





TESIS Carrera de Finanzas

El mercado alternativo cómo alternativa financiera para Pymes

Ana Catalina Lizarazo Gómez ¹, Nicol Valeria Rodriguez Gutierrez ² David Andres Londoño Bedoya ³

Abstract

The text highlights the economic importance of small and medium-sized enterprises (SMEs), emphasizing their role in job creation and GDP at a global level. SMEs in the country face a shortage of financing options tailored to their needs, limiting their long-term development and consolidation. This problem is exacerbated by the decrease in the supply of microcredits and the lack of knowledge about alternative sources of financing, reflecting an imperfect market that fails to meet the specific demands of SMEs and negatively affects their capacity for innovation and economic growth. Therefore, it is decided to compare and identify the role of the stock market within the global and national context, of Colombia, to take successful cases from other countries as examples and evaluate, from a critical standpoint, what has been implemented within the Colombian territory in terms of effectiveness and accessibility for both investors and those seeking financing at present. To conclude, identifying the ideal path that the national stock market should take to reach the country's SMEs.

¹ Estudiante Pregrado en Finanzas, Facultad de Ciencias Económicas y Administrativas, Pontificia Universidad Javeriana, Bogotá, Colombia.

² Estudiante Pregrado en Finanzas, Facultad de Ciencias Económicas y Administrativas, Pontificia Universidad Javeriana, Bogotá, Colombia.

³ Tutor, Departamento de Administración, Pontificia Universidad Javeriana, Bogotá, Colombia.

^{*} Correspondencia: li-ana@javeriana.edu.co ; rodrigueznicol@javeriana.edu.co







Keywords: Small and medium-sized enterprises (SMEs), financing, stock market, Colombia, A2censo, Capital program, microcredits.

Resumen

El texto resalta la importancia económica de las pequeñas y medianas empresas (Pymes), subrayando su papel en la generación de empleo y el PIB a nivel mundial. Las Pymes en el país se encuentran con una escasez de opciones de financiamiento adaptadas a sus necesidades, lo que limita su desarrollo y consolidación a largo plazo. Este problema se agrava por la disminución en la oferta de microcréditos y la falta de conocimiento sobre fuentes de financiación alternativas, lo que refleja un mercado imperfecto que no logra satisfacer las demandas específicas de las Pymes y afecta negativamente su capacidad de innovación y crecimiento económico. Es por esto que se decide comparar e identificar la figura del mercado de valores dentro del contexto mundial y nacional, Colombia, con el fin de tomar como ejemplo los casos de éxito otros países y evaluar, desde una posición crítica, lo implementado dentro del territorio colombiano desde de criterios de efectividad y accesibilidad tanto de inversores como de deficitarios en busca de financiación en la actualidad. Para finalizar, identificar el camino idóneo que debe tomar el mercado de valores nacional para llegar las Pymes del país.

Palabras claves: Pymes, financiación, mercado de valores, Colombia, A2censo, programa Capital, microcréditos







1. INTRODUCCIÓN

Las pequeñas y medianas empresas (Pymes) son actores fundamentales en el escenario económico global. Según datos de las Naciones Unidas (ONU), representan el 90% del tejido empresarial, generando entre el 60% y el 70% del empleo y contribuyendo al 50% del PIB mundial. Constituyen la columna vertebral de las sociedades, impulsando las economías locales y nacionales, asegurando el sustento de millones de personas, "Las Pymes poseen un potencial transformador, de tal manera que son motores de innovación, creadores de empleo y promotores de un crecimiento económico equitativo" (El Poder De Lo Pequeño: Hay Que Activar El Potencial De Las Pymes, 2019).

En una encuesta realizada por el Banco Central Europeo a las Pymes de la eurozona, se identificaron los principales obstáculos que enfrentan estas empresas: la búsqueda de clientes, acceso a la financiación, nivel de competencia, y otros aspectos (gestión administrativa, adaptación al entorno cambiante y la regulación). El enfoque que se da al artículo es el segundo problema que enfrentan las Pymes, que se relaciona con el acceso a la financiación, dado como consecuencia a su naturaleza, ya que son empresas jóvenes, informales y que en la mayoría de los casos se dedican a sectores nuevos (Ferrero, 2011). Lo que implica un mayor riesgo para los financiadores dada la existencia de asimetría de información que, junto al desconocimiento para muchas Pymes sobre fuentes de financiación alternativas, limitan aún más sus opciones. Las distintas alternativas de financiación se han caracterizado por dirigirse exclusivamente a proyectos de empresas ya formalizadas, y no propiamente para la empresa en desarrollo. Las instituciones que proveen préstamos a las empresas de menor tamaño, habitualmente lo hacen mediante líneas que apuntan a atender diferentes propósitos. Los destinos más frecuentes del financiamiento son bienes de capital, capital de trabajo y proyectos de inversión (Ferraro, 2011).







En Colombia según el Centro de Estudios Económicos ANIF, en el estudio "Retos y oportunidades para las Pymes" las Pymes representan un 35% del PIB y un 65% en la generación de empleo en lo que lleva del 2024. Su presencia abarca casi todas las actividades económicas, consolidándolas como motores del progreso nacional, aumentando el dinamismo a la economía al contribuir con la competencia, estimulando la circulación interna de recursos e incentivando el emprendimiento. Sin embargo, se presenta una paradoja en cuanto al financiamiento en este ámbito. A pesar del su rol crucial, las Pymes enfrentan un desafío persistente: la escasez de alternativas de financiación que se ajusten a sus necesidades y características para su desarrollo.

Históricamente, los microcréditos¹ han sido una de las principales opciones de financiación para las Pymes. Pero, en los últimos años se ha observado una tendencia preocupante: la disminución en la oferta de microcréditos por parte de los establecimientos de crédito (EC)², situación que limita aún más las posibilidades de las Pymes para acceder a los recursos necesarios para su crecimiento y consolidación cómo se logra ver en el Anexo 1. Además, la dependencia bancaria puede llevar graves problemas para las Pymes, dada la necesidad de crecimiento y desarrollo de estas

"Porque, los bancos comerciales son renuentes a otorgarles créditos, sobre todo si no son clientes frecuentes y carecen de cierta antigüedad en los negocios. Los programas de crédito diseñados por instituciones públicas se difunden a través de los bancos comerciales y generalmente presentan un sesgo que favorece el financiamiento a las

¹ Modalidad de préstamos orientada a financiar microempresas, hogares y personas que tienen acceso limitado al mercado de crédito formal *Banrep* (2016).

² Entiéndase por todos aquellos que realizan operaciones de crédito: bancos, compañías de financiamiento (CFC) y cooperativas financieras.

Colombia?







empresas de mayor tamaño. Además, los recursos que se destinan a inversiones de mediano y largo plazo son insuficientes" (Ferraro et al., 2011).

En este contexto, se ha buscado activamente el desarrollo de nuevas fuentes de financiación para las Pymes a nivel internacional, entre estas alternativas se incluyen *mercados alternativos o Junior Stock Exchanges*, por ejemplo: Países como Canadá, con TSXV Venture Exchange; Inglaterra, con AIM y también, la BVL – Pymes en Perú, han demostrado ser una herramienta para este tipo de empresas y a su vez, las empresas han sido consecuentes al apoyo participando en estos esquemas con requisitos flexibles como se evidencia en el Anexo 3.

Por ende, para fomentar una mayor divulgación de información y promover el acceso al financiamiento para las empresas Pymes en Colombia, se propone explorar la alternativa del uso de la bolsa de valores como una herramienta, planteando la siguiente pregunta: ¿Por qué el mercado de valores secundario colombiano, a comparación de otros mercados a nivel mundial, no ha demostrado ser efectivo en su objetivo de financiar a las empresas Pymes en

El objetivo de este artículo es analizar el mercado alternativo como una fuente de financiamiento para las Pymes en Colombia. Para ello se evaluará el contexto global y nacional, desde la situación de las bolsas de valores principales, la situación de las pymes colombianas y una extensión de las bolsas alternativas internacionales, incluyendo Colombia.

Se ha hecho una revisión sistemática de la literatura como método principal. Esta revisión ha sido exhaustiva, seleccionando cuidadosamente los documentos más pertinentes que abarcan tanto datos cuantitativos como cualitativos. Esto ha permitido garantizar una amplia cobertura y establecer una base sólida para el análisis y la interpretación de los resultados.







En este contexto, se ha investigado la conexión entre la financiación del mercado alternativo y las pequeñas y medianas empresas (Pymes) en Colombia. La literatura revisada ha revelado que las Pymes enfrentan una viabilidad financiera débil y una falta de conocimiento sobre las opciones de financiamiento alternativas disponibles. Estas opciones, que se detallarán más adelante, no cubren completamente las necesidades financieras de este sector empresarial. El desarrollo del artículo se hará del siguiente modo: En el apartado dos se describen las características relevantes para entender conceptos de categorización pymes en Colombia, el mercado de valores (Stock Market) y sus clasificaciones, se expone un supuesto en el que la bolsa de valores de Colombia (BVC) no tiene muchas empresas y desde qué agente se abordará el análisis, después se hace la descripción de algunos mercados principales y alternativos exitosos, en Latinoamérica como en el resto del mundo. Y, finalmente la descripción del mercado alternativo en Colombia y el error con relación a sus políticas y público objetivo. Luego, en el apartado tres se presenta una descripción detallada del diseño metodológico utilizado. Y, por último, en el apartado cuatro se darán a conocer los resultados para la pregunta realizada y sugerencias para la mejora de estas alternativas de financiación.

2. MARCO TEORICO

El sistema financiero es un conjunto de agentes, intermediarios y reguladores, que mediante la emisión de acciones u obligaciones por parte de los deficitarios se conecta con los superavitarios. Es decir, el sistema financiero pretende canalizar el capital de los ahorradores (Unidades de gasto en Superávit) hacia los prestatarios (Unidades de gasto en Déficit) necesitados de este. Para lograr este proceso de intermediación hay instrumentos y activos, como: Los mercados bursátiles, intermediarios e instituciones, reguladores y vigilantes de los anteriores agentes, velando por la regulación y control del sistema financiero (Calvo, 2014).







Esta relación del sistema financiero se visualiza en el anexo 4, en el que se presentan varios matices en el día a día, ya que los intermediarios crean activos financieros (Cuentas de ahorro, CDT's, Fondos de inversión colectivos) para generar un "espacio de recolección de capital", el cual posteriormente utilizan para crear activos de financiación (Prestamos, obligaciones a largo plazo). Esta metodología genera que recursos del corto plazo sean transformados a activos de mediano y largo plazo.

Al comprender el funcionamiento del sistema financiero, se analiza su subdivisión. De acuerdo con Educación Financiera para Todos AMW (2012) hay 4 divisiones: El mercado monetario, mercado de divisas, mercado de valores y otros mercados. Con relación al análisis proporcionado se opta por el mercado de valores, en función de introducir las alternativas más adelante proporcionadas. "El mercado de capitales busca que las personas que necesitan recursos se pongan en contacto con las personas que están dispuestas a entregarlos con la expectativa de obtener un rendimiento" (AMV,2012, p.2).

El objetivo del mercado de capitales es financiar a las empresas y el Gobierno, para contribuir al crecimiento económico del país con financiación. Además, de generar rentabilidades a sus inversionistas como compensación por la inversión de su dinero por un periodo de tiempo a este sistema (AMV,2016). Cabe aclarar que el sistema financiero, por ende, el mercado de valores esta vigilado y regulado por la Superintendencia Financiera de Colombia.

