niveles bastante cercanos a los máximos históricos, hecho que muestra a este como un negocio de alta correlación con su similar primer mercado y que resulta una buena opción incluso para pequeños inversionistas. Vale la pena aclarar en la figura 3 que el monto transado para

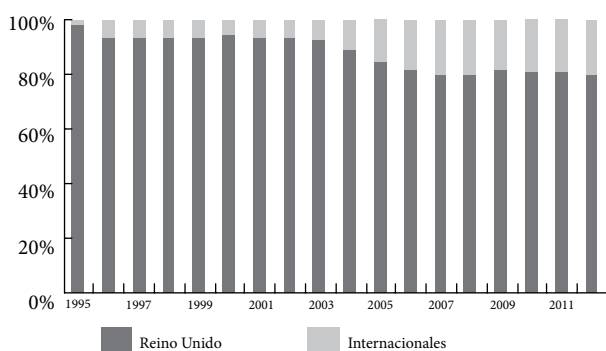


Figura 2. Mercado alternativo bursátil

Fuente: Alternative Investment Market

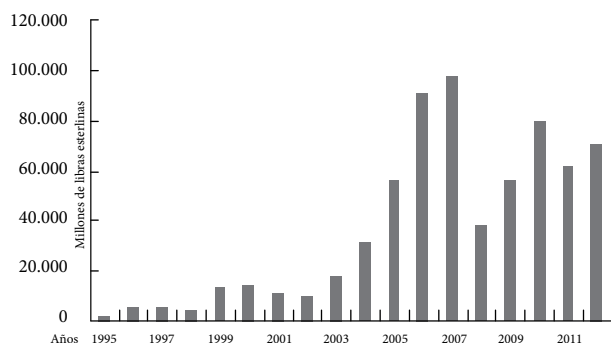


Figura 3. AIM capitalización del mercado y AIM monto transado

Fuente: Alternative Investment Market

el 2012 está contabilizado sólo hasta abril, razón por la cual claramente será muy superior para el fin de año.

España – mercado alternativo bursátil (MAB)

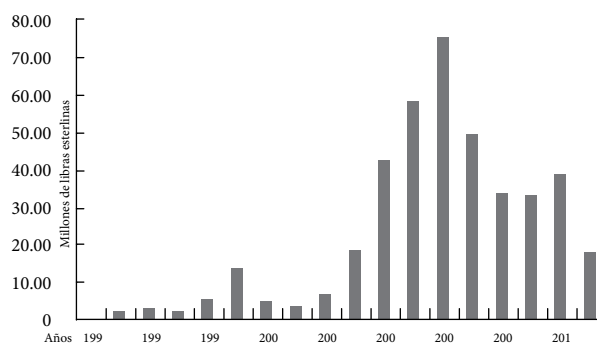
En España, el MAB surge en marzo del 2008 como un mecanismo que pretende ofrecer a los inversionistas el acceso al capital de pequeñas empresas que cuentan con planes de negocio prometedores en diversos sectores de la economía. En el presente documento se hace especial énfasis en este modelo, ya que se considera que por tamaño y cantidad de compañías inscritas se puede acercar bastante a la realidad de lo que sucede en Colombia o cualquier país latinoamericano semejante.

Una experiencia similar del pasado y que sigue vigente es el Latibex, índice que replica el comportamiento de algunas empresas latinoamericanas que han decidido incursionar en el mercado de valores europeo como vía para hacer presencia, lograr reconocimiento y considerar la posibilidad de realizar emisiones de papeles de renta variable en el mercado primario.

Lograr buena financiación siempre será una de las tareas que tenga en mente el empresario, así dese el acceso al crédito bancario hasta la incursión en mercados de capitales internacionales, siempre serán objeto de estudio por parte de los emprendedores. Si bien es cierto que existen algunas restricciones para lograr recursos, la entrada en mercados como el Latibex o el ingreso a un mercado alternativo bursátil tiende a impulsar de manera significativa el desempeño de una empresa.

Datos generales del MAB de España

- Desde el 2009 hasta abril del 2012 se han inscrito 23 compañías. Ver el listado completo en el anexo 3.
- El MAB está abierto tanto a empresas latinoamericanas, caso Latibex, como a empresas de la Unión Europea.



- Los conceptos de empresa familiar y empresa cotizada no son excluyentes.
- Regulación a la medida, es decir que el MAB está especialmente hecho para las pequeñas y medianas empresas, y tiene el respaldo de Bolsas y Mercados Españoles (BME), regulado y supervisado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Ventajas para la empresa

Las ventajas de este mercado para las empresas no distan mucho de las que este ofrecería en cualquier país del mundo, las cuales son:

- Visibilidad – Presencia en Road Shows.
- Ventajas con proveedores y clientes.
- Se dispone de una valoración continua de la compañía a precios de mercado, dato que le da a la empresa una referencia de su posible precio de venta, si es el caso.
- Facilita el acceso a la financiación, menores tasas de interés con el banco o sistema, mejor negociación con proveedores, nuevos clientes.
- Mayor disciplina corporativa.
- Posibilidad de realizar ampliaciones de capital o hacer intercambios de participaciones con otras empresas.

Ventajas para el inversionista

- Mayor heterogeneidad sectorial: desde compañías recicladoras, hasta productoras de cine pasando por agencias inmobiliarias.
- Es un sistema multilateral de negociación que está autorregulado.
- Posibilidad de contar con incentivos tributarios para quienes inviertan en estas firmas. En España la Generalitat de Cataluña favorece fiscalmente las compañías y los inversionistas. Ver anexo 6 con las referencias frente a las deducciones de impuestos vigentes para el MAB.
- Liquidez a los accionistas.

Requisitos generales

- Ser una empresa activa, es decir que esté vendiendo o en operación.
- Tener un plan de negocio convincente.
- Ser Sociedad Anónima.

- Contar con asesor registrado, quien acompañará a la empresa en todo el proceso y, si es el caso, reconocer que aún no se está listo.
- Contar con un proveedor con liquidez, esto es, un intermediario o profesional del mercado de valores que ayuda la firma a salir a bolsa. En Colombia aplican las comisionistas de bolsa o corporaciones financieras, incluso firmas dedicadas a la banca de inversión pueden formar parte del esquema.
- Tener como mínimo 2 millones de euros en manos del público, es decir el valor de la emisión primaria.
- Aplicar las Normas Internacionales de Contabilidad.
- Tener un valor de mercado de entre cuatro y ocho millones de euros.
- Tener un gobierno corporativo.

