

Mercado alternativo bursátil: una fuente de financiamiento para las pymes del Municipio Libertador del Estado Mérida

Junco Ramírez, Leidi^{1*}
Pérez, Víctor Rafael^{2**}

Recibido: 09/10/2012
Revisado: 12/12/2012
Aceptado: 09/01/2013

Resumen >>>

El propósito de esta investigación es analizar las posibilidades de financiamiento, a través del Mercado de Capitales y la factibilidad de desarrollar el Mercado Alternativo Bursátil (MAB) como fuente de financiamiento para las pymes del Municipio Libertador del estado Mérida y contribuir a la democratización del Mercado de Capitales en Venezuela. Se utilizan dos metodologías: la exploración bibliográfica y el estudio de campo. El MAB surge en España en junio de 2008 para empresas en crecimiento o en consolidación con un capital mínimo de dos millones de euros (pueden cotizar empresas europeas y latinoamericanas). Ante la experiencia de fracaso del Segundo Mercado en España, el MAB resulta una alternativa pertinente y atractiva, incluso para las pymes del Municipio Libertador del estado Mérida. Las pymes de este municipio, prefieren emitir bonos más que acciones. Asimismo, las empresas medianas (que son una minoría) son las más indicadas para participar en este mercado ya que las pequeñas carecen de la necesaria estructura administrativa y contable. Se recomienda no hacer del conocimiento público la información financiera dada la aversión mostrada por las pymes a facilitarla. La intención es propender a una mayor receptividad del MAB por parte de las pymes del Municipio Libertador del estado Mérida.

Palabras Claves: pymes, financiamiento, Mercado de Capitales.

Abstrac >>>

ALTERNATIVE MARKET CAP: A SOURCE OF FINANCING FOR PYMES OF LIBERTADOR MUNICIPALITY OF MÉRIDA

The purpose of this research is to analyze the possibilities of funding through the Capital Markets and feasibility of developing the Alternative Stock Market (MAB) as a source of financing for SMEs in the Libertador Municipality of Mérida and contribute to the democratization of the Market Capital in Venezuela. We use two methods: exploring the literature and field survey. The MAB emerged in Spain in June 2008 for growing businesses or consolidating with a minimum capital of two million euros (may trade European and Latin American). Given the experience of the Second Market failure in Spain, MAB is a relevant alternative and attractive, even for SMEs of Libertador Municipality of Mérida. SMEs in this county, to issue bonds rather than shares. Also medium-sized enterprises (which are a minority) are best placed to participate in this market as small lack the necessary administrative and accounting structure. It is recommended not to make public the financial information given the aversion shown by the SMEs to provide it. The intention is to lean toward greater receptivity MAB by SMEs of Libertador

Key Word: market stock, Capital Markets.

1 * Economista. Email: leidyjunco@hotmail.com

2 ** Economista, Magister en Política Económica, ex asesor de inversiones autorizado por la Comisión Nacional de Valores. Email: victorperezaraujo@gmail.com

1. Introducción

Las pymes en Venezuela desconocen, en su gran mayoría, la opción de financiarse a través de instrumentos financieros bursátiles. En realidad no tienen la cultura de financiamiento bursátil, como en efecto existe en otros países, principalmente en aquellos de economías desarrolladas o en algunos países latinoamericanos.

Las pymes encuentran dificultades regulatorias para acceder al Mercado de Capitales, pues dicho acceso está condicionado al cumplimiento de un conjunto de requisitos de solvencia, liquidez y transparencia. En particular, se suele exigir la aportación de una serie de documentos de carácter jurídico (tales como los estatutos sociales y el acuerdo societario), contable (cuentas auditadas de los últimos ejercicios), organizativo (estructura de personal de representantes, directivos, entre otros) y financiero (calificación crediticia) que encarecen el acceso y retraen a las pymes del mercado.

Las Bolsas de Valores que operan en Venezuela son en primer lugar, la Bolsa de Valores de Caracas (BVC) la cual permite el acceso de las pymes, previa autorización de la Superintendencia Nacional de Valores (SNV) y cumpliendo con los requisitos mínimos que juzgue conveniente la directiva de la Bolsa. La BVC sigue siendo de uso exclusivo para las grandes empresas, debido a los requisitos de información financiera exigidos de acuerdo a lo estipulado en el artículo 31 del Reglamento Interno de la Bolsa de Valores de Caracas del año 1994. En segundo lugar, se tiene la Bolsa de Productos e Insumos Agropecuarios de Venezuela (BOLPRIAVEN), en la cual las pymes del sector agrícola obtienen mejores condiciones de costo, plazos y garantías a través de instrumentos como, titularización de activos y operaciones de venta diferida. En tercer lugar, a partir del año 2010, la Bolsa Pública de Valores Bicentenario (BPVB), a la cual se le ha asignado la responsabilidad de realizar las operaciones de valores emitidos por las pyme. Esta Bolsa aún no ha iniciado este cometido.