"La Superintendencia Financiera de Colombia tiene por objetivo supervisar el sistema financiero colombiano con el fin de preservar su estabilidad, seguridad y confianza, así como promover, organizar y desarrollar el mercado de valores colombiano y la protección de los inversionistas, ahorradores y asegurados" (Superintendencia Financiera de Colombia, 2005, p.2)







Este mercado de valores tiene 2 grandes mecanismos para cumplir su objetivo:

- 1. Las instituciones financieras o Bancos: Son entidades encargadas de ser los intermediarios dentro del mercado captando dinero del público y creando nuevos activos para otorgarlos a los deudores como deuda, obligaciones, inversiones, etc. Se pueden catalogar entre Instituciones Financieras Monetarias (IFM) como lo son: Bancos comerciales, empresariales o el banco central; e Instituciones Financieras No Monetarias como Fondos de pensión, seguros, bancas de inversión, etc.
 - 2. **El mercado de valores o no intermediado**: Se caracteriza por dar un espacio regulado y público para la interacción "directa" entre el deficitario y superavitario, garantizando la transparencia y veracidad de las dos partes gracias a entidades regulatorias. Es así, como este sistema reduce costos de intermediación.

Para efectos del presente documento, el enfoque será el mercado de valores o no intermediado de Colombia, en el que la bolsa de valores de Colombia (entiéndase como BVC) tiene como misión "Ser el centro de conexión entre los sueños de las personas y los deseos de crecimiento de las empresas, liderando la transformación del mercado de capitales y contribuyendo al desarrollo económico del país" (BVC, n.d.). La BVC pretende ser la plataforma de conexión entre los emisores de activos o valores y los inversionistas. Esto permite crear un espacio de negociación para el intercambio de capital a cambio de una rentabilidad. Esta rentabilidad o interés solicitado por los inversionistas en la bolsa de valores es más económico a comparación de las instituciones financieras.

Por eso es tan importante la bolsa de valores, porque ayuda a dirigir las inversiones hacia proyectos que generan más riqueza, lo cual es fundamental para que el país crezca y se mantenga







activo económicamente. Igualmente, el mercado presenta un diagnóstico parcial de las principales empresas nacionales, incluyendo cuáles son los sectores fuertes de cada economía y la relación internacional de activos que se genera (Del Carmen Ruiz Núñez et al., 2021).

Según la descripción del sistema financiero y el objetivo e importancia de la bolsa de valores a nivel nacional (Colombia) e internacional, nace la duda de considerar qué otras bolsas de valores hay en el mundo para identificar los espacios disponibles para las empresas grandes y así mismo tener un contexto de los espacios destinados a las Pymes. Razón por la cual, según la organización de las naciones unidas (ONU) los países que tienen la categoría de Estados Miembros son 193 y hay 2 países reconocidos, más no miembros, Palestina y la Santa Sede Católica (United Nations, n.d.).

Entonces, desde una elaboración propia con base en la investigación de las páginas oficiales de las bolsas de valores en todo el mundo, de los 194 territorios "reconocimos" (considerando los Estados miembros y Palestina) hay activas 103 bolsas de valores en 93 países. Es decir, el 53,09% de los países cuenta con el mecanismo del mercado de valores en su sistema financiero, como se evidencia en el anexo 2.

Para realizar un análisis de las bolsas de valores en el mundo, se definen tres criterios de clasificación: Capitalización, Cantidad de empresas inscritas en cada bolsa y porcentaje de velocidad de transacción de acciones locales.

1) Por capitalización de mercado

El país con las bolsas de valores con mayor capitalización para el 2022 es Estados Unidos con la bolsa de Nueva York y NASDAQ, con un valor de 24.060.385 millones de dólares y de







16.237.594 millones de dólares respectivamente, esta predominancia permanece durante todo el periodo de 2018-2022. En tercera posición esta la bolsa de China Shanghai Stock Exchange con 6.724.470 millones de dólares, le sigue la bolsa de Euronext; que es la asociación de las bolsas de países europeos (Bélgica, Francia, Irlanda, Italia, Países Bajos, Noruega and Portugal), con 6.064.467 millones de dólares. Y en quinto lugar esta Japan Exchange Group con una capitalización de 5.380.475,462 millones de dólares. Se aclara que todos los datos son del periodo de 2022, aclarando que en los años anteriores tiene un comportamiento similar.

Los continentes que comprenden las bolsas con menor capitalización en 2022 son: Asia con la bolsa de Armenia Securities Exchange que obtuvo una capitalización de 252,6 millones de dólares, continúa América con Bermuda Stock Exchange, tiene una capitalización de 207 millones de dólares y la bolsa de MERJ Exchange Limited en el país de Seychelles, ubicado en África central con una capitalización de 1.215,67 millones de dólares.

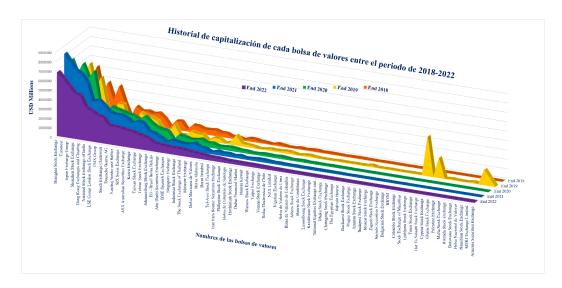
En general, se observa un crecimiento en la capitalización entre 2021 y 2022, pero las disminuciones posteriores pueden inferirse como una consecuencia directa de la pandemia.







Gráfica 5Historial de capitalización de cada bolsa de valores entre el periodo de 2018-2022, excluyendo a NYE y NASDAQ



Fuente: Esta gráfica es creación propia con datos tomados de World Federation of Exchange, excluyendo los valores de la bolsa de valores de New York y NASDAQ

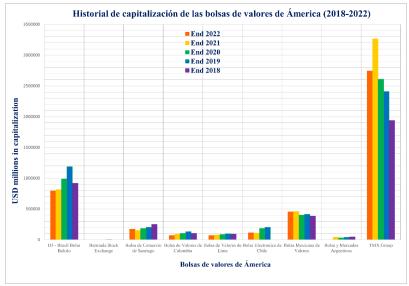
Para visualizar en específico al continente americano y Colombia, se evidencia una gran diferenciación entre el nivel de capitalización entre América del Norte y América Central-sur, ya que el mayor ponente latinoamericano es Brasil con un máximo de capitalización en 2019 de 1.187.361,69 de millones de dólares. En el caso en específico de Colombia, su mayor capitalización dentro de este periodo de 5 años es en 2019 con 132.040,28 millones de dólares como se puede evidenciar en el gráfico 6.







Gráfica 6 *Historial de capitalización de las bolsas de valores del Continente americano (2018-2022)*



Fuente: Esta gráfica es creación propia con datos tomados de World Federation of Exchange, excluyendo los valores de la bolsa de valores de New York y NASDAQ

2) Cantidad de empresas inscritas en cada bolsa

En 2022, las bolsas con mayor número de empresas registradas son Japan Stock Exchange con 3,871 empresas, la bolsa de Nasdaq con 3,688 en Estados Unidos y TMX Group Exchange en Canadá con 3,584 empresas. En seguida están las bolsas de China: Bolsa de Valores de Shenzhen (SZSE) y Bolsa de Valores de Hong Kong (HKEX). Esta clasificación se da considerando todas las empresas, tanto locales como extranjeras cotizantes en estas bolsas.

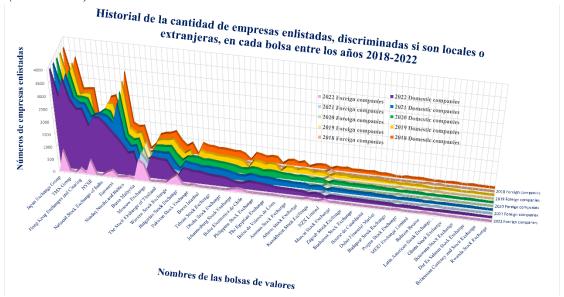
Es relevante destacar que la Bolsa de valores de Viena, de Moscú, de Bulgaria, de Luxemburgo de Praga, de las Bermudas y la Bolsa de valores de Namibia tienen una cantidad de empresa extranjeras registradas mayor a las empresas nacionales en 2022, pero hay una tendencia similar en los anteriores periodos.







Gráfica 7 *Historial de cantidad de empresas enlistadas, discriminando entre locales y extranjeras, de cada bolsa (2018-2022)*



Fuente: Creación propia con datos tomados de World Federation of Exchange

Enfocado al continente americano, se evidencia qué las bolsas con mayor participación de

empresas extranjeras enlistadas son la bolsa de New York, NASDAQ, bolsa de comercio de

Santiago, bolsa electrónica de Chile y la bolsa de las Bermudas. También, es pertinente comentar

qué la bolsa de valores de Colombia se ha mantenido constante en el rango de 62-63 empresas,

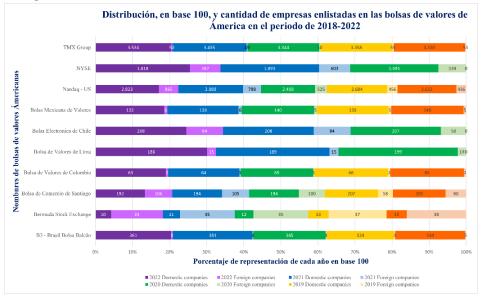
tanto locales y extranjeras, que no superan las 2 empresas.







Gráfica 8Distribución, base 100, de las empresas enlistadas en la bolsa de valores del continente americano en el periodo 2018-2022



OFuente: Esta gráfica es creación propia con datos tomados de World Federation of Exchange.

3) Porcentaje de velocidad de transacción de acciones locales

Este porcentaje puede dar un indicio de qué tan líquida es la bolsa de valores, con este criterio se considera líquida la bolsa de Shenzhen Stock Exchange tiene un promedio de 334% durante los últimos 5 periodos (2018-2022), le sigue la bolsa de Taiwán con un promedio de 286% y la bolsa de Estambul con 292%. Dentro de las bolsas que tienen una velocidad mayor al 100% comprenden en su mayoría las bolsas asiáticas junto con la bolsa de Brasil y el NASDAQ de Estados Unidos.

Colombia se encuentra en la posición 50 de las 80 bolsas analizadas con una velocidad en 2022 de 10%, en 2021 de 8%, 2020 de 9%, 2019 de 11% y 2018 del 13%. En posiciones más altas se encuentra la Bolsa Mexicana y la bolsa de Santiago, con un promedio del 21% para las dos bolsas latinoamericanas.







Gráfica 9Acumulación de la velocidad en transar acciones locales (2018-2022)



Fuente: Esta gráfica es creación propia con datos tomados de World Federation of Exchange.

Dado el análisis anterior y junto al Anexo 3, se logra evidenciar la gran diferencia de capitalización entre países y grandes empresas afirmando así que las Pymes no tienen gran participación en este mercado, además de la cantidad de empresas grandes inscritas en cada bolsa y la velocidad de acciones en las bolsas de valores. Por esto, se ha identificado que el financiamiento bursátil para Pymes requiere tratamiento singularizado y más si son de países no desarrollados. Aspectos como: La poca liquidez, la poca transparencia (asimetría de información), la poca confianza y el poco interés de los inversionistas han abierto la oportunidad a generar una solución: Las bolsas de valores junior, tradicionalmente llamadas segundo







mercado. Esta modalidad impulsa el desarrollo empresarial a través de alternativas bursátiles, diferentes de las fuentes de financiación bancarias y del Estado.

Como se puede evidenciar en el Anexo 3, las condiciones realmente logran diferenciar su público objetivo en cada una de ellas porque hay menos costos, reglas flexibles y tratamientos menos excluyentes, en el que se genera una relación con inversionistas particulares e institucionales a mediano y largo plazo en busca de ganancia de capital, lo que es diferente a las ganancias por dividendos.