Comparativo del MAB español con el primer mercado de acciones de Colombia

Los criterios de pequeña o mediana empresa se ajustan bien en el MAB, ya que al realizar una comparación simple con la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) (ver tabla 3), se observa que las 37 compañías clasificadas dentro del criterio de alta y media bursatilidad del país suramericano equivalen a casi 1.000 veces el valor de mercado de las 23 firmas listadas en el MAB (ver anexo 3).

Adicionalmente, se encontró que dentro de las firmas de alta liquidez del mercado colombiano, las de menor tamaño coinciden con las de mayor tamaño en el MAB, es decir que se cumple con el principio básico de los mercados alternativos bursátiles, que es el de procurar un crecimiento en las firmas, de tal manera que, luego de lograr un mayor tamaño, logren formar parte del primer mercado. Lo mismo puede suceder en sentido contrario, y es que aquellas compañías que no sostengan su crecimiento y cuya liquidez no corresponda a los estándares del primer mercado, tengan la posibilidad de acceder a capital dentro de las condiciones de una alternativa como el MAB.

Tabla 3. Cuadro comparativo por tamaño MAB-BVC

Criterio	MAB	BVC*
Capitalización bursátil (CB)	221,1	209.771
Compañía de mayor CB	30,6	99.615
Compañía de menor CB	0,6	20
Monto transado	0,06	47
Número de transacciones	38	2.423

* Cifras en millones de euros. Datos de la negociación del 3 de junio del 2012 para cada mercado.

Fuente: MAB y BVC, cálculos propios

Tamaño de las compañías en los MAB de Reino Unido, Francia y España

Con el fin de dimensionar el tamaño de las firmas que forman parte de los MAB, en este apartado se realizará un análisis de dicho tamaño, medido con cifras de capitalización bursátil, con el fin de evaluar qué tan parecido en tamaño o qué tan lejos pueden estar las firmas colombianas respecto a las europeas, sin que esto quiera decir que si las firmas colombianas no tienen el tamaño de una firma europea, no se pueda llevar a cabo la incursión en un mercado internacional en el medio local, sino con el fin de probar una hipótesis previa que llevaba a considerar que una gran cantidad de empresas colombianas que no se encuentran listadas en bolsa tienen tamaños incluso superiores a las listadas en Europa.

Como se puede ver en la figura 4, al analizar las cifras del AIM se encontró que el 57% de las empresas inscritas en él, cuenta con 25 millones de libras o menos de capitalización bursátil (equivalentes a cerca de 30 millones de euros), lo que indica que realmente este es un mecanismo que hace especial énfasis en empresas de tamaño pequeño y mediano. Al hacer un comparativo con las firmas colombianas listadas en bolsa, es claro que solamente una o dos empresas de las de menor tamaño cabrían en el rango antes mencionado, lo que deja claro que los MAB medidos a partir del de mayor tamaño del mundo, realmente permiten el acceso a firmas que en promedio cuentan con un valor de mercado de 10 millones de euros.

Siguiendo con los mercados representativos de este modelo y por tamaño, se destaca el francés, denominado Alternext, que opera de acuerdo con un esquema y una plataforma similares a los de la Bolsa de Nueva York, en la cual se observa una característica similar a la inglesa en relación con el tamaño de las compañías.

Según lo que se puede ver en la figura 5, se tiene que la mayoría de las empresas listadas en este centro de negociación tiene una capitalización bursátil inferior a los 25 millones de euros, lo que es equivalente a cerca de 30.000 millones de pesos colombianos, cifra que superan la mayoría de las firmas del primer mercado en este país latinoamericano.

Por su parte, al evaluar el mercado español, se tiene que las compañías que lo integran resultan ser de menor tamaño por capitalización bursátil, como se observa en la figura 6. Hoy en día se tiene que la mayoría de las empresas inscritas tienen una dimensión inferior

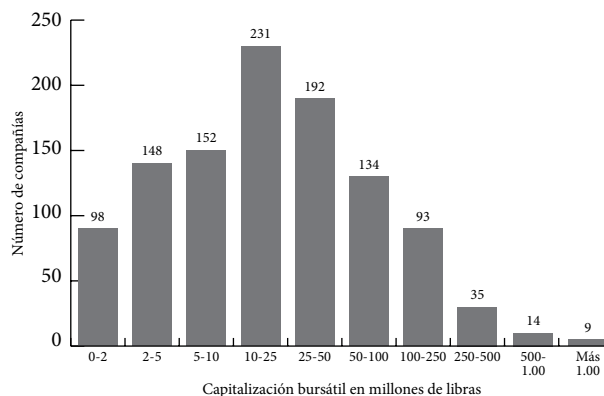


Figura 4. Distribución de compañías inscritas en AIM por capitalización bursátil

Fuente: AIM con datos de abril del 2012

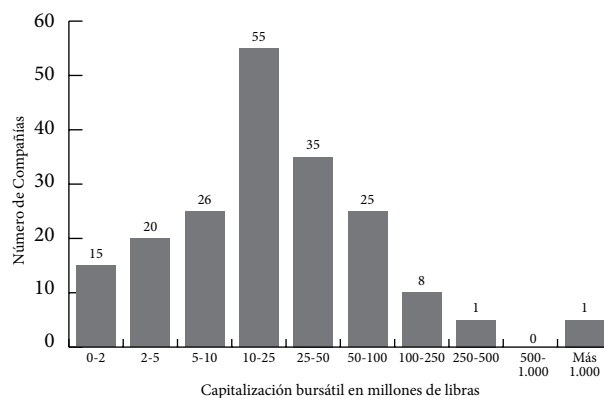


Figura 5. Distribución de compañías inscritas en Alternext por capitalización bursátil

Fuente: Alternext con datos del 5 de junio del 2012

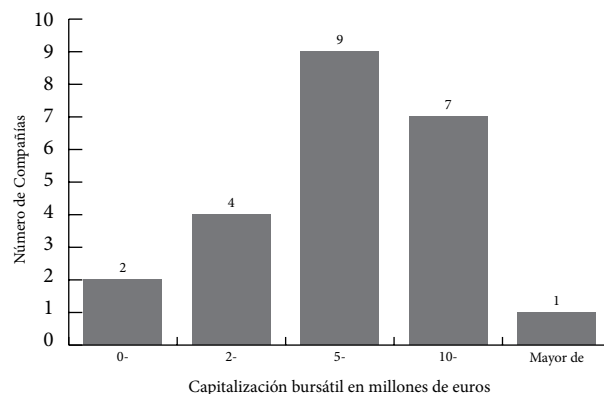


Figura 6. Distribución de compañías inscritas en MAB España por capitalización bursátil

Fuente: Alternext con datos del 5 de junio del 2012

a los 9 millones de euros, lo que equivale a aproximadamente 11.000 millones de pesos colombianos, valor que habitualmente no hace referencia a una empresa familiar en Colombia, pero que sí se acerca de manera importante a lo que es hoy una gran cantidad de

negocios formales que cuentan con un patrimonio similar a dicha cifra y con planes de negocio exitosos, como se verá más adelante.