El Mercado de Capitales en Venezuela, ha estado representado principalmente por la BVC y sólo han participado las grandes empre-

sas con estructuras de mercado monopólicas y oligopólicas. Resulta un hecho indiscutible que para incrementar el universo de empresas emisoras en el Mercado de Valores venezolano, es necesario, promover el ingreso de las pymes. No obstante, dadas sus características y condiciones intrínsecas, para que las pymes puedan acceder y permanecer en dicho mercado, requieren de un tratamiento particular por parte de los diferentes actores del Mercado de Valores.

Para empresas de reducida capitalización como las pymes, existen Mercados de Capitales diseñados con regulaciones a la medida de sus posibilidades, es decir, con requisitos de información y costos de transacción menos exigentes. Estos son denominados “Segundos Mercados”.

En las últimas dos décadas se ha creado en Europa, una modalidad denominada Mercados Alternativos. Estos mercados ofrecen transparencia a través de un asesor registrado y en particular ha tenido importante aceptación, el Mercado Alternativo Bursátil (MAB) de España, pues ofrece liquidez ajustada a la demanda del mercado para con la empresa.

Tanto el Segundo Mercado como los Mercados Alternativos proporcionan notoriedad, imagen de marca, valoración de mercado para la empresa, liquidez y transparencia. En este contexto, se prepara a las pymes para su incorporación futura al Primer Mercado, con el antecedente de haber participado en un mercado bursátil organizado. Por último, los mercados bursátiles tanto primer mercado como segundo mercado y los mercados alternativos, generan una diversificación de instrumentos financieros bursátiles a disposición de los inversionistas y promueven la democratización del mercado de valores como fuente de financiamiento para todo tipo de empresas emisoras.

Los propósitos de esta investigación están orientados, en primer lugar, a realizar una exploración bibliográfica sobre las posibilidades de financiamiento de las pymes a través del Mercado de Capitales, expresado cronológicamente y describiendo las diferentes modalidades; y en segundo lugar, analizar la factibilidad de desarrollar el MAB como fuente de financiamiento de las pymes en el Municipio Libertador del estado Mérida.

Esta investigación se justifica pues se propone como política de Estado incorporar a las pymes al Mercado de Capitales, lo cual no se ha materializado en Venezuela. En este sentido, es oportuno analizar su factibilidad con el propósito de contribuir a la democratización del Mercado de Capitales en el país.

2. Marco teórico

En este apartado se desarrolla el contexto teórico que permite comprender el estudio que se realiza. Se describen así, las Bolsas de valores para pymes y la experiencia al respecto en España, Latinoamérica y Venezuela.

2.1 Bolsas de valores para pymes

En el año 1840 se crea una Bolsa de Valores para las empresas que no podían cotizar en el New York Stock Exchange (NYSE), denominado *Outdoor Curb Market*. Este Segundo Mercado destinado al financiamiento de las pymes, se creó con la finalidad de evitar los exigentes requisitos para admisión de títulos valores ante el NYSE. En 1953, pasa a denominarse American Stock Exchange (AMEX) y ocupa actualmente el segundo lugar en importancia (después del NYSE). Este mercado, principalmente, concentra acciones de empresas de tamaño mediano (Aranda, Martínez y Corona, 1989).

Los Segundos Mercados más desarrollados del mundo, son los mercados *Over The Counter Market* (OTC), los cuales son mercados libres que no están oficialmente regulados, ni poseen una ubicación física concreta y donde se negocian valores financieros directamente entre sus participantes. El principal mercado OTC en el mundo es el *National Association Securities Dealers Automated Quotation* (NASDAQ) creado en febrero de 1971, el cual financia tanto a las grandes empresas (Primer Mercado) como a las pymes (Segundo Mercado).

El éxito del NASDAQ ha sido notorio debido a su rápido crecimiento. Este mercado fue copiado por Europa con la creación del *European Association of Securities Dealers Automated Quotation* (EASDAQ) y empezó a funcionar en septiembre de 1996. No obstante, el éxito del mismo ha sido relativo.

El Segundo Mercado ha sido difícil de implementar en Europa y podría considerarse que la principal causa de su fracaso es la falta de transparencia y escasa liquidez que caracteriza a las empresas de poca capitalización. Las pymes se enfrentan a la competencia de las grandes empresas, las cuales son más atractivas para los inversionistas.

Martínez (2001), menciona otras causas del escaso desarrollo de los Segundos Mercados en España y que deben ser consideradas para evitar el fracaso en la implementación del mercado bursátil para pymes, a saber:

- Los propietarios sienten aversión al Segundo Mercado por miedo a perder el control de la empresa
 - Las empresas se resisten a proporcionar información financiera
 - El tratamiento fiscal es poco incentivador
 - Ha sido escasa la divulgación sobre el Segundo Mercado, los requisitos de admisión y los instrumentos financieros bursátiles
 - Los Segundos Mercados son excesivamente reglamentistas
- Existe temor de las empresas a sufrir una Oferta Pública de Adquisición (OPA)
- El empresario valora negativamente asociarse con desconocidos
 - Las empresas no perciben como atractivo incorporarse en la Bolsa y tienen como fuente de financiamiento tradicional la banca.