Para confirmar lo anterior, se exponen casos exitosos a nivel internacional a lo largo de la historia:

- Estados Unidos contaba con dos Bolsas para Pymes, actualmente el Pink sheet y el OTCBB en los que cotizan compañías que no cumplen con los requisitos para cotizar en bolsas mayores, como una capitalización y un precio mínimo por acción. También está en NYSE MKT, que se considera es el mercado original en el que empresas medianas y pequeñas cotizan en bolsa.
- Inglaterra cuenta con el mercado alternativo AIM (Alternative Investment Market), en el que las Pymes cuentan con un asesor llamado Nominated Advisors (nomads) el cual atrae a las Pymes al AIM, los asesores para sus inicios en el mercado y durante la permanencia en él. El AIM es supervisado por el mercado de principal, es decir la bolsa de Londres, su creador.
- España con la bolsa para empresas grandes BME, implementaron BME Growth, el cual se ha identificado para las Pymes de España. La plataforma permite a las pequeñas y medianas







empresas en crecimiento acceder a los mercados de capitales y es sujeto de supervisión de la CNMV³.

- Canadá con la Bolsas de Valores de Vancouver y Alberta se fusionaron para formar la Bolsa de Valores Canadiense (TSX Venture Exchange), manejando la negociación de acciones junior, y así ampliando el acceso a la financiación de Pymes.

Por otro lado, en Latinoamérica un caso que enfrenta una problemática similar a la observada en Colombia es Ecuador, caracterizada por el desconocimiento de las opciones de financiamiento disponibles para las Pymes. En este sentido, su público objetivo y la relación que estos fomentan con el mercado de valores, desde varios estudios, se demuestra que la capacidad al financiamiento en Ecuador para Pymes es poca. El mercado de valores en Ecuador se ha creado para negociar valores emitidos por Pymes, grandes empresas y organizaciones de la economía popular y solidaria, que cumplen los parámetros requeridos en la normativa que rige a este segmento (Narváez-Zurita et al., 2023).

Ya que se ha evaluado las alternativas que han aplicado a nivel internacional para integrar a las Pymes dentro del sistema financiero, y en específico al mercado de valores, se entra a evaluar lo que ha hecho Colombia para esta misma ponencia, primero conociendo porqué las empresas Pymes son cruciales para el país.

La cantidad de empresas en Colombia "De acuerdo con las cifras de la Oficina de Estudios Económicos del Ministerio de Comercio, Industria y Turismo, el número total de empresas

³ Organismo regulador independiente, responsable de ejercer la supervisión e inspección de los mercados de valores de España





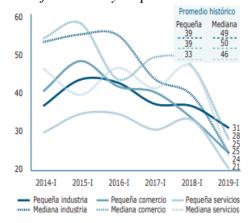


matriculadas y renovadas llegó a 1'740.168, lo cual representa un crecimiento de 0,2%" (Colombia Cerró 2023 Con Número Histórico De Empresas Activas MINCIT, 2024).

"El informe destaca que las microempresas representan cerca del 95 % del tejido empresarial nacional. Por su parte, las pequeñas empresas participan con el 3,5 %; las medianas son el 0,8 % y las grandes empresas el 0,3 % del total nacional" (Colombia Cerró 2023 Con Número Histórico De Empresas Activas| MINCIT, 2024).

Representando así, entre las empresas pequeñas y medianas un total del 4,3%, es decir, un aproximado de 74.827 empresas. En los resultados de la Gran Encuesta Pyme (GEP) de ANIF, en la sección de financiamiento, se cuenta cómo las pymes buscan financiamiento dentro y fuera del sistema financiero. Lo preocupante es la reducción de solicitud de crédito dentro del sistema financiero, ya que según los datos de 2019-II de ANIF el número de empresas que solicitó crédito fue menor al promedio en todas las industrias y tamaños.

Gráfico 1Solicitud de crédito por el sistema financiero y su promedio histórico



Fuente: Tomado de ANIF, Gran Encuesta Pyme Nacional – ANIF, octubre 2019







Considerando que las empresas disminuyeron su demanda de crédito, es relevante conocer en el Gráfico 2 que muestra las fuentes de financiamiento a las que más acuden las Pymes, las cuales son: Sus proveedores, recursos propios, reinversión de utilidades, métodos de factoring y leasing.

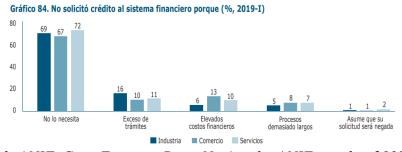
Gráfico 2Acceso a otras fuentes de financiamiento para satisfacer su necesidad 2019.



Fuente: Tomado de ANIF, Gran Encuesta Pyme Nacional – ANIF, octubre 2019

Ahora, ¿Por qué considerar las fuentes de financiamiento anteriores y no el sistema financiero? Según el Gráfico 3: Las empresas no lo necesitan, hay un exceso de trámites y hay unos elevados costos financieros.

Gráfico 3Razones de por qué no solicitar un crédito al sistema financiero 2019



Fuente: Tomado de ANIF, Gran Encuesta Pyme Nacional - ANIF, octubre 2019

La conclusión de esta Gran encuesta, considerando gráfico 1, 2 y 3, es que el sistema financiero comprende menos del 50% dentro del espectro de financiamiento para las pymes, por lo que el espacio de colocación de activos lo están solventando actores que no tienen los suficientes fondos para otorgar una financiación óptima para las empresas.







Dado el peso significativo de la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) y del sistema financiero en la economía del país y, por ende, en el panorama de las empresas Pymes como potenciales beneficiarios de financiamiento, se inicia el proceso de identificación del enfoque más adecuado para abordar esta interrelación. En este contexto, se consideran dos opciones para dirigir este análisis de manera efectiva.

- Desde el inversor, ya que la mayor preocupación de este actor es la falta de liquidez en el mercado colombiano, es decir la dificultad para salir de este (Restrepo, 2024). Esto se corrobora con los datos de Colombia en la velocidad de transacción de acciones locales del Gráfico 9.
- Desde las empresas, ya que la falta de información clara y veraz de los incentivos, restricciones o decisiones a tomar al decidir ser una empresa pública, no son claros (Vásquez, 2024).

El enfoque que se ha decidido para dar solución a la problemática principal es el de las empresas, específicamente las Pymes, por su relevancia en la economía colombiana. Según las problemáticas anteriores, se entiende qué entre mayor cantidad de empresas públicas en la bolsa, mayor será el dinamismo y los incentivos para los inversores dentro del mercado colombiano.

"Además, contar con un mercado de capitales desarrollado permite promover el crecimiento económico, promoviendo el flujo de recursos hacia la financiación del sector productivo de manera eficiente. En este sentido debe ser una prioridad tanto del sector público como del privado trabajar en el avance de diferentes iniciativas que logren dinamizar el mercado colombiano" (Asobancaria, 2022).







Por dichas razones, en Colombia nace un segundo mercado limitado a inversionistas expertos, este mercado se crea en 1995 con la resolución 400 (Vera, 2021), se modificó mediante el decreto 2555 de 2010 y nuevamente modificado en 2014 con el decreto 1019.

En la resolución 400 de 1995 [Superintendencia Financiera] se crea el segundo mercado entendiéndose como las negociaciones de títulos cuya inscripción en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios se efectúe conforme a los requisitos establecidos en el presente título y cuya adquisición sólo puede ser realizada por los inversionistas autorizados (22 de mayo de 1995). La definición del decreto 2555 de 2010 es símil a este y desde esta definición podemos identificar la única diferenciación del segundo mercado y el mercado principal, la BVC, es el tipo de inversionistas que pueden participar.

Después llega el Decreto N.º 1019 de 2014, el cual "reforma" este segundo mercado. Para identificar las diferencias entre este segundo mercado y el mercado principal (BVC), podemos identificar una reducción importante tanto en costos de tramite como en requerimientos de información financiera expuestas en la siguiente tabla:







Tabla 1Comparación de términos entre el mercado principal, BVC, y el mercado secundario

Aspecto	Mercado principal	Segundo mercado
Respuesta a solicitud de autorización	30 días hábiles	10 días hábiles
Valor de derechos de inscripción en el RNVE	0,08 x 1.000 del patrimonio del respectivo emisor	0,04 x 1.000 del patrimonio del respectivo emisor
Derechas de autorización de oferta pública	0,35 x 1.000 sobre el monto total de emisión	No se cobra por los derechos de oferta pública
Monto mínimo para emisión de bonos y papeles comerciales	2.000 salario mínimo mensual lega	No tiene
Calificación de valores	Sí	No
Representante de tenedores de bonos	Sí se requiere	No se requiere
Implementación de mecanismos de cobertura y apoyo crediticio en titularización de activos	Sí	No
Inscripción en el RNVE y autorización de la oferta pública	Previa evaluación y autorización	Los valores se entienden inscritos e el RNVE y su oferta pública autorizada a remitir los documentos requeridos

Fuente: Tomado de Blanco barón, Constanza RNVE-SV 1998-2004 y RNVE-SFC 2005-2013. La reforma al segundo mercado: Análisis del Decreto 1019 de 2014

Ahora, ya evaluando las diferencias entre el mercado principal y secundario de Colombia, se compara las modificaciones realizadas al segundo mercado durante su operación entre la Resolución 400 de 1995, Decreto 2555 de 2010 y Decreto 1019 de 2014, entiéndase Superintendencia Financiera o su símil como SF y El Registro Nacional de Valores y Emisores como RNVE, son los siguientes:

Tabla 2
Comparación de las modificaciones realizadas al segundo mercado

Descripción	Resolución 400	Decreto 2555	Decreto 1019
Inversionistas	Toda persona que posean o	Patrimonio igual o superior a 157.878,12	Se mantiene igual que el decreto 2555
	administren un portafolio de	UVT. Ser titular de un portafolio de inversión de valores	que el decreto 2555







	inversiones mayor a 8.500 SMMLV	igual o superior 78.939,06 UVT Haber realizado directa o indirectamente mínimo quince (15) operaciones de enajenación o de adquisición, durante un período de sesenta (60) días calendario, en no más de dos años. El valor de estas operaciones debe ser igual o superior a un 552.573,41 UVT.	No requieren				
Calificación	No se mencionan	"Este paso es obligatorio." (Barón, 2014) "No tendrán que incorporar mecanismos de cobertura, debiendo en todo caso ser calificados por una entidad autorizada o avalados o garantizados por establecimientos de crédito o entidades aseguradoras"	No requieren calificación para el registro en el RNVE. Se da la posibilidad de calificación voluntaria por una sociedad calificadora de riesgo				
Tiempos de autorización	la Superintendencia de Valores tendrá un término de diez (10) días para efectuar las observaciones que considere pertinentes.	la Superintendencia de Valores tendrá un término de diez (10) días para efectuar las observaciones que considere pertinentes.	La SF de Colombia tendrá un término de diez (10) días hábiles para verificar el envío del mismo en forma completa. El emisor tendrá un término de cinco (5) días hábiles para allegar la información faltante.				
Inscripción en el Registro Nacional de Valores y Emisores	Revisor fiscal, formulario inscripción, certificado existencia de la empresa, modelo del valor a emitir,	Igual que la Resolución 400 de 1995	"Advertencia en caracteres destacados que la inscripción en el RNVE no implica certificación por parte de la SF de Colombia sobre la bondad del valor"				









Información prospecto de emisión	Datos empresa, cláusula de adquisición solo para inversionistas profesionales, descripción del valor financieramente y el objetivo de ese recaudo, precio acordado entre las partes, en bonos como se comunicarán para dar los cupones, estados financieros de cierre, aclaración de que la fiabilidad del valor no está garantizada por la SF.	Igual que la Resolución 400 de 1995	Datos empresa, cláusula de adquisición solo para inversionistas profesionales, descripción del valor financieramente y el objetivo de ese recaudo, aclaración de que la fiabilidad del valor no está garantizada por la SF.
Garantías	No se menciona	"podrán incorporar garantías otorgadas por entidades extranjeras"	"podrán incorporar garantías otorgadas por entidades extranjeras o nacionales"
Información periódica a inversionistas	No se menciona	"Los estados financieros de períodos intermedios deberán elaborarse como mínimo cada tres (3) meses" Sujetos a cambios por parte de la SF.	"Los emisores deberán actualizar a solicitud de al menos uno de los inversionistas tenedores de los valores, ya sea físicamente o en su página web". La información relevante es: (i) partes relacionadas (ji) alta gerencia; (iii) Descripción habido un cambio de control del emisor (iv) operaciones por fuera de balance (v) obligaciones







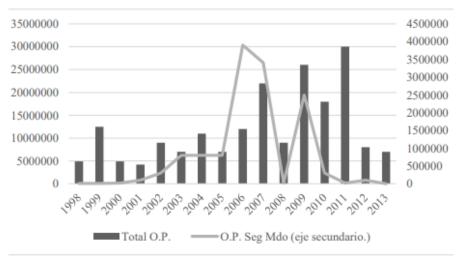
	financieras y (vi)
	responsabilidad
	contingente.