Se considera que un valor patrimonial de una firma que se acerque a los 10.000 millones de pesos puede ser una buena candidata para ser parte de un mercado alternativo en Colombia, garantizando incluso una liquidez razonable para su mercado secundario.

Número de empresas colombianas y cooperativas con características similares a las listadas en los mercados alternativos de Europa

Para realizar este análisis se partió de las cifras ya enunciadas del tamaño de las empresas que forman parte de los mercados alternativos bursátiles en Europa, y se tomó como base el punto de concentración de la mayoría de las firmas, que está entre los 5 y los 15 millones de euros en capitalización bursátil. Con esta base, el primer paso fue buscar dentro de las empresas colombianas —y luego dentro de las sociedades cooperativas— cuántas cumplirían con la condición de contar con un total de activos o de patrimonio que se ajustara a una cifra dentro del rango antes mencionado.

Con el fin de establecer un primer punto de comparación entre las empresas listadas en los MAB, y las potenciales firmas colombianas —sean cooperativas, sociedades anónimas o limitadas— que podrían formar parte de este mercado alternativo bursátil (ver tabla 4), en primer lugar se tomó la base de datos de sociedades comerciales de 27.198 firmas, tomada de la Superintendencia de Sociedades de Colombia, y se estimó el número de empresas que cuentan con un total de activos equivalente al rango ubicado entre los 5 y los 15 millones de euros, y se encontró que 3.357 empresas, esto es el 12% del total de la muestra, se encuentran en este renglón.

Tabla 4. Empresas colombianas registradas en la Superintendencia de Sociedades

Activos totales en euros	Cantidad de empresas
De 0 a 5.000.000	21.454
De 5.000.000 a 15.000.000	3.357
More	2.387
Total	27.198

Fuente: Superintendencia de Sociedades de Colombia

De manera similar se realizó el análisis para las cooperativas, y dentro del rango de empresas que pueden ser muy similares a las firmas europeas que cotizan

en bolsa en los mercados alternativos bursátiles, se observa que, por rango de activos, 185 entidades se ubican en este intervalo (ver tabla 5).

Sabiendo lo anterior, se tiene que Colombia cuenta con un elevado potencial de compañías de diversos sectores de la economía que son en principio candidatas a ser evaluadas para considerar la posibilidad de acceder a recursos por medio del mercado público de valores. Si bien la oferta de sectores no es tan diversa, sí es cierto que compañías como inmobiliarias, de comercio, construcción y venta de automóviles, podrían formar parte del portafolio de inversionistas interesados.

Tabla 5. Cooperativas colombianas registradas en la Superintendencia de la Economía Solidaria

Activos totales*	Cantidad de cooperativas
De 0 a 11.500	4.885
De 11.500 a 34.500	185
More	106
Total	5.176

*Cifras en millones de pesos colombianos

Fuente: Superintendencia de la Economía Solidaria

Con el fin de hacer el análisis más estricto, en vez de tomar los activos totales se decidió evaluar el valor del patrimonio (ver tabla 6), y se encontró que aunque el número de empresas fue menor, un total de 1.881 sociedades anónimas y limitadas clasificaron dentro del rango de los 5 a los 15 millones de euros, cifra que de todas maneras resulta ser bastante significativa dentro de la muestra que se viene trabajando en este documento, y que es equivalente ahora al 7% del total de las empresas analizadas.

Tabla 6. Empresas colombianas registradas en la Superintendencia de Sociedades

Patrimonio total en euros	Cantidad de empresas
De 0 a 5.000.000	23.941
De 5.000.000 a 15.000.000	1.881
More	1.376
Total	27.198

Fuente: Superintendencia de Sociedades

Siguiendo la misma estructura, se realizó el análisis para las sociedades cooperativas, entre las cuales 100 firmas se ubican dentro del rango establecido, y 7 más superan incluso esta cifra, como se muestra en la tabla 7. Si bien es cierto que al comparar esta cantidad de cooperativas con las sociedades anónimas o

limitadas, es menor, también es cierto que el sector solidario en Colombia cuenta con entidades que, desde el punto de vista financiero y comercial, guardan bastantes similitudes con compañías europeas de mediano tamaño listadas en bolsa y que cuentan con la posibilidad de financiar proyectos mediante la emisión de títulos valores en el mercado.

Tabla 7. Cooperativas colombianas registradas en la Superintendencia de la Economía Solidaria

Patrimonio total*	Cantidad de cooperativas
De 0 a 11.500	5.069
De 11.500 a 34.500	100
Mayores	7
Total	5.176

*Cifras en millones de pesos colombianos

Fuente: Superintendencia de la Economía Solidaria

Programa Colombia Capital de la Bolsa de Valores de Colombia

El programa Colombia Capital nació en el 2005 gracias a un convenio establecido entre el Banco Interamericano de Desarrollo (BID), la Bolsa de Valores de Colombia y algunas entidades locales tanto privadas como públicas, con el objetivo de mejorar la cultura y profundidad del mercado bursátil. Aunque dicho acuerdo finalizó en diciembre del 2010, la Bolsa lo ha mantenido activo ya que cuenta con los elementos que se han venido creando para propiciar un entorno bursátil más activo.

Dentro de las características del programa que apoyan al empresario en su proceso de acercamiento al mercado de valores se encuentran:

- Una oficina dentro de la Bolsa que atiende las inquietudes y orienta a los empresarios interesados en entrar al primer mercado.
- Un listado de asesores legales, comisionistas de bolsa y bancas de inversión que cuentan con personal que conoce del tema y pueden servir de intermediarios en la colocación de los títulos en el mercado secundario.

Se destaca que empresas de amplio recorrido y gran tamaño como Alpina, Ingenio Riopaila, Hoteles Estelar, Lácteos Alquería y Biomax, se encuentran dentro del grupo de posibles emisores de valores, particularmente de acciones.