Asimismo, Martínez (2001) considera que el Segundo Mercado es indicado para las medianas empresas y no para las pequeñas, pues estas últimas carecen de estructura administrativa y contable adecuada.

En ese sentido, como alternativa al Segundo Mercado, en el año 1995 se crea en Inglaterra el denominado *Alternative Investment Market* (AIM). En éste participan aproximadamente unas mil cuatrocientas empresas. Posteriormente, en el año 2005 se creó en Francia el denominado *Alternext*, y posiblemente, debido a su más reciente apertura, al menor tamaño de su economía y tal vez a su poca internacionalización, el número de empresas cotizadas sea menor (Sánchez Galán, 2008).

Tratando de emular estos dos mercados, surge en España en el año 2006, el Mercado Alternativo Bursátil (MAB), el cual se convierte en Bolsa de Valores para pymes en el año 2008. La expectativa de éxito de este mercado, recupera la motivación por los Mercados de Capitales para el financiamiento de las pymes en España. Está diseñado, principalmente, para empresas de origen doméstico y en segundo lugar, para empresas europeas y latinoamericanas.

Los tres Mercados Alternativos, MAB, AIM y Alternext, tienen en común la figura del “asesor registrado” y el “proveedor de liquidez”. Además, son mercados internacionales que aceptan a cotización, pymes de cualquier país y de cualquier sector. Son mercados autorregulados y cada uno posee una fiscalidad especial para las pymes y los inversores. El “asesor registrado” guía y asesora a la empresa, tanto en el momento de salida al mercado, como durante su permanencia y es el vínculo más importante entre el Mercado Alternativo y la pyme debido a que garantiza la transparencia.

El proceso de colocación de acciones de pymes en el MAB, puede hacerse mediante, tres modalidades:

- Una Oferta Pública de Venta (OPV), en el momento de la emisión primaria de acciones.
- Una Oferta Pública de Suscripción (OPS), si la empresa ha emitido acciones y desea ampliar su capital.
- El *listing*, un reparto gratuito entre los pequeños inversores para mejorar la liquidez. Esta es una modalidad muy audaz, ya que acciones privadas y no cotizadas, se convierten en *free flota* o acciones libres en Bolsa, al no estar cautivas en manos de inversores institucionales (Sánchez, 2008).

En cuanto a los requisitos de información, las empresas deberán presentar los estados financieros semestral y anualmente y comunicar todo aquello que pueda afectar la cotización de los valores. La información será difundida por la Comisión Nacional de Mercado de Valores (CNMV), la Bolsa y la página web de la empresa. Los accionistas tienen el compromiso de permanencia por un año, deben comunicar participaciones significativas, los pactos parasociales (in-

formales) y estarán sujetos a restricciones para obtener el cambio del control de la sociedad.

La contratación en el MAB se realiza a través de una plataforma tecnológica avanzada denominada Sistema de Información Bursátil Electrónico (SIBE) que ya existía en la Bolsa de Madrid y que facilita información automática de datos bursátiles de todos los valores cotizados, tanto técnicos como fundamentales. El MAB tiene un sistema de dos *fixing*, sistema de subastas con la fijación de dos precios: una a las doce horas y otra a las dieciséis horas. Se ha diseñado para atender las necesidades de valores de baja liquidez y capitalización, con posibilidades de mercado continuo, en función de la liquidez. El MAB puede convertirse en un punto de referencia en Europa y el resto del mundo.

Según Lerner (2005), el ejemplo de Bolsa más destacado en América Latina dedicada a financiar a las pymes es el de Argentina, con su Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA). Esta Bolsa funciona desde el año 2003 y mantiene un departamento especializado en asesoría y atención técnica, personalizada y gratuita para las pymes. Como particularidad, el departamento busca a las pymes (y no las pymes a éste como ocurre en microfinanzas) para asesorarlas hasta que decidan entregar formalmente sus papeles en la mesa de entrada de la BCBA.

Así, la BCBA les brinda asesoría sobre las formas de financiamiento a través de instrumentos financieros adaptados a sus necesidades. De igual forma, les ofrece un sistema simplificado de requisitos e información financiera. Además, las pymes, cuentan con el aval de las Sociedades de Garantías Recíprocas (SGRs). La intención final del departamento es crear un panel de pymes, pensando en la transición de éstas a grandes empresas que coticen en el Primer Mercado de la BCBA.