Fuente: Elaboración propia

También, "el precio del derecho de inscripción disfruta de una reducción del 50%" (Vera, 2021, p. 42) como beneficio para este segundo mercado con la reforma en el Decreto N.º 1019 de mayo del 2014.

Los resultados de este segundo mercado de 1995 se resumen en que "sólo 3% de cada una de las emisiones de bonos corporativos se hicieron en el Segundo Mercado y no se inscribió ni una Pyme" (Vera, 2021, p. 41). Identificar las modificaciones entre resoluciones y decretos del segundo mercado, además de reducir entre el primario y el secundario, se evalúan los resultados de este segundo mercado para identificar si han sido suficientes los cambios para llegar a su público objetivo y qué se opina al respecto.

Gráfica 10Comportamientos de OP dentro de todo el mercado colombiano vs el segundo mercado (1998-2013)



Fuente: Tomado de Blanco barón, Constanza RNVE-SV 1998-2004 y RNVE-SFC 2005-2013. La reforma al segundo mercado: Análisis del Decreto 1019 de 2014







El segundo mercado creció al iniciarse la década de 2000, un corto auge entre 2005 y 2007 (en 2006 se registró la mayor proporción relativa de montos autorizados para segundo mercado en el total de las ofertas públicas, con el 32,2%), un comportamiento irregular entre 2008 y 2010 (en 2008 no hubo ofertas), y a partir de 2010 decayó, hasta fines de 2013 solo se autorizaron cuatro procesos (tres en 2010 y uno en 2012). (Barón, 2014, pp 5 - 6).

Los resultados para 2022 según un artículo de opinión de la directora de Estructuración de Mercado de Capitales de la vicepresidencia de inversiones del grupo Bancolombia "29 emisiones de 19 emisores se colocaron en segundo mercado entre mayo de 2019 y enero de 2022 por 3.89 billones de COP a un plazo promedio de 6.74 años" (Bancolombia, 2022).

El sentimiento de que estos resultados no son los esperados ni los óptimos que puede alcanzar un mercado alternativo y que eso se da por cómo se está planteando actualmente este mercado es una percepción generalizada. Retomando las palabras de María Fernanda Diaz, la autorreguladora del mercado de valores (AMV) y nuestra experiencia, se identifican una serie de inconvenientes dentro de este segundo mercado:

- 1) Indagar información del segundo mercado es casi una "tarea titánica" tanto para investigadores como para empresas interesadas en buscar otras fuentes de financiación, ya que "Ningún contenido, al menos en búsquedas rápidas, muestra detalles del estado del mercado" (Bancolombia, marzo 2022). Además, uno de los problemas que no resuelve el Decreto 1019 de 2014 es "los problemas que pueden tener las pequeñas y medianas empresas es su desconocimiento de esta fuente potencial de financiación" (Barón, 2014).
- 2) El enfoque es totalmente erróneo, ya que en este segundo mercado ninguna pyme se ha registrado o si quiera conoce la existencia de este. De esto da fiabilidad







entidades reguladoras como la Autorreguladora del mercado de valores, entiéndase como AMV:

"En la práctica, las empresas que emiten títulos dirigidos al segundo mercado son en su mayoría grandes empresas que también emiten títulos en el mercado principal, y no se encuadran dentro del concepto de PYME establecido en la normatividad colombiana". (AMV, 2009, pp 24).

Existe una oportunidad de llegar al público objetivo modificando las especificaciones anteriormente mencionadas, Decreto 2555 de 2010 y Decreto 1019 de 2014. "La oportunidad de financiar más sectores y más de 19 emisores a través de mercado de capitales, probado como fuente de crecimiento corporativo" (Bancolombia, 2022).

También apoya la percepción de que el segundo mercado no lo están aprovechando específicamente las PYMES "han tenido una participación casi nula en este mercado, ya que el llamado segundo mercado logra desviar un poco el concepto que tiene por PYME, llegando así a enfocarse a grandes empresas" (Vera, 2021) y El segundo mercado desde 1995 hasta 2010 "se inscribieron en su mayoría organizaciones gigantes y fideicomisos atraídos por la reducción de requisitos y simplicidad de registro comparado con el mercado primordial" (Vera, 2021, p. 41).

Aún más preocupante "no diferencia a los emisores que pueden realizar ofertas en el segundo mercado de los del mercado principal. De hecho, se puede ir al segundo mercado aun estando en el primer mercado" (Barón, 2014). Este segundo







mercado no se encuentra diferenciado en el tipo de empresas que pueden participar, ya que se entiende que, si es un segundo mercado, es para los que no tienen la capacidad acceder al mercado principal en teoría, pero en la práctica no se da, como se ha comentado anteriormente.

3) La falta de accesibilidad para los inversionistas no profesionales es evidente, ya que se establece un criterio estricto para calificar como "inversionista profesional", requiriendo tanto capacidad financiera como conocimiento del mercado. Bajo estas condiciones, resulta lógico suponer que el mercado secundario, donde no se solicitan calificaciones, garantías ni informes periódicos, carecerá de atractivo para este tipo de inversionista.

De esta manera, podemos identificar un problema de liquidez desde los dos agentes más importantes: Por parte de los emisores, ya que ni siquiera son conocedores del mercado y por parte de los inversionistas, que si llegan a conocer este mercado no es nada atractivo a comparación de otros activos a los que puede acceder por el mismo o menor riesgo, además de los requerimientos para invertir son extremadamente exigentes y excluyentes. Entonces, ¿Para quién está planteado este mercado?

Dentro de esta evaluación sobre que ponencias ha ejecutado el gobierno colombiano para la correcta financiación desde el mercado de valores hacia las Pymes se evidencia una herramienta, que, a diferencia de la anterior, está disponible para el público general y está enfocada a esta categoría de empresas, pero desde una metodología enfocada en crowdfunding⁴ como lo es la herramienta de la BVC A2censo.

⁴ Entiéndase cómo Financiación colectiva, ayuda a pequeñas empresas a conseguir financiación más allá de la que puedan aportar bancos, amigos y familiares. Se utiliza como fuente de financiación para proyectos muy diversos. (Economipedia, 2020).







Según A2censo se definen como:

"A2censo es la plataforma de financiación colaborativa (Crowdfunding de inversión) en dónde se encuentran Pymes e inversionistas con el fin de que las Pymes obtengan recursos económicos a través de la emisión de valores de financiación, para hacer crecer las empresas, los proyectos locales, el dinero y el país. (...) Así mismo, A2censo es una nueva alternativa para que inversionistas con o sin experiencia puedan hacer crecer su dinero invirtiendo desde bajos montos en proyecto locales y de empresas colombianas con el deseo de construir país". (A2censo, Julio 2023, pp2)

Ahora bien, ¿Como es que A2censo logra conectar los proyectos PYMES con inversores calificados y no calificados? Es gracias a su método de crowdfunding donde se crea "un espacio en donde varios inversionistas hacen pequeños aportes para financiar empresas, con el objetivo de que ambas partes ganen: por un lado, los inversionistas obtienen rentabilidad y los empresarios consiguen recursos para hacer realidad sus proyectos" (Mattos, 2023).

Las opciones de inversión que se pueden llegar a abrir por cada campaña en a2censo son tres:

Deuda, acciones y notas convertibles, cada uno está dispuesto con las especificaciones requeridas dependiendo del tipo de activos y por medio de una herramienta de simulación puede identificar, con esas especificaciones, cuánto recibirá al final de toda la operación. Puede tener un contacto con el emisor como inversionista por medio de la plataforma y tiene derecho a negociar de manera extrabursátil esos títulos, ya que la plataforma internamente tiene opción de realizar el cambio de titularidad de los activos. El proceso que deben pasar se divide en 5 pasos según la página oficial de A2censo: Primero, la postulación y evaluación del activo a publicar e igualmente la empresa en cuestión. Segundo, identificar la publicación de la campaña dentro de la página oficial o vitrina de inversión. Tercero, depende del simulador y los datos







proporcionados dentro de la vitrina decide invertir y cuanto en la campaña. Cuarto, cuando el plazo o la cantidad a recaudar llega a su 100% se cierra la posición y ya no se es capaz de retirar la inversión. Quinto, puede realizar un seguimiento de su inversión y de los cupones o consignaciones a su balance dentro de la plataforma la cual tiene botón directo para retirar el dinero dentro del país.

A fecha de abril de 2024 a2censo reporta en su página web que ha realizado 188 campañas exitosas, que comprenden 825.483 millones de pesos colombianos financiados por 12.010 inversionistas (A2censo, 2024). Esto, se pude comparar con los resultados de 2021 "A la fecha por medio de esta plataforma se han financiado exitosamente 51 proyectos con los aportes de 2.993 inversionistas (...) por un total de 11.418 millones de pesos" (Vera, 2021). Es aquí donde podemos ver un crecimiento de 268% en las campañas exitosas, de 301% en los inversionistas conquistados y un 7.129% en los millones de pesos financiados en un periodo de 3 años considerando un contexto macroeconómico de resiente recesión por pandemia del Covid-19.

Hay dos tipos de inversionistas dispuestos en A2censo: Primero, el calificado el cual debe tener:

"Patrimonio igual o superior a 10.000 SMMLV, Ser titular de un portafolio de inversión en valores, distintos a valores de financiación colaborativa, igual o superior a 5.000 SMMLV, la certificación de profesional del mercado como operador expedido por la AMV, tener la calidad de entidad vigilada por la SF y ser un organismo financiero extranjero o una multilateral". (A2censo, Julio 2023, pp 5)

Y el otro es el inversor no calificado que tiene un límite para invertir, sumando todas las campañas en las que puede participar, hasta el 20% de sus ingresos anuales o su patrimonio, el que resulte mayor. (A2censo, 2023).







Puede invertir como mínimo 200.000 pesos colombianos y, en la segunda ronda de inversión, 50.000 más y tiene una garantía del 50 % al 70 % de la inversión si la Pyme no responde por parte del fondo Fogarín. No hay un pago por comisión, pero el inversor costea lo resultante por la transacción y traspaso de recursos (A2censo, 2023).

Para ser emisor de un activo dentro de a2censo tiene que cumplir con:

"Ser una empresa legalmente constituida como persona jurídica en Colombia, Contar con al menos un año de operación y 12 meses consecutivos de ventas, no pertenecer a sectores económicos excluidos, ventas anuales entre \$900 millones y \$ 50 mil millones de pesos, contar con al menos un año de historial crediticio o cuentas bancarias activas y no encontrarse en proceso de liquidación o símil". (A2censo, 2023).

Los montos mínimos a emitir activos son: El monto mínimo establecido son 100 millones para Deuda y 300 millones para Acciones y Notas convertibles. Como máximo 19.000 SMMLV y si cuenta con al menos un inversor calificado su máximo se extiende hasta 58.000 SMMLV (A2censo, 2023).

A2censo clasifica el tipo de ronda de inversión por ciertas categorías para que el inversionista identifique si es una Start Up como una ronda Pre-semilla, o para lanzar un producto con la ronda semilla. Además de estas dos, hay Serie A y serie B en adelante para empresas de etapa madura. (A2censo, 2023).