Se reconoce que aunque la idea es buena, aun siendo un primer mercado, carece de un elemento clave para lo que puede ser un segundo mercado, y es el proveedor de liquidez. En Colombia, y en cualquier parte del mundo, dado el grado de desarrollo del mercado, resulta indispensable que un activo que salga a circular cuente con la liquidez necesaria para que el inversionista salga del activo que ha comprado si así lo considera.

Enseñanzas que pueden extraerse

Tanto de las experiencias como de los modelos vistos es posible extraer aspectos relevantes de cada una de ellos. En este sentido, si bien es cierto que los segundos mercados bursátiles han surgido dentro de la historia como una opción interesante, se observa que la tendencia mundial hoy se dirige más hacia los mercados alternativos que hacia el segundo mercado.

Se debe valorar, motivar, estimular y apoyar el interés de los directivos de algunas sociedades cooperativas que ven en el mercado bursátil una oportunidad de acceder a liquidez, hecho que, sin duda, puede verse reflejado en un mayor dinamismo y crecimiento del sector.

La figura del proveedor de liquidez dentro del modelo de un mercado alternativo bursátil —ya sea para papeles de renta fija o de renta variable— es fundamental, ya que esa es la base que permite ofrecer a los inversionistas la posibilidad de convertir los títulos en dinero, de manera fácil. Siendo así, este es uno de los elementos que debe proporcionar el mercado a todos aquellos interesados en realizar inversiones de esta clase.

Dentro de lo observado en experiencias similares alrededor del mundo y en Colombia, se resalta que el acompañamiento es clave y un asesor registrado que pueda cumplir con esta función resulta determinante para que el proceso de una colocación de acciones sea exitoso. Si bien es cierto que realizar esta clase de asesorías de manera individual usualmente resulta ser costoso, se propone que la Bolsa de Valores de Colombia cuente con esta clase de mecanismo para pequeñas empresas, como sucede con el programa Colombia Capital hoy vigente y que cumple con esta tarea para grandes compañías.

Por otro lado, se encuentra una alternativa que puede contribuir de manera significativa con el impulso del mercado, y es la creación de beneficios tributarios para inversionistas que decidan participar y dirigir

sus recursos hacia la compra de activos que permitan la financiación de pequeñas y medianas empresas.

Aproximación al diseño de un modelo de financiación en bolsa para empresas colombianas

Según lo observado en cada una de las experiencias, se considera que lo más razonable para la actualidad que vive el mercado de capitales en Colombia, es la generación de un mercado alternativo bursátil que dé acceso a firmas de mediano tamaño o sociedades cooperativas que eventualmente tengan pequeñas variaciones de acuerdo con lo visto a partir del modelo general.

Si bien es cierto que la normatividad vigente en Colombia para el segundo mercado establece algunos requisitos similares a los de un mercado alternativo, se destaca que están ausentes elementos clave como el asesor registrado y el proveedor de liquidez, además de un mecanismo de incentivos tributarios a la inversión en empresas. Para lograr esto último se deberá aclarar, por ejemplo, si los incentivos tributarios de orden nacional⁴ vigentes para la inversión en acciones del primer mercado serían aplicables al segundo mercado, tema que muy seguramente, de darse, contribuiría de manera significativa con el crecimiento del mercado de renta variable.

En este orden de ideas, el modelo de un mercado alternativo bursátil colombiano deberá ser útil tanto en el diseño, la estructuración y la colocación de las emisiones, como en el acceso a la liquidez en el mercado secundario por parte de los inversionistas, ya sean personas naturales o jurídicas.

El modelo que se considera viable tiene como base los principios generales mencionados para los mercados alternativos bursátiles inglés y español, con las consideraciones que se analizan en los siguientes apartados.

El papel de la Bolsa de Valores de Colombia

La Bolsa de Valores de Colombia se considera como el vehículo ideal para que asesore y lleve de la mano a los empresarios en sus primeras etapas cuando piensen en

la posibilidad de lograr financiación por parte del mercado bursátil. La existencia actual del programa Colombia Capital —que fue creado justamente para atraer nuevos emisores al mercado de valores— permite considerar que se evalúe la posibilidad de integrar a este la llegada de un nuevo segmento de empresas de baja capitalización bursátil en los términos mencionados en el apartado “Mercado alternativo bursátil” de este documento. En consecuencia, ha de ser la Bolsa de Valores de Colombia la que defina en su primera etapa el potencial que tenga la empresa de obtener o no financiación por medio del mercado de valores.

Asesor al empresario

Luego de obtener un visto bueno de la Bolsa de Valores, se pasaría a una nueva etapa en la que, de manera formal, la empresa debe contratar un “asesor al empresario”, que es una comisionista de bolsa, banco, corporación financiera o firma de banca de inversión que determine de manera puntual el potencial y atractivo que se observe entre el mercado frente a la nueva empresa y su posibilidad de acceder a esta clase de financiación. Estas ya existen y se han originado justamente en la creación del programa Colombia Capital, así que parte del camino ya está recorrido. La competencia misma por colocar estas emisiones puede generar mejores precios en sus servicios.

Proveedor de liquidez

El éxito del proceso requiere de manera obligatoria que los inversionistas cuenten con la posibilidad, si lo desean, de vender sus títulos en cualquier momento a precios de mercado. Este se considera como el eje fundamental del modelo, ya que ante la ausencia de tal mecanismo todo el modelo carecería de validez. Se puede usar un esquema de *Market Makers*, experiencia que ya se ha tenido en Colombia, particularmente en el caso de la emisión primaria de acciones privilegiadas de la Empresa de Telecomunicaciones de Bogotá.

Esta experiencia se fundamentó en que un comisionista de bolsa se encargó de comprar y vender las acciones de quienes estaban interesados en negociarlas. Para esto, se tomó una parte significativa, esto es el 6,8% del total de la emisión, y se entregó a este agente de liquidez, quien se encargó de movilizar los recursos y finalizó su labor de manera exitosa luego de que las acciones lentamente lograron una adecuada bursatilidad en el mercado secundario.

4. Según lo establecido en la Ley 633/2000 los beneficios tributarios relacionados con la inversión en acciones se aplican tanto a ingresos como a patrimonio. El 100% de la utilidad obtenida en la negociación de esta clase de activos se considera como ingreso no constitutivo de renta ni ganancia ocasional siempre y cuando las operaciones no superen el 10% de las acciones en circulación de la compañía.