En México, la Secretaría de Economía a través del Fondo pyme, Fondo de Capitalización e Inversión del Sector Rural (FOCIR), Bolsa Mexicana de Valores (BMV), Endeavor México y la Asociación Mexicana de Capital Privado (AMEXCAP) crearon a principios del año 2011, el programa Mercado de Deuda para Empresas (MDE) y

en abril de ese año, se hizo la prueba piloto (Ernst & Young, s/f). El programa tiene como objetivo financiar la institucionalización e instalación del Gobierno Corporativo en la empresa a través del pago de servicios profesionales, equipamiento y sistemas para ayudar al fortalecimiento de la pyme y que así se convierta en candidata para emitir deuda en la BMV. Además, el programa puede financiar la calificación bursátil y el costo de emisión (Secretaría de Economía, s/f). Luego de la primera emisión de deuda, existe una mayor probabilidad de que una empresa acceda a capital a través de la Bolsa.

El programa MDE está dirigido a pymes que cumplan con los siguientes criterios: formalmente constituidas en México y no pertenezcan a un holding nacional o internacional; cumplir con la estratificación de pyme definida por la Secretaría de Economía (Grupo de Microempresarios Ideas para pymes, 2011 junio 30); facturar anualmente entre cincuenta y doscientos cincuenta millones de pesos; estar en etapa de expansión o consolidación y tengan como objetivo su fortalecimiento institucional (Secretaría de Economía, s/f). La institucionalización es el principal reto para sobrevivir a los cambios generacionales y para listarse en la Bolsa (Diario La Razón de México, s/f).

Es de destacar que el programa MDE es principalmente para empresas medianas (Mayoral, 2011). El monto máximo a financiar en el programa MDE es de hasta un 90% del costo total del programa de trabajo o hasta diez millones de pesos, y la empresa aporta, como mínimo, el 10% (Secretaría de Economía, s/f). Asimismo, la empresa tendrá un plazo de diez años para regresar el 90% de los recursos prestados (Mayoral, 2011).

En este programa, la empresa podrá emitir deuda con plazos de vencimiento flexibles y con características ajustadas a las necesidades específicas del emisor (International Business Times, 2011). La segunda edición del programa se hizo en febrero de 2012 y está destinada al menos a veinte pymes mexicanas (ALTONIVEL, 2012), por lo cual el mercado es aún relativamente pequeño, comparado con el mercado de Argentina.

En Bolivia, el mecanismo para el financiamiento de las pymes en la Bolsa Boliviana de Valores (BBV) es a través de, la Mesa de Negociación mediante la emisión de pagarés (un valor típicamente de deuda). La empresa debe cumplir con la definición de pyme de acuerdo a la Metodología de Estratificación PyME para el Mercado de Valores (Bolsa Boliviana de Valores, s/f). De acuerdo a esta metodología, son pymes, aquellas empresas que tengan ventas anuales de hasta cinco millones de dólares, un patrimonio neto de hasta tres millones de dólares y que cuenten con menos de cien empleados (PYMEX, 2009).

La ventaja de emitir pagarés, es que la emisión se realiza en el marco de un margen de endeudamiento, monto global que permite financiamiento en varias etapas a través de emisiones múltiples de pagarés. Es suficiente el respaldo de las emisiones con garantías quirografarias y también es posible otorgar garantías hipotecarias o prendarias o ser avalados por terceros. Las empresas que emiten pagarés, pueden diseñar las condiciones del financiamiento, pero se ha determinado que el plazo de financiamiento debe ser menor a doscientos setenta días, es decir, a corto plazo. El interés puede ser fijo o variable y el capital, así como el pago de interés, se realiza al final del período de vigencia del pagaré, razón por la cual pueden ser emitidos a descuento. Por último, es obligatorio un folleto de emisión y la calificación de riesgo no es indispensable (Bolsa Boliviana de Valores, s/f).

El inversionista de ninguna manera queda desprotegido al adquirir los pagarés, pues desde el momento en que una pyme solicita ingresar a la BBV, se presenta ante el Fondo de Aval Bursátil, el cual otorga avales hasta el 50% del capital no pagado de los valores de deuda emitidos (Banco de Desarrollo Productivo S.A.M., s/f).

Un resumen de las experiencias de Argentina, México y Bolivia aquí descritas, puede observarse en el cuadro 1.

Cuadro 1. >>>
Experiencias de acceso al financiamiento bursátil para pymes latinoamericanas: Argentina, México y Bolivia

País	Estrategia	Instrumento Bursátil	Instituciones participantes	Requisitos
Argentina	Creación de un Departamento para pymes	Cheque de pago diferido (sistema patrocinado)	-BCBA -Sociedades de Garantías Recíprocas -Banca	- Ultimo balance - Actualización de la facturación - Cash Flow de los próximos doce meses -Folleto informativo
México	Programa: Mercado de Deuda para empresas	Instrumentos de Deuda	BMV	-Para empresas medianas - En etapa de crecimiento (expansión) o consolidación
Bolivia	Mesa de Negociación	Pagarés	BBV	Folleto de Emisión

Fuente: elaboración propia.