"Los modelos crowdfunding se ajustan a la financiación que buscan muchas PYMES" (Vera, 2021, pp. 61). Desde el punto del inversionista y del emisor, el crowdfunding puede ser un modelo óptimo; considerando los montos, la accesibilidad y el crecimiento exponencial que ha







presentado en 3 años, además de las herramientas que otorgan un valor agregado como el simulador. Se tiene presente que se comporta mediante campañas y no es una publicación perpetua de acciones y no tiene un espacio de intercambio como mercado secundario⁵

3. DISEÑO METODOLOGICO

En el primer apartado se realizó el análisis de distintos artículos que abarcaban el sistema financiero, como: "Manual del sistema financiero español" de Antonio Calvo, el cual especifica los agentes del mercado y su relación de manera clara y transversal para la generalidad de los sistemas financieros. Igualmente, artículos de entidades vigilantes como la AMV realizan un enfoque de cómo se maneja el sistema financiero colombiano y la diferenciación en sus mercados, además de los tipos de agentes vinculantes a cada uno. Después del contexto del sistema financiero y del mercado de valores, fue relevante indagar la situación del mercado de valores internacional en términos de capitalización, cantidad de empresas inscritas y de la velocidad de las transacciones con el fin de identificar que oportunidades tienen las empresas "grandes" y, por ende, en donde pueden tomar protagonismo las Pymes. Por lo que, se buscaron artículos que proponen implementar mercados alternativos para financiar a las Pymes y se descartan las que no plantean está idea, ya que las demás fuentes de financiación se desvían del propósito de este artículo.

Acotando la investigación a la importancia y la forma de financiación de las Pymes colombianas, se hizo uso de artículos como: "Análisis del mercado de valores ecuatoriano como fuente de inversión para las Pymes" de Orlando Pérez y la "Gran Encuesta Pyme Nacional" de ANIF destacando las Pymes como parte fundamental de la promoción de empleo y solicitadores de

⁵ Entiéndase en este caso como mercado secundario donde se puede transar, vender y comprar, públicamente activos que ya pasaron por la etapa de la oferta pública de adquisición







gran capital, los cuales si llegan a solicitar capital primero se dirigen a otras fuentes de financiamiento que están fuera del sistema financiero y no llegan a conocer los métodos de financiamiento que puede otorgar el mercado de valores. Por último, se enfoca la búsqueda a artículos que expongan alternativas de financiación dentro del sistema financiero o cercanos al mercado de valores y para ello, se utilizaron artículos como "Estructura opcional del mercado de valores como fuente de financiación para las Pymes" por Vera Mendoza y "Análisis de a2censo: inversiones, comisiones y cómo invertir" por Arturo Mattos que identifican la forma de financiación y su efectividad para conectar con los inversores colombianos y las empresas deficitarias. Esto da una base para concluir si las fuentes de financiamiento actual en Colombia son eficiencias y efectivas para el segmento de la Pymes y si no es así, que ejemplos internacionales se pueden tomar.

Tras tener una base de artículos relevantes, se destacó influencias importantes como la participación de las Pymes en la bolsa de valores, el financiamiento a Pymes, la importancia de las bolsas de valores en la economía, el valor de la capitalización, las empresas listadas y, finalmente, la estructura opcional del mercado de valores como fuente de financiación para Pymes. Gracias a la utilización de estas variables, se logra realizar un análisis más específico, para resolver la pregunta planteada, alcanzando así el objetivo principal de estudiar el mercado alternativo en Colombia.

Finalmente, para cada artículo se realizó una síntesis, comprendiendo la metodología, cuáles fueron las variables utilizadas, en qué medida afectan y el proceso para encontrar cierta relación, considerando fechas de publicación, que no hayan sido menores a los 2000's, para tener una mejor base de datos y no contar con aspectos negativos que afecten el artículo.







4. RESULTADOS

La necesidad de impulsar esfuerzos para profundizar el segundo mercado en Colombia, orientados a facilitar la participación de las Pequeñas y Medianas Empresas (Pymes) se fundamenta en la importancia estratégica del desarrollo del mercado de valores en el panorama económico del país. Este impulso se justifica no solo por los beneficios intrínsecos que aporta a la economía, sino también por las ventajas significativas que ofrece el acceso al mercado de valores en contraposición a otras alternativas de financiamiento tradicionales. Resulta destacar que, pese a los avances normativos y las políticas gubernamentales dirigidas a fomentar la participación de las Pymes en el mercado de valores, existen deficiencias en su profundización efectiva y el desarrollo de estrategias específicas para involucrar a este sector empresarial clave. Investigaciones recientes y análisis de la necesidad creciente de financiamiento por parte de las Pymes han dejado al descubierto una brecha considerable en términos de conocimiento y participación en este mercado, lo cual resalta la urgencia de implementar medidas concretas para abordar esta situación de manera efectiva. En este contexto, surge la relevancia de explorar y considerar una posible alianza o fusión del mercado secundario con A2censo. Esta es una iniciativa que promete ampliar el alcance y la accesibilidad del mercado de valores, especialmente para las empresas Pymes, ya que A2censo cuenta con las características en la que es deficiente el mercado secundario, las cuales son: La deficiencia de su promoción como mercado, la incertidumbre que tienen los inversionistas⁶, por asimetría de información que hay actualmente por la poca información de las empresas emisoras

y darle acceso al inversor no profesional. Esto complementa los objetivos de este mercado

⁶ Van desde individuos particulares hasta instituciones financieras y capitalistas de riesgo







porque apoya a las Pymes en su crecimiento, a diferencia del objetivo de A2censo que es financiar proyectos de innovación de estas. Es así como se logra un mayor atractivo e incentivo para los inversores y los posibles emisores. Representando una oportunidad única para fortalecer el ecosistema empresarial y financiero del país. La integración con A2censo daría una opción de diversificación de los portafolios de inversión y el apoyo directo a los pequeños y medianos empresarios, lo que impulsaría el crecimiento económico y la creación de empleo.

Asimismo, la existencia del programa Capital, lanzado por el gobierno colombiano, para promover el desarrollo empresarial mediante la financiación, podría replantearse en una estrategia más integral y efectiva que incorpore las ventajas ofrecidas por el mercado alternativo de valores. Si bien este programa ha tenido impactos positivos, su efectividad podría maximizarse al enfocarse de manera más específica en las necesidades y desafíos particulares de las Pymes.

Desde una perspectiva más amplia, el enfoque en la profundización del mercado de valores como parte integral del desarrollo económico y la reducción de la vulnerabilidad financiera de las empresas, como sugiere el documento de Nydia Remolina León, es un paso crucial hacia la construcción de una economía más robusta y resiliente. En este sentido, es esencial reconocer los avances obtenidos a través de iniciativas como el Programa Colombia Capital, que ha logrado promover emisiones exitosas y ha involucrado activamente al sector empresarial y financiero en el mercado de valores.

5. CONCLUSIONES

El impulso hacia una mayor profundización del mercado de valores en Colombia y la participación de las Pymes en este mercado requiere un enfoque integral y coordinado que







involucre tanto a entidades gubernamentales como al sector empresarial y financiero. Una alianza estratégica con A2censo y una revisión de programas como Capital pueden ser pasos significativos hacia la creación de un entorno empresarial más dinámico, inclusivo y propicio para el crecimiento económico a largo plazo.

Las Pymes representan una parte vital del entramado económico tanto a nivel global como nacional. A pesar de su importancia, enfrentan numerosos desafíos, siendo el acceso a la financiación uno de los más prominentes. Este problema se agrava debido a la naturaleza misma de las Pymes, caracterizadas por su juventud, informalidad y dedicación a sectores emergentes, lo que genera mayor riesgo para los financiadores y una asimetría de información.

En el contexto colombiano, las Pymes representan una parte significativa del PIB y la generación de empleo, sin embargo, se enfrentan a una escasez de alternativas de financiación adecuadas a sus necesidades. Aunque históricamente los microcréditos han sido una opción común, su oferta ha disminuido en los últimos años, limitando aún más las posibilidades de crecimiento y consolidación de las Pymes. Ante esta problemática, se han explorado diversas alternativas a nivel internacional, incluyendo la creación de mercados alternativos o Bolsas de Valores Junior. Ejemplos en países como Canadá, Alemania y Perú resaltan la importancia de abordar de manera prioritaria el desafío del financiamiento para las Pymes, ya que su exclusión del sistema financiero puede llevar a declives en el dinamismo económico y la innovación a nivel local.

En el caso específico de Colombia, se observa una baja participación de empresas en el mercado de valores principal, lo que sugiere la necesidad de desarrollar estrategias para dinamizar este mercado y facilitar el acceso de las Pymes al financiamiento. Aunque existen iniciativas como el segundo mercado, su alcance y efectividad son limitados, y se requiere una revisión profunda de







las políticas y regulaciones para promover una mayor participación de las Pymes en el mercado de valores colombiano.

Pese a los esfuerzos regulatorios realizados, el segundo mercado no ha logrado alcanzar su potencial en términos de participación de las Pymes y liquidez. La falta de diferenciación entre el segundo mercado y el mercado principal, así como la escasa accesibilidad para los inversionistas no profesionales, son obstáculos significativos. Existe una clara necesidad de revisar y modificar las regulaciones del segundo mercado para hacerlo más accesible y atractivo para las Pymes. Esto podría implicar cambios en los requisitos de participación, incentivos fiscales adicionales o programas de educación financiera para aumentar la conciencia sobre las oportunidades que ofrece el mercado. La plataforma de financiación colaborativa A2censo emerge como una alternativa viable para las Pymes en busca de financiamiento. El crowdfunding ofrece beneficios como accesibilidad, flexibilidad y herramientas agregadas como simuladores, lo que lo convierte en un modelo atractivo tanto para los inversionistas como para los emisores. El crecimiento significativo experimentado por A2censo en términos de campañas exitosas, inversionistas y financiamiento total en los últimos años indica un interés creciente en este modelo de financiación. Este aumento puede atribuirse a su capacidad para superar algunas de las limitaciones del segundo mercado, como la accesibilidad y la flexibilidad.

Como conclusión importante, se sugiere continuar con la investigación sobre cómo modificar la reglamentación jurídica y práctica del mercado de valores para la financiación de las empresas PYMES desde el enfoque del inversor. Esto es fundamental, ya que, como se mencionó, se decidió no abordar la perspectiva de este actor en el presente estudio con el fin de profundizar en el análisis de las empresas PYMES colombianas. Explorar esta dimensión permitirá obtener una







visión más integral y mejorar las estrategias de financiación disponibles para estas empresas, fomentando su crecimiento y sostenibilidad en el mercado.

6. REFERENCIAS

- Alonso, J. F. G., & Aguas, J. P. N. (2016). EL MERCADO DE VALORES COMO FUENTE

 DE FINANCIAMIENTO PARA LAS PEQUEÑAS y MEDIANAS EMPRESAS

 ECUATORIANAS. Revista Científica U Israel, 3(3), 35–56
- Álvarez Garcia, B., & Domínguez Martínez, J. (n.d.). El papel de los mercados alternativos como herramientas que favorecen la financiación de las Pymes y su sostenibilidad / Revista Estrategia Organizacional. https://hemeroteca.unad.edu.co/index.php/revista-estrategica-organizacio/article/view/4961/4709#toc
- AMV (2012) ABC del inversionista Vol 1. 2nd edn, AMV Colombia. 2nd edn
- AMV (2016) Conozca Agentes Vol 11. 2nd edn, AMV Colombia
- ANIF. (2019, octubre). Gran Encuesta Pyme Nacional ANIF.

 https://www.anif.com.co/encuesta-mipyme-de-anif/gran-encuesta-pyme-nacional/
- Bancolombia. (2022). Opinión Emisiones de segundo mercado en Colombia. Bancolombia. https://www.bancolombia.com/empresas/capital-inteligente/opinion/segundo-mercado-

de-valores-en-colombia

- Barón, C. B. (2014). La reforma al segundo mercado: análisis del Decreto 1019 de 2014. Dialnet. https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=7249127
- BVC. (2023, Julio). GUIA PREGUNTAS FRECUENTES a2censo. https://assets.a2censo.com/questions.pdf
- C Edward Gilpatric. (1999). Investing in the stock market. Idg Books Worldwide.