Beneficios tributarios

La propuesta y creación de una ley en el Congreso de Colombia que establezca los parámetros generales en cuanto a los beneficios que podrían proponerse para inversionistas que decidan tomar esta como una alternativa de negocio, es una variable adicional que vale la pena explorar, ya que de ser lograda sería esta una de las buenas razones que impulsaría el crecimiento de este mercado.

También se puede considerar la posibilidad de crear incentivos en cuanto a impuestos distritales o municipales⁵ que abarcan un limitado espacio territorial, pero que también pueden resultar significativos para empresas cuyo domicilio social sea una determinada ciudad.

Menores requerimientos en cuanto a patrimonio y número de accionistas

Como se ha observado en este documento, el objetivo es lograr un modelo que canalice recursos del mercado bursátil hacia empresas que no cuentan con la posibilidad de hacerlo con los requisitos actuales, pero que pueden encontrarse cerca de hacerlo.

Según lo establecido por el artículo 1.3.3.2. del Reglamento General de la Bolsa de Valores de Colombia, para la inscripción de acciones y bonos convertibles en acciones (Boceas) en la Bolsa, el emisor deberá acreditar, además de los requisitos que exigen la ley y el presente reglamento, el cumplimiento de ciertos requisitos especiales, teniendo en cuenta que, pensando en un mercado alternativo bursátil, estos pueden ser modificados para dar acceso a empresas con menores recursos. Dichos requisitos son los siguientes:

- Que por lo menos el diez por ciento (10%) del total de las acciones en circulación del emisor estén en poder de personas distintas a aquellas que conforman un mismo beneficiario real. En este punto se sugiere que no necesariamente sea el 10% un porcentaje obligatorio, ya que buen parte de las

empresas son familiares, tienen pocos accionistas o propietarios.

- Que el emisor tenga como mínimo cien (100) accionistas. En línea con lo anterior, claramente 100 accionistas no son el número habitual de socios de incluso una mediana empresa, pues la tradición familiar de las empresas en Colombia no tiene como hecho común una participación de accionistas de tal magnitud y justamente la entrada al mercado de valores es el hecho que permitiría aumentar el número de socios de la empresa.

Contabilidad internacional

En Colombia aún no existe la obligación de contar con contabilidad internacional, pero esta resulta indispensable para armonizar los estándares de presentación de información, teniendo en cuenta que existe la posibilidad de contar con inversionistas externos o internacionales. Legalmente esto en Colombia será un hecho de manera obligatoria a partir del 2014, iniciando pruebas en el 2013.

Gobierno corporativo

Con el objetivo de brindar confianza a los inversionistas, el compromiso de implementar códigos de buen gobierno resulta ser un requisito indispensable dentro de la propuesta. Contar con este elemento permitirá que inversionistas de gran tamaño, como los fondos de pensiones, también consideren y cuenten con la posibilidad de entrar en empresas listadas en un mercado alternativo o en compañías de mediano tamaño diferentes a las tradicionales.

Aplicabilidad del modelo presentado

Teniendo en cuenta la realidad empresarial colombiana y el marco legal vigente en el que este desarrollo habría de producirse, se considera bastante viable que se materialice la propuesta por las siguientes razones:

- Durante los últimos 10 años el mercado colombiano de valores ha registrado un significativo avance en lo que a renta variable se refiere. La entrada a bolsa de Ecopetrol generó un crecimiento por destacar en cuanto a liquidez, y le dio un mayor reconocimiento al mercado entre la población. Esto ha generado un mayor acercamiento del público al mercado y el paso siguiente es que los empresarios

5. La legislación tributaria en Colombia establece la obligación de declarar y pagar impuestos de orden nacional, departamental y municipal. De esta manera, se pagan impuestos como el IVA, que van a las arcas de la nación, pero también existen los de orden municipal, que son cancelados de manera local; un ejemplo de estos es el impuesto de industria y comercio que se paga en Bogotá tomando como base gravable la totalidad de los ingresos de la persona ya sea natural o jurídica y a esta se le aplica una tarifa establecida por el Concejo de Bogotá.

manifiesten su confianza abriendo sus empresas y considerando lograr la financiación por medio de instrumentos financieros alternos a los tradicionales. Justamente en este punto el acceso de diversas formas societarias abre el espacio a las cooperativas para que vean en el mercado bursátil una fuente de recursos alternativa a las tradicionales que permita apalancar la base de los aportes de los asociados y con esto se logre un mayor bienestar social.

- En línea con lo anterior, es necesario reconocer que la cultura bursátil aún está en proceso de crecimiento y una de las barreras que deben ser superadas es justamente el conocimiento claro de los empresarios de lo que esta significa, y las ventajas que ofrece el mercado de valores a sus empresas. Dado el perfil del empresario colombiano, es muy probable que de darse la posibilidad de financiar de manera exitosa un par de empresas por medio de un mercado alternativo bursátil, las demás acudan a la Bolsa a consultar qué deben hacer para lograr captar capital.
- Según el estudio realizado tomando como base las 27.198 empresas colombianas, se encontró que 1.881 de ellas cuenta con un patrimonio entre los 5 y los 15 millones de euros, cifra que permite pensar que hay una base empresarial que puede ser objeto de financiación por medio de un mercado de valores alternativo, haciendo énfasis particular en las acciones. Esto se justifica en el análisis realizado para los mercados alternativos del Reino Unido, España y Francia, donde la mayoría de las compañías que integran estos justamente tienen una media de capitalización bursátil muy cercana a los 10 millones de euros.
- De manera similar, y guardadas las proporciones, dentro de las sociedades cooperativas se encontró que aunque el número es menor a las sociedades limitadas y anónimas, existe un elevado potencial que perfectamente puede contribuir con una gran cantidad de empresas para que formen parte de un mercado alternativo en bolsa. Puntualmente por nivel de activos, 185 cooperativas tienen un valor bastante similar al de empresas europeas que cotizan en un mercado alternativo bursátil y que el valor patrimonial de 100 cooperativas también deja ver que son firmas con un buen tamaño que pueden generar la confianza de los inversionistas, quienes estarían dispuestos a entregar sus recursos a una entidad sería que les pueda retribuir su dinero de mejor manera que otras opciones dentro del sector

financiero, al tiempo que contribuyen con la expansión de un negocio con administración cooperativa.