En Colombia, no hay una Bolsa para pymes, pero Gómez, Santos y Vinasco (2004) realizaron un trabajo donde proponen a los gremios de pymes, por primera vez, cotizar en la Bolsa. Los gremios de pymes son grupos de empresas de la misma actividad y en el mismo ámbito territorial, constituidas legalmente con el fin de mejorar la imagen corporativa y tener la estructura institucional adecuada, para generar la reputación necesaria como respaldo, ante los títulos valores bursátiles emitidos en el Mercado de Capitales.

2.2 Proyecto de Bolsa de Valores en Venezuela

La idea de un Mercado de Capitales para el financiamiento de las pymes la propone en Venezuela, por primera vez, González, Lárez y Medina (2002). Según estos autores, en el Mercado de Capitales las pymes no califican para obtener financiamiento por las exigencias, en ese entonces, de la Ley de Mercado de Capitales, las Normas de la Comisión Nacional de Valores (CNV) y el Reglamento Interno de la BVC. Es de hacer notar que, en aquel tiempo, las normas men-

cionadas dificultaban la participación de las pymes. Su inclusión requerirá hacer cambios entre los cuales se puede mencionar: capital mínimo, niveles de facturación y de rentabilidad. Estos autores proponen un mercado de valores tipo NASDAQ para empresas de baja capitalización en Venezuela.

En el año 2007, siguiendo las Líneas generales del plan de desarrollo económico y social de la nación (2007-2013), se estableció como objetivo estratégico de la CNV, regular y promover el Mercado de Valores procurando la protección e incorporación de los pequeños emisores e inversionistas. Así, se constituyó como programa, incorporar a las pymes al Mercado de Valores. Para el alcance de los objetivos expuestos, la CNV en convenio con la Sociedad Nacional de Garantía Recíproca para la Mediana y Pequeña Industria (SOGAMPI), crearon la figura de la Fianza Bursátil.

La Fianza Bursátil responde ante los inversionistas por los títulos valores de renta fija (bonos) o de renta variable (acciones) emitidos por las pymes en el Mercado de Capitales. Mediante la Fianza Bursátil los requisitos de información se reducen a los mínimos, se sustituye por el análisis de crédito que elabora SOGAMPI y la calificación de riesgo se hace sobre SOGAMPI y no sobre la pyme, con lo cual disminuyen los costos de emisión. A las empresas que soliciten apoyo para la emisión a SOGAMPI, se le realiza un análisis de riesgo que luego se envía a la CNV. Una vez que la CNV recibe la evaluación satisfactoria de SOGAMPI, autoriza la emisión.

En opinión de la consultoría jurídica de la CNV, actualmente Superintendencia Nacional de Valores (SNV), hasta marzo del año 2010 no se ha otorgado la primera fianza bursátil (J. L. Vital, entrevista personal, Marzo 9, 2010). No obstante, según Betancourt (2008), SOGAMPI tiene algunas experiencias emitiendo fianzas bursátiles para títulos de participación, que otorgan derechos a su poseedor de la sociedad participada.

El nuevo marco jurídico del Mercado de Valores venezolano, contempla la posibilidad de acceso de las pymes al financiamiento bursátil. La nueva Ley de Mercado de Valores de 2010, establece dentro

de las atribuciones de la SNV, en su artículo 8, parágrafo segundo, que “la Superintendencia Nacional de Valores desarrollará disposiciones especiales para el financiamiento mediante procesos de oferta pública, de las comunidades organizadas, empresas de propiedad social o colectiva, así como de la pequeña y mediana empresa...”. Además, la Ley de la Bolsa Pública de Valores Bicentenario (BPVB)³ en su artículo 1, señala que dicha Bolsa es la institución encargada de la prestación de todos los servicios necesarios para realizar en forma continua y ordenada las operaciones con valores emitidos por, entre otras instituciones, las pymes.

3. Metodología

La metodología de investigación está constituida primero, por el estudio exploratorio sobre Bolsas que financian a las pymes en el mundo; luego, la investigación de campo, aplicada a las pymes del Municipio Libertador del estado Mérida.

La población se obtuvo de una lista de los contribuyentes del Servicio Autónomo Municipal de Administración Tributaria (SAMAT), cuyas estimaciones para el pago de la patente de industria y comercio 2011 resultaran más elevados y tuviesen entre once y cien trabajadores. Se utiliza como criterio de clasificación el número de trabajadores según el Decreto N° 6.215 con Rango, Valor y Fuerza de⁴. El Decreto es para la industria, pero en la muestra se incluyen a otros sectores de actividad económica. La población (N) resultó aproximadamente cien pymes.