- Calvo, A., Pareja, J., Rodriguez, L., Cueva, A. (2014). Manual del sistema financiero español. España: Ariel.
- Colombia cerró 2023 con número histórico de empresas activas | MINCIT. (marzo, 2024).

 MINCIT. https://www.mincit.gov.co/prensa/noticias/industria/colombia-cerro-2023-conhistorico-empresas-activas
- Decreto 1019 de 2014 Nivel Nacional. (2014, mayo 28).

 https://www.alcaldiabogota.gov.co/sisjur/normas/Norma1.jsp?i=57442
- Decreto 2555 de 2010 Nivel Nacional. (2010, mayo 22).

 https://www.alcaldiabogota.gov.co/sisjur/normas/Norma1.jsp?i=40032
- El poder de lo pequeño: Hay que activar el potencial de las pymes. (2019, octubre).

 Organización Internacional Del Trabajo. https://webapps.ilo.org/infostories/es-ES/Stories/Employment/SMEs#intro
- Ferraro, C., Luis, E., Zuleta, A., & Garrido, C. (2011). Eliminando barreras: El financiamiento a las pymes en América Latina Eliminando barreras: El financiamiento a las pymes en América Latina. https://repositorio.cepal.org/server/api/core/bitstreams/7336fcfb-b028-4188-b089-68107c721da6/content
- Gómez, H., presidente, R., Sandoval, A., Técnico, V., Marcela, L., Castillo, B., Financiera Y De Riesgos, D., Sofía, L., Coronado, R., Máster, P., Hurtado, S., Profesional, G., Liz, J., Castillo, M., & Leal, L. (2022). *Asobancaria Derechos de Autor Reservados* © *Asobancaria*. https://asobancaria.com/wp-content/uploads/Caracterizacion_Mercado_de_Capitales_Colombiano.pdf
- Güereña de la Llata, J. M., Olivares Leal, A., & Verdugo Tapia, M. L. (2016).

 COMPETITIVIDAD DE BOLSAS DE VALORES: VALOR DE CAPITALIZACIÓN,







EMPRESAS LISTADAS, VALOR ACCIONES NEGOCIADAS Y RENDIMIENTO, 2014. Repositorio De La Red Internacional De Investigadores En Competitividad, 9(1),

- 2127–2142. Recuperado a partir de https://www.riico.net/index.php/riico/article/view/117
- Mattos, A. A. (2023, enero 30). Análisis de a2censo: inversiones, comisiones y cómo invertir.

 Rankia. https://www.rankia.co/blog/analisis-colcap/5039029-a2censo-que-como-funciona
- Monterrey, J., & Sánchez, A. (2017). Los impuestos como determinantes de la inversión empresarial. Evidencia empírica en empresas españolas que no cotizan en bolsa. Revista de Contabilidad, 20(2), 195–209. https://doi.org/10.1016/j.rcsar.2017.04.001
- Narváez-Zurita, X. E., López, V. L. P., & Zurita, C. I. N. (2023, diciembre 15). Mercado de capitales: una fuente de financiamiento alternativo para las cooperativas de ahorro y crédito. https://rus.ucf.edu.cu/index.php/rus/article/view/4225.
- Núñez, M. D. C. R., Briseño, L. M. G., & Núñez, G. R. (2021). Importancia de las bolsas de valores en la economía. Diagnóstico FACIL Empresarial Finanzas Auditoria Contabilidad Impuestos Legal, (4), 55-64.
- Organización Mundial del Comercio. (n.d.). INFORME SOBRE EL COMERCIO MUNDIAL El futuro del comercio de servicios.

 https://www.wto.org/spanish/res_s/booksp_s/00_wtr19_s.pdf
- Orlando Pérez Manzo, Andrea Rivera Hernández, & Luis Solís Granda. (2015). ANÁLISIS DEL MERCADO DE VALORES ECUATORIANO COMO FUENTE DE INVERSIÓN PARA LAS PYMES. Repositorio de La Universidad Estatal de Milagro, 8(13), 8–15.
- Perez, J. O., Cristina, C., & Mauricio, V. (n.d.). Cómo reducir la asimetría de la información en las pymes al momento de solicitar préstamos. Thomson Reuters. 1-4.







- Remolina, N., & Alba, A. (n.d.). SEGUNDO MERCADO: BALANCE Y PROPUESTAS PARA SU PROFUNDIZACIÓN DESDE LA PERSPECTIVA DE LAS PEQUEÑAS Y MEDIANAS EMPRESAS.
- Renato, G. J. L. (2016, agosto 26). Análisis comparativo de la evolución de las bolsas de valores de Guayaquil y Quito. http://repositorio.ucsg.edu.ec/handle/3317/6215
- Restrepo, Andrés. (2024, 14 de mayo). [Panel]. Retos y oportunidades que afronta el mercado de capitales colombiano Bogotá, Colombia.
- Rojas, L. (2017, Julio). SITUACIÓN DEL FINANCIAMIENTO a PYMES Y EMPRESAS

 NUEVAS EN AMÉRICA LATINA. https://www.cieplan.org/wpcontent/uploads/2019/02/Situacion_del_financiamiento_a_PYMES_y_empresas_nuevas_
 en_America_Latina.pdf
- Salinas, R. J. C. (2017, junio 17). Estado actual de los Índices Bursátil en el mundo. https://revistasnicaragua.cnu.edu.ni/index.php/reice/article/view/3175
- Santa María Salamanca, M. (director). (2021, diciembre). *Retos y oportunidades de las Pymes ANIF*. ANIF. https://www.anif.com.co/comentarios-economicos-del-dia/retos-y-oportunidades-de-las-pymes/
- Stock, P. (2022, Julio 11). Wall Street OTCBB Pink sheet

 https://www.rankia.com/foros/bolsa/temas/4223267-wall-street-otcbb-pink-sheet?page=1

 Superfinanciera. (2013, abril 8). Resolución 400 de 1995. Superfinanciera.
 - https://www.superfinanciera.gov.co/publicaciones/973/normativahistorico-normas-de-las-anteriores-superintendencias-bancaria-y-de-valores-historico-boletin-minhacienda-capitulo-superintendencia-de-valoresanos-anterioresresolucion-de-973/







- United Nations. (n.d.). Día de las Microempresas y las Pequeñas y Medianas Empresas /

 Naciones Unidas. https://www.un.org/es/observances/micro-small-medium-businessesday
- Vásquez, Magda. (2024, 14 de mayo). [Panel]. Retos y oportunidades que afronta el mercado de capitales colombiano Bogotá, Colombia.
- Vera Mendoza. (diciembre, 2021). Estructura opcional del mercado de valores como fuente de financiación para las PYMES.
- Zapata Guerrero, E. E., (2004). Las Pymes y su problemática empresarial. Análisis de casos. Revista Escuela de Administración de Negocios, (52), 119-135.

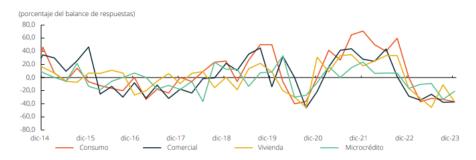






7. ANEXOS

Anexo 1: Cambios de la demanda de créditos según tipo de entidad



Fuente: Tomado de (Banrep, 2023)



Fuente: Tomado de (Banrep, 2023)