Conclusiones

- Es claro que la necesidad de contar con alternativas de financiación es cada vez mayor, y la posibilidad de generar opciones complementarias a las tradicionales como el crédito bancario son bienvenidos y con seguridad serán evaluadas tanto por inversionistas como por agentes deficitarios, quienes finalmente decidirán si estas les convienen o no.
- En el mundo se han diseñado modelos que brindan la posibilidad a pequeños empresarios de acceder a recursos de manera diferente al tradicional crédito bancario. Se ha experimentado con los segundos mercados o mercado balcón y los mercados alternativos bursátiles. Estos últimos reportan un mayor nivel de éxito y se considera que son un buen referente para aplicar en mercados que tengan un grado razonable de desarrollo, pero que a su vez carezcan de herramientas que faciliten el acceso de pequeñas empresas a la Bolsa de Valores.
- El modelo de los MAB en cuanto a tamaño se ajusta perfectamente a los lineamientos de lo que es una pequeña empresa. En este sentido, vale la pena destacar que el tamaño de las empresas en lo de mayor tamaño es habitualmente inferior a los 30 millones de euros, cifra que aunque puede ser considerada elevada para el medio colombiano, únicamente ratifica lo efectivo del modelo y la réplica que se puede hacer a menor escala, el hecho de decir *menor* no significa que el valor de las empresas en Colombia es bajo, y se encuentra un significativo potencial de estas que puede formar parte de un mercado de renta variable para la pequeña y mediana empresa.
- Dentro de la estructura empresarial colombiana se observa que una gran cantidad de sociedades cooperativas, anónimas y limitadas, cuentan con la fortaleza patrimonial y la estructura financiera, lo cual amerita un estudio a profundidad que permita evaluar la viabilidad de que dichas empresas entren en el mercado bursátil para lograr la financiación de grandes proyectos de expansión que potencien el objeto social y permitan el crecimiento que en conjunto llevan a estimar mejores resultados que los actuales.
- Dentro de los elementos fundamentales del modelo está el proveedor de liquidez —que garantice movilidad de los títulos en el mercado secundario— y

el agente financiero que asesore la compañía en la evaluación de su posible salida a bolsa. Vale la pena considerar la asesoría directa de la Bolsa de Valores, que permita minimizar los costos totales del estudio y de la misma emisión. Sin la presencia activa de los anteriores elementos, el modelo carece de validez.

- De acuerdo con experiencias en los mercados alternativos bursátiles, se estima de manera preliminar que en Colombia puede tener un efecto positivo su implementación gracias a los desarrollos logrados en la Bolsa de Valores, particularmente en lo que se refiere a renta variable y a la presencia de algunas características necesarias para su implementación. De esta manera el conocimiento público que hay del mercado y la necesidad de contar con herramientas adicionales de inversión y financiación hacen que esta sea una buena oportunidad de considerar la implementación de esta clase de iniciativas.
- De completarse los propósitos planteados en los puntos anteriores, se considera que la idea cuenta con una elevada probabilidad de éxito.
- Al evaluar una muestra de 27.198 empresas seleccionadas de la base de datos de la Superintendencia de Sociedades de Colombia, se encontró que 3.357 empresas están en el rango de activos entre los 5 y los 15 millones de euros, y, al hacer el mismo cálculo usando el patrimonio, se encontró que 1.881 firmas cumplen con este criterio. Lo anterior permite concluir que en Colombia existen empresas que pueden formar parte de un mercado alternativo bursátil que contaría con compañías de tamaño similar a las que

se encuentran hoy en el MAB de España, e incluso de Francia.

- Teniendo en cuenta que dentro de la investigación se encontró que los datos del tamaño de las empresas en Colombia clasifican las microempresas y pequeñas empresas en un rango bastante bajo, se considera que un modelo como el propuesto se ajusta más a las medianas empresas por una razón simple que es la liquidez que pueda tener la emisión en el mercado secundario. Una colocación de bajo tamaño difícilmente contará o se le podrá dar una bursatilidad adecuada.

Referencias

- Bolsa de Londres – Alternative Investment Market. Recuperado de <http://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/aim/aim/aim.htm>
- Bolsa de Valores de Colombia. Recuperado de www.bvc.com.co
- Bolsa Nacional de Valores – Costa Rica. Recuperado de <http://www.bolsacr.com/>
- Bolsas y Mercados Españoles. Recuperado de http://www.bolsasymercados.es/mab/esp/emp_expansion/incentivos.htm
- Colombia Capital. Recuperado de <http://www.colombiacapital.com.co>
- Mariño, T. (2010) [3-4-2012]: El crédito y la financiación alternativa: MAB [en línea], Recuperado de <http://www.youtube.com/watch?v=7YgIzzVrt8w>
- Superintendencia de Sociedades de Colombia. Recuperado de www.supersociedades.gov.co

Anexo 1

Evolución del mercado alternativo bursátil del Reino Unido

Año	No. compañías Reino Unido	No. compañías internacionales	Total compañías	Capitalización bursátil*	Monto transado*
1995	118	3	121	2.382	270
1996	235	17	252	5.299	1.944
1997	286	22	308	5.655	2.415
1998	291	21	312	4.438	1.948
1999	325	22	347	13.469	5.398
2000	493	31	524	14.935	13.606
2001	587	42	629	11.607	4.855
2002	654	50	704	10.252	3.518
2003	694	60	754	18.358	6.616
2004	905	116	1021	31.753	18.126
2005	1.179	220	1.399	56.619	42.158
2006	1330	304	1.634	90.666	58.003
2007	1347	347	1.694	97.561	75.032
2008	1233	317	1.550	37.732	49.246
2009	1052	241	1.293	56.632	33.671
2010	967	228	1.195	79.419	32.717
2011	918	225	1.143	62.213	38.607
2012 Abril	893	224	1.117	71.298	17.790