La determinación del tamaño de la muestra resultó de la fórmula para poblaciones finitas de Scheaffer, Mendenhall y Ott (1987). El tamaño de la muestra fue de treinta pymes con un nivel de confianza de 90%. Una vez obtenida la información del cuestionario, se analizaron los datos mediante la técnica de la estadística descriptiva. Adicionalmente, mediante el análisis bivalente con la técnica

3 Gaceta Oficial N° 5.999 (Extraordinaria) del 13 de noviembre de 2010.

4 Gaceta Oficial N° 5.890 el 31 de julio del año 2008.

estadística Chi Cuadrado, se buscó la asociación estadística entre el interés de las pymes de Mérida por el MAB y las demás preguntas del cuestionario.

En cuanto a la fuente de información, el 47% de los entrevistados ocupan cargos de gerente, 43% administradores y 10% propietarios. El 63% de los entrevistados son graduados universitarios, 13% tiene postgrado y el 23% técnico superior. Se evidencia desigualdad de género debido a que el 67% de los entrevistados es de género masculino y el 33% femenino. Los entrevistados están entre los veinticinco y setenta y dos años; y la edad que más se repite oscila entre los treinta y ocho y cuarenta años.

4. Resultados

Mediante el estudio exploratorio se determinaron cinco modalidades de Bolsas de Valores que financian a las pymes en el mundo:

1. *El Segundo Mercado* de cotización continua, para cualquier etapa de vida de la empresa (capital semilla, inicio, crecimiento y consolidación) y con menos requisitos de información que la Bolsa (primer mercado) representado en el AMEX, principalmente para empresas medianas.

2. El mercado electrónico OTC cuyo mayor éxito es el NASDAQ, donde los participantes, compradores y vendedores hacen la transacción directamente por computadora sin que intervengan como intermediarios los corredores bursátiles.

3. El *Departamento para pymes*, que busca a la pyme y no la PyME a ésta, y le ofrece atención personalizada y gratuita hasta que decidan entregar formalmente sus papeles en la Mesa de Entrada de la BCBA.

4. Los *Mercados Alternativos*, cuya característica común es ser mercados internacionales, autorregulados. Adicionalmente, lo más importante, la figura del “asesor registrado”, entidad jurídica que facilita la transparencia de la empresa emisora para con el mercado, representado en el AIM inglés y el *Alternext* francés.

5. *El MAB*, el cual, además de ser un mercado alternativo auto-regulado y con “asesor registrado”, es para empresas europeas y latinoamericanas. Su característica particular es que ofrece financiamiento sólo para empresas en crecimiento o en consolidación, mediante dos, tres o más *fixing*, subastas en las que participa la empresa (típicamente dos) con posibilidades de mercado continuo en función de la liquidez. Requiere un capital mínimo de dos millones de euros y es, bastante accesible para la mayoría de las pymes.

A través de la investigación de campo, para estudiar la factibilidad de desarrollar el MAB como alternativa de financiamiento para las pymes del Municipio Libertador del estado Mérida, se encontraron los siguientes resultados:

1. Características de las pymes: el 77% de la pymes entrevistadas son pequeñas, porque emplean entre once y cincuenta trabajadores; mientras que el 23% son medianas con un empleo de entre cincuenta y un y cien trabajadores. El 43% de los entrevistados no suministró datos de ventas. Un 57% de las empresas son compañías anónimas y un 43% son de origen y tradición familiar (combinándose con 37% compañías anónimas, 3% personal y 3% franquicias). Asimismo, en el Municipio Libertador del estado Mérida, predomina el sector comercio con un 50%, seguido por el sector servicio con un 40% y el sector industrial con un 10%.

2. Condiciones (realidades) de financiamiento: los tipos de financiamiento más frecuentes para la adquisición de activos fijos son, créditos de la banca, reinversión de las utilidades y créditos de proveedores. Para capital de trabajo, utilizan los créditos de proveedores, reinversión de las utilidades, líneas de créditos y una minoría con créditos de la banca. El 67% prefiere acudir a instituciones privadas en busca de financiamiento, sólo un 7% a públicas. El 70% de las empresas ha recibido algún tipo de financiamiento y el 30% ninguno.

3. *Necesidades de financiamiento*: el 73% de las pymes necesita financiamiento y el 27% no lo requiere. El 67% lo necesita para

crecimiento (expansión); un 10% para la etapa de consolidación (buscando reemplazar la fuente de financiamiento); y un 3% para el inicio. En una escala de Lickert con las opciones “siempre”, “casi siempre”, “a veces” o “nunca”, el 67% de las pymes entrevistadas “a veces” requiere financiamiento para la adquisición de activos fijos; mientras que el 46% “a veces” requiere financiamiento para capital de trabajo. En este contexto, entre las principales necesidades de financiamiento están la adquisición de activos fijos. Cuando se les pregunta: en caso de contar con la información ¿está dispuesto a entregarla a terceros para su evaluación? el 47% considera que no está dispuesto a entregar información a terceros y el 46% si lo está; el 7% no contesta.