Anexo 2: Bolsas de valores por continentes – país

Contiente	País	Bolsa de Valores Normales (Grandes empresas)	Sitio Web	Bolsa de Valores Pymes
	Argentina	Bolsa de Comercio de Buenos Aires	https://www.labolsa.com.ar/	
	Bolivia	Bolsa Boliviana de Valores	https://www.bbv.com.bo/	
	Brasil	B3 (Bolsa de Valores de São Paulo)	https://www.b3.com.br/	
	Chile	Bolsa de Comercio de Santiago	https://www.bolsa.desantia.go.com/	
	Colombia	Bolsa de Valores de Colombia	https://www.bvc.com.co/	
	Ecuador	Bolsa de Valores de Quito	https://www.bolsadequito.com/	MVQ
	Ecuador	Bolsa de Valores de Guayaquil	https://www.bolsadevaloresguayaquil.com/	
	Guyana	Guyana Stock Exchange	https://guyana.stockexchangeinc.com/	
Paraguay		Bolsa de Valores de Asunción	https://www.bolsadevalores.com.py/	
	Perú	Bolsa de Valores de Lima	https://www.bv1.com.pe/	BV L-Pymes
	Uruguay	Bolsa de Valores de Montevideo	https://www.bvm.com.uy/	
AMERICA	Venezuek	Bolsa de Valores de Caracas	https://www.bolsadecaracas.com/	
	Costa Rica	Bolsa Nacional de Valores de Costa Rica	https://www.bolsacr.com/	
	El Salvador	Bolsa de Valores de El Salvador	https://www.bolsa.devalores.com.sv/	
	Guatemala	Bolsa de Valores Nacional de Guatemala	https://www.bvnsa.com.gt/	
	Honduras	Bolsa Centroamericana de Valores, S.A.	https://www.bcv.hn/	
	Bermuda	bermuda stock exchange	https://www.bsx.com/	
	Mexico	Bolsa de valores Mexicana (BMV)	https://www.bmv.com.mx/en/markets/equity	
	Nicaragua	Bolsa de Valores de Nicaragua	https://www.bolsanic.com/	
	Panamá	Bolsa de Valores de Panamá	https://www.panabolsa.com/	
	Canadá	Bolsa de Valores de Toronto (TSX)	https://www.tsx.com/	TSXV Venture Exchange
	Canadá	Bolsa de Valores de Montreal (MX)	https://www.m-x.ca/	
	Estados Unidos	Bolsa de Valores de Nueva York (NYSE)	https://www.nyse.com/	
	Estados Unidos	Mercado de Valores Nasdaq (Nasdaq)	https://www.nasdaq.com/	
	Estados Unidos	Bolsa de Valores de Chicago (CBOE)	https://www.cboe.com/	
	Estados Unidos	Bolsa de Valores de Filadelfía (PHLX)	https://www.nasdaq.com/market-activity/stocks/p	<u>hx</u>
	Australia	Bolsa de Valores de Australia (ASX)	https://www.asx.com.au/	
OGE AND A	Fiyi	Bolsa de Valores del Pacífico Sur (SPX)	https://www.spx.com.fj/ - https://www.wto.org/s	panish/tratop s/tpr s/s387 s.pdf - https://es
OCEANIA	Nueva Zelanda	Bolsa de Valores de Nueva Zelanda (NZX)	https://www.rzx.com/	
	Papúa Nueva Gui	Bolsa de Valores de Port Moresby (POMSoX) Bolsa de Valores de Shanghái (SSE)	No encontre el link, pero si hay una bolsa de valores !	
	Papúa Nueva Gui China	Bolsa de Valores de Shanghái (SSE)	https://www.sse.com.cn/	Growth Enterprise Market (GEM)
	Papúa Nueva Gui China China	Bolsa de Valores de Shanghái (SSE) Bolsa de Valores de Shenzhen (SZSE)		
	Papúa Nueva Gui China	Bolsa de Valores de Shanghái (SSE)	https://www.sse.com.cn/	
	Papúa Nueva Gui China China	Bolsa de Valores de Shanghái (SSE) Bolsa de Valores de Shenzhen (SZSE)	https://www.sse.com.cn/	
	Papúa Nueva Gui China China China	Bolsa de Valores de Shanghái (SSE) Bolsa de Valores de Shenzhen (SZSE) Bolsa de Valores de Hong Kong (HKEX)	https://www.sse.com.cn/ https://www.szse.cn/ https://www.hkex.com.htd/	Growth Enterprise Market (GEM)
	Papúa Nueva Gui China China China Corea del Sur	Bolsa de Valones de Shanghái (SSE) Bolsa de Valones de Shenzhen (SZSE) Bolsa de Valones de Hong Kong (HKEX) Bolsa de Valones de Coma (KRX)	https://www.sse.com.cn/ https://www.szse.com/ https://www.hkex.com.hk/ https://www.krx.co.kr/	Growth Enterprise Market (GEM)
	Papúa Nueva Gui China China China Corea del Sur Japón	Bolsa de Valores de Shanghái (SSE) Bolsa de Valores de Shenzhen (SZSE) Bolsa de Valores de Hong Kong (HKEX) Bolsa de Valores de Corea (KRX)	https://www.sse.com.cn/ https://www.szse.cn/ https://www.hkex.com.hlo/ https://www.krx.co.kr/ https://www.jpx.co.jp/ https://www.twse.com.br/	Growth Enterprise Market (GEM)
	Papúa Nueva Gui China China China Corea del Sur Japón Taïwán	Bolsa de Valores de Shanghái (SSE) Bolsa de Valores de Shenzhen (SZSE) Bolsa de Valores de Hong Kong (HKEX) Bolsa de Valores de Corea (KRX) Bolsa de Valores de Tokio (TSE) Bolsa de Valores de Taiwán (TWSE) Bolsa de Valores de Indonesia (IDX)	https://www.sse.com.cn/ https://www.szse.cn/ https://www.hkex.com.hk/ https://www.krx.co.kr/ https://www.jpx.co.jp/ https://www.jpx.co.jp/ https://www.idx.co.id/	Growth Enterprise Market (GEM)
	Papúa Nueva Gui China China China Corea del Sur Japón Taiwán Indonesia Malasia	Bolsa de Valores de Shanghái (SSE) Bolsa de Valores de Shenzhen (SZSE) Bolsa de Valores de Hong Kong (HKEX) Bolsa de Valores de Corea (KRX) Bolsa de Valores de Tokio (TSE) Bolsa de Valores de Tadon (TWSE) Bolsa de Valores de Indonesia (IDX) Bolsa de Valores de Bulsa Malasia (Bursa)	https://www.sse.com.cn/ https://www.szse.com/ https://www.hkex.com.hk/ https://www.hkex.com.hk/ https://www.px.co.jp/ https://www.twse.com.tw/ https://www.twse.com.tw/ https://www.twse.com.d/ https://www.bursam.alaysia.com/	Growth Enterprise Market (GEM)
	Papúa Nueva Gui China China China Corea del Sur Japón Taiwán Indonesia Malasia Filipinas	Bolsa de Valores de Shanghái (SSE) Bolsa de Valores de Shanghái (SSE) Bolsa de Valores de Hong Kong (HKEX) Bolsa de Valores de Tokio (TSE) Bolsa de Valores de Tokio (TWSE) Bolsa de Valores de Taiwán (TWSE) Bolsa de Valores de Bussa Malasia (Bursa) Bolsa de Valores de Bussa Malasia (Bursa)	https://www.sse.com.cn/ https://www.szse.com.cn/ https://www.hkex.com.hk/ https://www.hkex.com.hk/ https://www.jpx.co.jp/ https://www.jpx.co.jp/ https://www.idx.co.id/ https://www.jdx.co.id/ https://www.bursam.alaysia.com/	Growth Enterprise Market (GEM)
	Papúa Nueva Gui China China China Corea del Sur Japón Taiwán Indonesia Malasia Filipinas Singapur	Bolsa de Valores de Shanghái (SSE) Bolsa de Valores de Shenzhen (SZSE) Bolsa de Valores de Hong Kong (HKEX) Bolsa de Valores de Corea (KRX) Bolsa de Valores de Tolsio (TSE) Bolsa de Valores de Taiván (TWSE) Bolsa de Valores de Holoresia (IDX) Bolsa de Valores de Bussa Malasia (Bursa) Bolsa de Valores de Filipinas (FSE) Bolsa de Valores de Singapur (SCX)	https://www.sse.com.cn/ https://www.szse.co/ https://www.hkex.com.hk/ https://www.hkex.com.hk/ https://www.jpx.co.jp/ https://www.jpx.co.jp/ https://www.idx.co.id/ https://www.bursam.alaysia.com/ https://www.pse.com.pb/ https://www.pse.com.pb/ https://www.sgx.com/	Growth Enterprise Market (GEM)
	Papúa Nueva Gui China China China Corea del Sur Japón Taiwán Indonesia Malasia Filipinas Singapur Tailandia	Bolsa de Valores de Shanghái (SSE) Bolsa de Valores de Shenzhen (SZSE) Bolsa de Valores de Hong Kong (HKEX) Bolsa de Valores de Tokio (TSE) Bolsa de Valores de Tokio (TSE) Bolsa de Valores de Taiván (TWSE) Bolsa de Valores de Hodonesia (IDX) Bolsa de Valores de Busa Malasia (Bursa) Bolsa de Valores de Singapur (SCE) Bolsa de Valores de Singapur (SCE) Bolsa de Valores de Tailandia (SET)	https://www.sse.com.cn/ https://www.szse.com/ https://www.hkex.com.hlo/ https://www.hkex.com.hlo/ https://www.hxx.co.kr/ https://www.ipx.co.jp/ https://www.twse.com.tw/ https://www.wise.com.dom/ https://www.sec.com.ph/ https://www.sec.com.ph/ https://www.sec.com/ https://www.sec.com/	Growth Enterprise Market (GEM)
	Papúa Nueva Gui China China China Corea del Sur Japón Taiwán Indonesia Malasia Filipinas Singa pur Taiandia Vietnam	Bolsa de Valores de Shanghái (SSE) Bolsa de Valores de Shanghái (SSE) Bolsa de Valores de Hong Kong (HKEX) Bolsa de Valores de Tokio (TSE) Bolsa de Valores de Tokio (TSE) Bolsa de Valores de Tativán (TWSE) Bolsa de Valores de Buisa Malasia (Bursa) Bolsa de Valores de Buisa Malasia (Bursa) Bolsa de Valores de Singapur (SCEX) Bolsa de Valores de Tallandia (SET) Bolsa de Valores de Honghain (SET)	https://www.sse.com.cn/ https://www.sze.com/ https://www.hkex.com.hlo/ https://www.hkex.com.hlo/ https://www.px.co.jn/ https://www.jpx.co.jn/ https://www.twse.com.tw/ https://www.twse.com.tw/ https://www.bursam.alaysia.com/ https://www.sgk.com/ https://www.sgk.com/ https://www.sgk.com/ https://www.sgk.com/	Growth Enterprise Market (GEM)
ASIA	Papúa Nueva Gui China China China Corea del Sur Japón Taiwán Indonesia Malasia Filipinas Singa pur Tailandia Vietnam	Bolsa de Valores de Shanghái (SSE) Bolsa de Valores de Shanghái (SSE) Bolsa de Valores de Hong Kong (HKEX) Bolsa de Valores de Tokio (TSE) Bolsa de Valores de Tokio (TSE) Bolsa de Valores de Indonesia (IDX) Bolsa de Valores de Bursa Malasia (Bursa) Bolsa de Valores de Filipinas (FSE) Bolsa de Valores de Filipinas (FSE) Bolsa de Valores de Talandia (SET) Bolsa de Valores de Ho Chi Minh (HOSE) Bolsa de Valores de Ho Chi Minh (HOSE)	https://www.sse.com.cn/ https://www.szse.com/ https://www.hkex.com.hk/ https://www.hkex.com.hk/ https://www.hyx.co.hr/ https://www.twse.com.tw/ https://www.twse.com.tw/ https://www.bursamalaysia.com/ https://www.bursamalaysia.com/ https://www.set.com.th/ https://www.set.com.th/ https://www.set.com.th/ https://www.set.com.th/ https://www.set.com.th/ https://www.hsx.vn/	Growth Enterprise Market (GEM)
ASIA	Papúa Nueva Gui China China China Corea del Sur Japón Taiwán Indone sia Malasia Filipinas Singa pur Tailandia Vietnam Vietnam	Bolsa de Valores de Shanghái (SSE) Bolsa de Valores de Shanghái (SSE) Bolsa de Valores de Hong Kong (HKEX) Bolsa de Valores de Tokio (TSE) Bolsa de Valores de Tokio (TSE) Bolsa de Valores de Tokio (TWSE) Bolsa de Valores de Bursa (MAS) Bolsa de Valores de Bursa (Malasia (Bursa) Bolsa de Valores de Bursa (Malasia (Bursa) Bolsa de Valores de Singapur (SGE) Bolsa de Valores de Singapur (SGE) Bolsa de Valores de Halandia (SET) Bolsa de Valores de Ho Chi Minh (HOSE) Bolsa de Valores de Hanoi (HNX) Bolsa de Valores de Hanoi (HNX)	https://www.sse.com.cn/ https://www.szse.com.cn/ https://www.hkex.com.hi/ https://www.hkex.com.hi/ https://www.px.co.jp/ https://www.twse.com.br/ https://www.twse.com.br/ https://www.bursamalaysia.com/ https://www.pse.com.ph/ https://www.sgx.com/ https://www.sgx.com/ https://www.sgx.com/ https://www.hsx.vn/ https://www.hsx.vn/ https://www.hsx.vn/ https://www.hsx.vn/	Growth Enterprise Market (GEM) KODAQ / KONEX