Fuente: Alternative Investment Market

* Millones de libras esterlinas

Anexo 2

Mercado colombiano de acciones

Canasta IGBC	Negociaciones	Efectivo	Comp. IGBC	Cap. Bursátil Millones COP	Cap. Bursátil Millones EUR
ECOPETROL	636	27.074	26,4%	219.152.003	99.615
BCOLOMBIA	40	820	3,0%	22.332.526	10.151
PFBCOLOM	336	20.231	8,8%	22.332.526	10.151
GRUPOAVAL	23	401	0,8%	21.224.957	9.648
PFAVAL	96	3.164	2,1%	21.224.957	9.648
GRUPOSURA	28	1.089	3,3%	17.615.947	8.007
PFGRUPSURA	84	3.537	1,0%	17.615.947	8.007
BOGOTA	5	322	0,4%	14.353.279	6.524
EXITO	66	4.608	3,4%	12.497.113	5.681
ISA	49	603	1,3%	12.250.918	5.569
PREC	348	23.700	25,7%	12.114.763	5.507
INVERARGOS	58	2.030	1,7%	10.455.480	4.752
NUTRESA	68	2.675	2,1%	9.570.568	4.350
EEB	18	240	0,7%	9.071.003	4.123
ISAGEN	81	2.043	1,2%	6.515.312	2.962
CELSIA	13	121	0,5%	6.231.602	2.833
CORFICOLCF	16	241	1,2%	6.199.911	2.818
PFCORFICOL			0,1%	6.199.911	2.818
PMGC	162	5.164	1,8%	2.272.222	1.033
PFDAVVNDA	94	1.888	2,5%	2.135.412	971
ETB	22	268	0,4%	1.544.491	702
ODINSA	3	52	0,7%	1.517.611	690
MINEROS	5	72	0,2%	1.235.165	561
FABRICATO	14	450	5,4%	813.977	370
VALOREM	1	0	0,0%	605.289	275
PFAVTA	74	933	1,3%	598.056	272
BVC	13	327	0,6%	580.725	264
CNEC	36	652	1,2%	577.072	262
INTERBOLSA			0,5%	463.745	211
CONCRET	3	15	0,2%	455.462	207
PAZRIO	2	3	0,0%	443.081	201
COLTEJER			0,1%	298.278	136
BIOMAX	6	509	0,1%	295.793	134
PFHELMBANK	3	49	0,2%	279.233	127
TABLEMAC	17	618	0,6%	274.302	125
ENKA	3	11	0,2%	102.431	47
BMC			0,0%	44.482	20
Totales	2.423	103.906		461.495.548	209.771

Fuente: BVC, Cálculos propios. Cifras de cierre del mercado para el 3 de junio del año 2012.

Negociaciones: Cantidad de operaciones de compra-venta realizadas

Efectivo: Valor en Pesos Colombianos transado por cada acción.

Comp.IGBC: Participación porcentual en el cálculo del Índice General de la Bolsa de Colombia-IGBC.

Capitalización Bursátil: Corresponde al valor de mercado de las acciones en circulación.

Anexo 3

Compañías que integran el MAB español

Ticker	Nombre	Negociaciones	Títulos	Efectivo	Capitalización	Capitalización
					Bursátil millones de COP	Bursátil millones de EUR
GRI	GRIÑÓ				67.323	30,6
ZNK	ZINKIA	1	999	1.049	53.805	24,5
IMG	IMAGINARIUM				38.316	17,4
BDK	BODACLICK				35.587	16,2
COM	CATENON				29.040	13,2
CAR	CARBURES	1	1.250	1.600	28.797	13,1
GOW	LET S GOWEX	17	3.455	21.043	28.455	12,9
EWT	EURONA WIREL	6	6.027	10.668	25.679	11,7
MED.D	DH.MEDCOMM				19.364	8,8
MED	MEDCOM TECH				19.364	8,8
SEC	SECUOYA				16.244	7,4
ABB	AB-BIOTICS				15.552	7,1
NEG	NEGOCIO&EST				15.229	6,9
ALC	ALTIA CONSUL	2	500	1.300	15.132	6,9
CMM	COMM CENTER				14.534	6,6
EEP	EUROESPES	1	3.750	4.950	12.216	5,6
SUA	SUA VITAS				11.021	5,0
NEU	NEURON BIOPH	7	3.125	11.538	10.175	4,6
BNT	BIONATURIS				9.222	4,2
NOS	GRUPONOSTRUM	1	500	1.610	7.991	3,6
ICOMA	IBERCOM A				7.480	3,4
LMR	LUMAR				4.385	2,0
ICOM	IBERCOM	2	1.020	3.468	1.403	0,6
Totales		38		57.226	486.314	221

Fuente: MAB, Cálculos propios. Cifras de cierre del mercado para el 3 de junio del año 2012.

Negociaciones: Cantidad de operaciones de compra-venta realizadas.

Títulos: Cantidad de acciones transadas en la jornada.

Efectivo: Valor en Euros transado por cada acción.

Capitalización Bursátil: Corresponde al valor de mercado de las acciones en circulación.

Anexo 4

Participación sectorial de las empresas colombianas tomando como base una muestra de 27.198 empresas