4. Relación de las pymes con el Mercado de Capitales: el 30% de las pymes entrevistadas ha realizado algún tipo de inversión en el Mercado de Capitales, un 63% no lo ha hecho y un 7% no contesta. De los que sí lo hicieron, el 78% ha realizado inversiones en instrumentos de renta fija pública y el 22 % restante ha invertido combinando renta fija pública y renta variable. En cuanto al grado de conocimiento sobre el Mercado de Capitales, en una escala de “alto”, “medio”, “bajo” o “nulo”, el 3% respondió tener “alto” conocimiento; el 67% respondió medio, el 30% respondió bajo.

5. El MAB es una alternativa interesante para el 80% de las pymes de la muestra. Sólo el 17% no está interesado en esta alternativa y el 3% no contesta. El instrumento bursátil preferido para el 52% de las pymes son los bonos, 36% prefiere acciones y 12% es indiferente en su preferencia. El 96% de los entrevistados no está dispuesto a ceder el control de la empresa mediante la emisión de acciones en el MAB y sólo un 4% si lo está.

6. Mediante la prueba de Chi Cuadrado se encontró asociación al relacionar las siguientes preguntas:

¿Si existiera un MAB, le interesaría como fuente de financiamiento?

En caso de contar con la información ¿está dispuesto a entregarla a terceros para su evaluación?

Esta correlación se explica, pues la fracción de los entrevistados que manifestaron querer financiarse a través del MAB, es 1,5 veces mayor en los que están dispuestos a entregar la información financiera para su evaluación, con respecto a los que no quieren entregar la información financiera.

Asimismo, de cada tres entrevistados que tienen interés en el financiamiento a través del MAB, dos están dispuestos a entregar información financiera para su evaluación y uno no (riesgo relativo). En ese sentido, la fracción de los entrevistados que tienen interés en financiarse a través del MAB, es mayor en los que están dispuestos a entregar la información financiera para su evaluación, respecto a los que no están dispuestos (Odd Ratio)⁵.

5. Conclusiones y recomendaciones

Aunque las empresas medianas son una minoría en el Municipio Libertador del estado Mérida, el MAB es indicado para éstas.

- El MAB resultó ser una alternativa interesante para las pymes del Municipio Libertador del estado Mérida. La mayor parte de las empresas necesitan financiamiento para la etapa de crecimiento (coincidiendo con los objetivos del MAB), principalmente para la adquisición de activos fijos. El instrumento bursátil preferido para las pymes son los bonos (renta fija) y en el Mercado de Capitales venezolano están a disposición de éstas los instrumentos de renta fija: papeles comerciales, obligaciones y títulos de participación. Pocos entrevistados están dispuestos a ceder el control de la empresa mediante la emisión de acciones.

- En caso de que la pyme cuente con información, esté dispuesta a entregarla a terceros para su evaluación y al mismo tiempo tenga interés por financiarse a través del MAB como fuente alternativa de financiamiento, de cada tres entrevistados que tienen interés

5 Para la aplicación de la técnica Chi Cuadrado, Riesgo Relativo y Odd Ratio se consultó a Martín y Luna (2004).

en el financiamiento a través del MAB, sólo dos están dispuestos a entregar información financiera para su evaluación. Esta es la asociación estadística más importante hallada en el estudio, con lo cual se puede recomendar no hacer del conocimiento público la información financiera, para así disminuir la resistencia por aversión al riesgo por parte de las pymes del Municipio Libertador del estado Mérida y apostar por mayor receptividad del MAB.

• Se recomienda realizar un diagnóstico nacional, previo al diseño de una Bolsa de Valores que financie a las pymes en Venezuela, con el apoyo de las instituciones financieras. La intención es proponer la mejor alternativa o modalidad de Bolsa para pyme. Si es un Departamento para pyme, puede estar como parte de la BVC, como parte de BOLPRIAVEN, o como parte de la BPVB. Las otras modalidades pueden presentarse como una Bolsa aparte específica para pymes con cobertura nacional o en cada estado.

Los resultados de esta investigación permiten recomendar para Venezuela, el MAB por ser la Bolsa más moderna y de esta existe abundante literatura (y surge ante el fracaso del Segundo Mercado en España). El MAB con el apoyo de la SNV y SOGAMPI, pueden utilizar la fianza bursátil, la cual puede otorgarse para gremios de pymes, y que es la estructura institucional que se sugiere en una investigación al respecto realizada en Colombia.

• De este trabajo surge la necesidad de profundizar el conocimiento sobre ¿cuál sería el diseño del MAB? y ¿qué instrumentos financieros bursátiles serían los más adecuados para las pymes? Finalmente, se debe analizar la factibilidad de crear “gremios de pymes” en Venezuela, con la finalidad de participar como emisores con representatividad corporativa (como grandes empresas) en el Mercado de Capitales.

En las “Líneas generales del plan de desarrollo económico y social de la nación (2007-2013)”, se propone como política de Estado incorporar a las pymes al Mercado de Capitales. La nueva Ley de Mercado de Valores de 2010 y la Ley de la Bolsa Pública de Valores Bicentenario (2010), permiten la incorporación de las pymes al Mercado de Valores.