Descripción Sector	Total	Part. %
COMERCIO AL POR MAYOR	4189	15,4%
OTRAS ACTIVIDADES EMPRESARIALES	2554	9,4%
ACTIVIDADES INMOBILIARIAS	2520	9,3%
COMERCIO AL POR MENOR	2373	8,7%
CONSTRUCCION DE OBRAS CIVILES	1680	6,2%
ACTIVIDADES DIVERSAS DE INVERSION Y SERVICIOS	1177	4,3%
COMERCIO DE VEHICULOS Y ACTIVIDADES CONEXAS	1017	3,7%
CONSTRUCCION DE OBRAS RESIDENCIALES	972	3,6%
AGRICOLA CON PREDOMINIO EXPORTADOR	836	3,1%
PRODUCTOS ALIMENTICIOS	691	2,5%
ACTIVIDADES PECUARIAS Y DE CAZA	601	2,2%
PRODUCTOS QUIMICOS	524	1,9%
ADECUACION DE OBRAS DE CONSTRUCCION	510	1,9%
ACTIVIDADES DE INFORMATICA	439	1,6%
OTRAS INDUSTRIAS MANUFACTURERAS	416	1,5%
INDUSTRIA METALMECANICA DERIVADA	411	1,5%
OTRAS ACTIVIDADES DE SERVICIOS COMUNITARIOS,	405	1,5%
COMERCIO DE COMBUSTIBLES Y LUBRICANTES	393	1,4%
PRODUCTOS DE PLASTICO	388	1,4%
FABRICACION DE PRENDAS DE VESTIR	372	1,4%
EDITORIAL E IMPRESION (SIN INCLUIR PUBLICACION)	359	1,3%
TELEFONIA Y REDES	298	1,1%
FABRICACION DE MAQUINARIA Y EQUIPO	288	1,1%
ALOJAMIENTO	259	1,0%
ALMACENAMIENTO Y OTRAS ACTIVIDADES RELACIONADAS	256	0,9%
EXTRACCION Y EXPLOTACION DE OTROS MINERALES	246	0,9%
EXPENDIO DE ALIMENTOS Y BEBIDAS	230	0,8%
DERIVADOS DEL PETROLEO Y GAS	214	0,8%
TRANSPORTE TERRESTRE DE CARGA	165	0,6%
OTROS SECTORES AGRICOLAS	164	0,6%
ACTIVIDADES DE TURISMO	156	0,6%
FABRICACION DE VEHICULOS AUTOMOTORES Y SUS PARTES	153	0,6%
CARBON Y DERIVADOS	152	0,6%
EDUCACION	147	0,5%
EXTRACCION DE PETROLEO CRUDO Y DE GAS NATURAL	139	0,5%
FABRICACION DE TELAS Y ACTIVIDADES RELACIONADAS	134	0,5%
FABRICACION DE PRODUCTOS MINERALES NO METALICOS	129	0,5%
FABRICACION DE OTROS PRODUCTOS CON MATERIALES	109	0,4%
RADIO Y TELEVISION	105	0,4%
SERVICIOS SOCIALES Y DE SALUD	100	0,4%
INDUSTRIAS METALICAS BASICAS	89	0,3%
FABRICACION DE PAPEL, CARTON Y DERIVADOS	82	0,3%
PREPARACION DE MADERA Y ELABORACION DE PRODUCTOS	81	0,3%
GENERACION Y SUMINISTRO DE ELECTRICIDAD, GAS	69	0,3%
MANUFACTURA DE CALZADO Y PRODUCTOS RELACIONADOS	66	0,2%
OTROS SISTEMAS DE TRANSPORTE DE PASAJEROS	61	0,2%
PRODUCTOS DE CAUCHO	60	0,2%
FABRICACION DE PRODUCTOS DE CEMENTO, HORMIGON	57	0,2%
BEBIDAS	56	0,2%
CURTIEMBRE Y MANUFACTURAS DE CUERO DIFERENTES	50	0,2%
CORREO	46	0,2%
PUBLICACIONES PERIODICAS	41	0,2%
SILVICULTURA Y ACTIVIDADES RELACIONADAS	40	0,1%
FABRICACION DE VIDRIO Y PRODUCTOS DE VIDRIO	35	0,1%
PESCA, PISCICULTURA Y ACTIVIDADES RELACIONADAS	31	0,1%
FABRICACION DE OTROS MEDIOS DE TRANSPORTE Y SERVICIOS	18	0,1%
TRANSPORTE MARITIMO Y FLUVIAL	16	0,1%
TRANSPORTE AEREO	14	0,1%
TRANSPORTE POR TUBERIA	10	0,0%
TABACO	4	0,0%
ADMINISTRACION PUBLICA DEF	1	0,0%
Grand Total	27198	100,0%

Fuente: Superintendencia de Sociedades

Anexo 5

Cooperativas, valor del activo total

SIGLA	MUNICIPIO	ASOCIADOS	EMPLEADOS	ACTIVO
COOMEVA	CALI	235.951	5.040	\$2.081.236
FINANCIERA COMULTRASAN LTDA	BUCARAMANGA	314.069	739	\$692.961
COLANTA	MEDELLIN	9.124	5.044	\$566.797
CODEMA	BOGOTA D.C.	27.023	149	\$416.878
COPIDROGAS	COTA	4.064	971	\$378.496
UCC	BOGOTA D.C.	6	1	\$301.200
CANAPRO	BOGOTA D.C.	34.149	240	\$285.680
COPSERVIR LTDA	BOGOTA D.C.	4.983	5.045	\$254.568
COOPTRAISS	BOGOTA D.C.	10.820	127	\$243.221
COOPETROL	BOGOTA D.C.	20.383	238	\$225.424
COOPETRABAN LTDA.	MEDELLIN	62.752	177	\$217.810
PROGRESSA	BOGOTA D.C.	28.465	46	\$211.826
EPSIFARMA\	BOGOTA D.C.	10	981	\$205.396
UTRAHUILCA	NEIVA	154.296	203	\$204.823
CREDISERVIR LTDA	OCAÑA	66.954	116	\$203.489
COOMULDESA	SOCORRO	81.849	175	\$196.419
JURISCOOP	BOGOTA D.C.	31.829	256	\$175.330
PRESENTE	MEDELLIN	34.356	95	\$173.909
PROMEDICO	CALI	8.192	90	\$170.858
FINCOMERCIO LTDA	BOGOTA D.C.	120.452	305	\$169.015
COOPROFESORES	BUCARAMANGA	21.235	84	\$148.810
COOPSERP COLOMBIA	CALI	23.534	180	\$146.199
COEDUCADORES BOYACA	TUNJA	10.002	72	\$136.359
COASMEDAS	BOGOTA D.C.	24.174	133	\$121.523
COOACEDED LTDA	CARTAGENA	9.403	49	\$116.412
COONFIE LTDA.	NEIVA	47.989	74	\$109.206
COOPANTEX	BELLO	31.550	72	\$107.642
COPROCENVA	CALI	30.264	136	\$105.963
COOTRADECUN	BOGOTA D.C.	20.591	52	\$104.828
COEMPOPULAR	BOGOTA D.C.	8.486	53	\$101.387

Fuente: Elaboración propia con datos de la Superintendencia Solidaria a marzo 31 de 2012

Cifras en millones de pesos colombianos

Anexo 6

Deducción por inversión en acciones de entidades que cotizan en el segmento de empresas en expansión del mercado alternativo bursátil

Tomado de: http://www.bolsasymercados.es/mab/esp/emp_expansion/incentivos.htm

Generalitat de Cataluña

(Diario Oficial de la Generalitat de Cataluña, 31 de diciembre de 2009)

Con efecto desde el 1 de enero de 2010, en la parte de la cuota íntegra del Impuesto sobre la renta de las personas físicas correspondiente a la comunidad autónoma, los contribuyentes puede aplicarse una deducción del 20% de las cantidades invertidas durante el ejercicio en la adquisición de acciones como consecuencia de acuerdos de ampliación de capital suscritos por medio del segmento de empresas en expansión del Mercado Alternativo Bursátil.

El importe máximo de esta deducción es de 10.000 euros.

Para poder aplicar la deducción deben cumplirse los siguientes requisitos:

- La participación en la sociedad objeto de la inversión no puede ser superior al 10% de su capital social.
- Las acciones adquiridas deben mantenerse en el patrimonio por un periodo de dos años, como mínimo.
- La sociedad objeto de la inversión debe tener el domicilio social y fiscal en Cataluña.

Comunidad de Aragón

Se ha establecido una deducción de la cuota íntegra autonómica del impuesto por inversión en acciones de entidades que cotizan en el segmento de empresas en expansión del MAB (Ley 12/2010, de 29 de diciembre, de Medidas Tributarias de la Comunidad Autónoma de Aragón).