Bibliografía >>

- ALTONIVEL (2012, febrero 8). *PyMEs a la Bolsa*. Disponible en: <http://www.altonivel.com.mx/18851-pymes-a-la-bolsa-es-posible.htm>
- Aranda F., Martínez R. y Corona J. (1989). *El Segundo Mercado: una fuente de financiación para la PyME* (Primera Edición). España: Romana-Valls, S.A.
- Banco de Desarrollo Productivo S.A.M. (s. f.). *Fondo de Aval Bursátil para PyMEs-FA*. Disponible en: http://www.bdp.com.bo/es/fondo_aval.php
- Betancourt, A. (22 de mayo de 2008). *Fianza Bursátil. Jornadas Oportunidades de financiamiento para las PyMEs a través del mercado de valores venezolano*. Caracas: Comisión Nacional de Valores.
- Bolsa Boliviana de Valores (s/f.). Disponible en: <http://www.bbv.com.bo/pymes.mesa.asp>
- Ley para la Promoción y Desarrollo de la Pequeña y Mediana Industria y Demás Unidades de Producción Social (2008). Decreto N° 6.215, Gaceta Oficial de la República Bolivariana de Venezuela 5.890 (Extraordinario). 31 de julio, 2008.
- Diario La Razón de México (s. f.). *Impulsarán a PyMEs a cotizar en la Bolsa*. Disponible en: <http://razon.com.mx/spip.php?article72674>
- Ernst & Young (s. f.). *Mercado de Deuda para Empresas*. Disponible en: http://www.ey.com/MX/es/Services/Strategic-Growth-Markets/Mercado_deuda_empresas
- Gómez, C.; Santos, C. y Vinasco, L. (2004). *El mercado de capitales como fuente de financiamiento para las PyMEs 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, A., Lárez, R. y Medina, J. (2002). *El mercado de capitales como alternativa de financiamiento para la pequeña y mediana empresa (PyME) en Venezuela*. Caracas: Universidad Nacional Experimental Simón Rodríguez. Núcleo Palo Verde.
- Grupo de Microempresarios Ideas para PyMEs (2011, junio 30). *PyMEs en la BMV aumentarían el PIB* Disponible en :<http://www.ideasparapymes.com/contenidos/noticia2336.html>
- International Business Times (2011, abril 13). *PyMEs podrán emitir deuda en la BMV: SE*. [ideasparapymes.com](http://www.ideasparapymes.com/contenidos/noticia2222.html). Disponible: <http://www.ideasparapymes.com/contenidos/noticia2222.html>
- Lerner, C. (2005, julio 21). *PyMEs y Bolsa: el caso argentino*. Seminario Internacional sobre democratización del capital: financiamiento de las PyMEs a través del Mercado de Capitales. Caracas: Comisión Nacional de Valores.

- Ley de la Bolsa Pública de Valores Bicentenario. (2010). Gaceta Oficial de la República Bolivariana de Venezuela, 5.999, 13 de noviembre de 2010.
 - Ley de Mercado de Valores (2010). Gaceta Oficial de la República Bolivariana de Venezuela, 39.489, 17 de agosto 2010.
 - Martín, A. y Luna, J. (2004). BIOESTADÍSTICA, capítulo 8, Madrid: editorial Norma Capital.
 - Martínez, R. (2001). El Segundo Mercado. En Sánchez Fernández, J., *Curso de bolsa y mercados financieros*, 349-381, España: Ariel S. A.
 - Mayoral, I. (2011, abril 11). *La SE abre el mercado de deuda a PyMEs*. Disponible en: <http://www.cnnexpansion.com/negocios/2011/04/12/pymes-entraran-al-mercado-de-deuda-se>
 - PYMEX (2009, octubre 18). *Bolivia: más de 100 pymes participarán en la bolsa* Disponible en: <http://www.pymex.pe/Mundo/bolivia-mas-de-cien-pymes-participaran-en-la-bolsa.html>
 - Reglamento Interno de la Bolsa de Valores de Caracas, C. A. (1994). Gaceta Oficial de la República Bolivariana de Venezuela, 4.778 (Extraordinario), 7 de septiembre de 1994.
 - República Bolivariana de Venezuela (2007). *Líneas generales del plan de desarrollo económico y social de la nación, 2007 – 2013*. Caracas: Autor
 - Sánchez, J. (2008, junio). El Mercado Alternativo Bursátil: el Mercado de las PyMEs, *Estrategia Financiera*, 251, 64-68.
 - Scheaffer R, Mendenhall W. y Ott L. (1987). Elementos de Muestreo. México: Grupo editorial Iberoamérica.
 - Secretaría de Economía (s. f.). *Mercado de Deuda para Empresas*. Disponible: <http://www.economia.gob.mx/mexico-emprende/empresas/emprendedor/113-mercado-de-deuda-para-empresas>
-