ASIA	Papúa Nueva Gui China China China Corea del Sur Japón Taiwán Indonesia Malasia Filipinas Singapur Tailandia Vietnam Vietnam Bangladesh India	Bolsa de Valores de Shanghái (SSE) Bolsa de Valores de Shenzhen (SZSE) Bolsa de Valores de Hong Kong (HKEX) Bolsa de Valores de Corea (KRX) Bolsa de Valores de Tolso (TSE) Bolsa de Valores de Tolso (TSE) Bolsa de Valores de Indonesia (IDX) Bolsa de Valores de Busa Malasia (Bursa) Bolsa de Valores de Filipinas (FSE) Bolsa de Valores de Filipinas (FSE) Bolsa de Valores de Hochi Minh (HOSE) Bolsa de Valores de Hochi Minh (HOSE) Bolsa de Valores de Hanoi (HNX) Bolsa de Valores de Hanoi (HNX) Bolsa de Valores de Dhalka (DSE) Bolsa de Valores de Bolsa (DSE)	https://www.sse.com.cn/ https://www.sze.com/ https://www.hkex.com.hk/ https://www.hkex.com.hk/ https://www.jpx.co.jp/ https://www.jpx.co.jp/ https://www.widx.co.id/ https://www.bursam.alaysia.com/ https://www.bursam.alaysia.com/ https://www.sge.com.ph/ https://www.sge.com/ https://www.sge.com/ https://www.set.or.th/ https://www.hxx.vn/ https://www.hxx.vn/ https://www.hxx.vn/ https://www.hxx.vn/ https://www.hxx.vn/	Growth Enterprise Market (GEM)
ASIA	Papúa Nueva Gui China China China Corea del Sur Japón Taiwán Indonesia Malasia Filipinas Singa pur Tailandia Vietnam Vietnam Bangladesh India	Bolsa de Valores de Shanghái (SSE) Bolsa de Valores de Shenchen (SZSE) Bolsa de Valores de Hong Kong (HKEX) Bolsa de Valores de Tokio (TSE) Bolsa de Valores de Tokio (TSE) Bolsa de Valores de Tativán (TWSE) Bolsa de Valores de Indonesia (IDX) Bolsa de Valores de Buisa Malasia (Bursa) Bolsa de Valores de Singapur (SGK) Bolsa de Valores de Talandia (SET) Bolsa de Valores de Hanoi (HNX) Bolsa de Valores de Hanoi (HNX) Bolsa de Valores de Hanoi (HNX) Bolsa de Valores de Dala (BSE)	https://www.sse.com.cn/ https://www.szse.com.cn/ https://www.hkex.com.hi/ https://www.hkex.com.hi/ https://www.px.co.jp/ https://www.twse.com.br/ https://www.twse.com.br/ https://www.bursamalaysia.com/ https://www.pse.com.ph/ https://www.sgx.com/ https://www.sgx.com/ https://www.sgx.com/ https://www.hsx.vn/ https://www.hsx.vn/ https://www.hsx.vn/ https://www.hsx.vn/	Growth Enterprise Market (GEM) KODAQ / KONEX
.SIA	Papúa Nueva Gui China China China Corea del Sur Japón Taiwán Indonesia Malasia Filipinas Singapur Tailandia Vietnam Vietnam Bangladesh India	Bolsa de Valores de Shanghái (SSE) Bolsa de Valores de Shenzhen (SZSE) Bolsa de Valores de Hong Kong (HKEX) Bolsa de Valores de Corea (KRX) Bolsa de Valores de Tolso (TSE) Bolsa de Valores de Tolso (TSE) Bolsa de Valores de Indonesia (IDX) Bolsa de Valores de Busa Malasia (Bursa) Bolsa de Valores de Filipinas (FSE) Bolsa de Valores de Filipinas (FSE) Bolsa de Valores de Hochi Minh (HOSE) Bolsa de Valores de Hochi Minh (HOSE) Bolsa de Valores de Hanoi (HNX) Bolsa de Valores de Hanoi (HNX) Bolsa de Valores de Dhalka (DSE) Bolsa de Valores de Bolsa (DSE)	https://www.sse.com.cn/ https://www.sze.com/ https://www.hkex.com.hk/ https://www.hkex.com.hk/ https://www.jpx.co.jp/ https://www.jpx.co.jp/ https://www.widx.co.id/ https://www.bursam.alaysia.com/ https://www.bursam.alaysia.com/ https://www.sge.com.ph/ https://www.sge.com/ https://www.sge.com/ https://www.set.or.th/ https://www.hxx.vn/ https://www.hxx.vn/ https://www.hxx.vn/ https://www.hxx.vn/ https://www.hxx.vn/	Growth Enterprise Market (GEM) KODAQ / KONEX
ASIA	Papúa Nueva Gui China China China Corea del Sur Japón Taiwán Indonesia Malasia Filipinas Singa pur Tailandia Vietnam Vietnam Bangladesh India	Bolsa de Valores de Shanghái (SSE) Bolsa de Valores de Shenchen (SZSE) Bolsa de Valores de Hong Kong (HKEX) Bolsa de Valores de Tokio (TSE) Bolsa de Valores de Tokio (TSE) Bolsa de Valores de Tativán (TWSE) Bolsa de Valores de Indonesia (IDX) Bolsa de Valores de Buisa Malasia (Bursa) Bolsa de Valores de Singapur (SGK) Bolsa de Valores de Talandia (SET) Bolsa de Valores de Hanoi (HNX) Bolsa de Valores de Hanoi (HNX) Bolsa de Valores de Hanoi (HNX) Bolsa de Valores de Dala (BSE)	https://www.sse.com.cn/ https://www.krx.com.kl/ https://www.krx.co.kr/ https://www.ipx.co.jp/ https://www.ipx.co.jp/ https://www.ipx.co.jp/ https://www.idx.co.id/ https://www.idx.co.id/ https://www.bursamalaysia.com/ https://www.bursamalaysia.com/ https://www.ssg.com/ https://www.ssg.com/ https://www.ssg.com/ https://www.ssg.com/ https://www.hxx.vn/ https://www.hxx.vn/ https://www.dsebd.org/ https://www.dsebd.org/ https://www.sseindia.com/	Growth Enterprise Market (GEM) KODAQ / KONEX
ASIA	Papúa Nueva Gui China China China Corea del Sur Japón Taiwán Indonesia Malasia Filipinas Singa pur Tailandia Vietnam Vietnam Bangladesh India India Pakistán	Bolsa de Valores de Shanghái (SSE) Bolsa de Valores de Shanghái (SSE) Bolsa de Valores de Hong Kong (HKEX) Bolsa de Valores de Hong Kong (HKEX) Bolsa de Valores de Tokio (TSE) Bolsa de Valores de Indonesia (IDX) Bolsa de Valores de Indonesia (IDX) Bolsa de Valores de Buisa Malasia (Bursa) Bolsa de Valores de Singa pur (SGX) Bolsa de Valores de Singa pur (SGX) Bolsa de Valores de Ho Chi Minh (HOSE) Bolsa de Valores de Ho Chi Minh (HOSE) Bolsa de Valores de Ho Chi Minh (HOSE) Bolsa de Valores de Bolsa (DSE) Bolsa Nacional de Valores de India (NSE) Bolsa de Valores de Bonbay (RSE)	https://www.sse.com.cn/ https://www.sze.com/ https://www.hkex.com.hi/ https://www.hkex.com.hi/ https://www.px.co.jp/ https://www.jpx.co.jp/ https://www.wse.com.bw/ https://www.bursamalaysia.com/ https://www.bursamalaysia.com/ https://www.sgx.com/ https://www.sgx.com/ https://www.sgx.com/ https://www.hsx.vn/ https://www.hsx.vn/ https://www.nseindia.com/ https://www.nseindia.com/ https://www.nseindia.com/ https://www.nseindia.com/ https://www.psx.com.pl/	Growth Enterprise Market (GEM) KODAQ / KONEX
ASIA	Papúa Nueva Gui China China China Corea del Sur Japón Taiwán Indone sia Malasia Filipinas Singa pur Tailandia Vietnam Vietnam Bangladesh India India India India Pakistán Sri Lanka Banéin	Bolsa de Valores de Shanghái (SSE) Bolsa de Valores de Shanghái (SSE) Bolsa de Valores de Hong Kong (HKEX) Bolsa de Valores de Hong Kong (HKEX) Bolsa de Valores de Tokio (TSE) Bolsa de Valores de Tokio (TSE) Bolsa de Valores de Brusa Malasia (Bursa) Bolsa de Valores de Brusa Malasia (Bursa) Bolsa de Valores de Brusa Malasia (Bursa) Bolsa de Valores de Tallandia (SET) Bolsa de Valores de Singapur (SCK) Bolsa de Valores de Halandia (SET) Bolsa de Valores de Halandia (SET) Bolsa de Valores de Halandia (DSE) Bolsa de Valores de Bombay (BSE) Bolsa de Valores de Pakistán (PSX) Bolsa de Valores de Bombay (BSE)	https://www.sse.com.cn/ https://www.sse.com.cn/ https://www.hkex.com.hk/ https://www.hkex.com.hk/ https://www.jpx.co.jp/ https://www.jpx.co.jp/ https://www.ick.co.id/ https://www.ick.co.id/ https://www.bursam.alaysia.com/ https://www.pse.com.ph/ https://www.pse.com.ph/ https://www.set.or.th/ https://www.hsx.vn/ https://www.hsx.vn/ https://www.hsx.vn/ https://www.nseindia.com/ https://www.nseindia.com/ https://www.pse.com.pk/ https://www.pse.com.pk/ https://www.pse.com.pk/ https://www.cse.lis/ https://www.cse.lis/	Growth Enterprise Market (GEM) KODAQ / KONEX
ASIA	Papúa Nueva Gui China China China China Corea del Sur Japón Taiwán Indonesia Malasia Filipinas Singapur Talandia Vietnam Bangladesh India India Palistán Sri Lanka Banéin Eminatos Árabes U	Bolsa de Valores de Shanghái (SSE) Bolsa de Valores de Shenzhen (SZSE) Bolsa de Valores de Hong Kong (HKEX) Bolsa de Valores de Corea (KRX) Bolsa de Valores de Tokio (TSE) Bolsa de Valores de Tokio (TSE) Bolsa de Valores de Bousa (IDX) Bolsa de Valores de Bousa Malasia (Bursa) Bolsa de Valores de Brusa Malasia (Bursa) Bolsa de Valores de Brusa Malasia (Bursa) Bolsa de Valores de Tallandia (SET) Bolsa de Valores de Tallandia (SET) Bolsa de Valores de Halandia (SET) Bolsa de Valores de Halandia (SET) Bolsa de Valores de Halori (HNX) Bolsa de Valores de Dala (DEE) Bolsa de Valores de Dalava (SESE) Bolsa de Valores de Pakistán (FSX) Bolsa de Valores de Pakistán (FSX) Bolsa de Valores de Pakistán (FSX) Bolsa de Valores de Combo (CSE) Bolsa de Valores de Baráin (BHE) Bolsa de Valores de Abu Dhabi (ADX)	https://www.sse.com.cn/ https://www.sze.co/ https://www.krx.co.kr/ https://www.krx.co.kr/ https://www.jpx.co.jp/ https://www.jpx.co.jp/ https://www.idx.co.id/ https://www.idx.co.id/ https://www.bursam.alaysia.com/ https://www.bursam.alaysia.com/ https://www.spc.com.ph/ https://www.spc.com.ph/ https://www.spc.com/ https://www.hxx.vn/ https://www.hxx.vn/ https://www.seindia.com/ https://www.seindia.com/ https://www.psc.com.ph/ https://www.psc.com.ph/ https://www.psc.com.ph/ https://www.seindia.com/ https://www.seindia.com/ https://www.seindia.com/ https://www.seindia.com/ https://www.seindia.com/ https://www.seindia.com/ https://www.seindia.com/ https://www.seindia.com/ https://www.seindia.com/ https://www.seindia.com/en_ https://www.seindia.com/en_ https://www.seindia.com/en_ https://www.adx.ae/English/Pages/default.aspx	Growth Enterprise Market (GEM) KODAQ / KONEX
.SIA	Papúa Nueva Gui China China China Corea del Sur Japón Taiwán Indonesia Malasia Filipinas Singapur Tailandia Vietnam Vietnam Bangladesh India Palistán Sri Lanka Banén Emina tos Árabes U	Bolsa de Valores de Shanghái (SSE) Bolsa de Valores de Shanghái (SSE) Bolsa de Valores de Hong Kong (HKEX) Bolsa de Valores de Hong Kong (HKEX) Bolsa de Valores de Tokio (TSE) Bolsa de Valores de Tativán (TWSE) Bolsa de Valores de Indonesia (IDX) Bolsa de Valores de Buisa Malasia (Bursa) Bolsa de Valores de Buisa Malasia (Bursa) Bolsa de Valores de Filipinas (FSE) Bolsa de Valores de Talandia (SET) Bolsa de Valores de Hanoi (HNX) Bolsa de Valores de Hanoi (HNX) Bolsa de Valores de Dubaka (DSE) Bolsa de Valores de Bonbay (BSE) Bolsa de Valores de Bonbay (BSE) Bolsa de Valores de Pakistán (FSX) Bolsa de Valores de Pakistán (FSX) Bolsa de Valores de Bonbay (BSE)	https://www.sse.com.cn/ https://www.sze.com/ https://www.hkex.com.hlo/ https://www.hkex.com.hlo/ https://www.pxc.com/ https://www.pxc.com/ https://www.wse.com.w/ https://www.bursamalaysia.com/ https://www.bursamalaysia.com/ https://www.sgc.com/ https://www.sgc.com/ https://www.sgc.com/ https://www.hsx.vn/ https://www.hsx.vn/ https://www.hsx.vn/ https://www.nseindia.com/ https://www.nseindia.com/ https://www.nseindia.com/ https://www.psc.com.pk/ https://www.psc.com.pk/ https://www.psc.com.pk/ https://www.ysc.com/en/ https://www.odx.ae/E.nglish/Pages/default.aspx https://www.dax.ae/E.nglish/Pages/default.aspx	Growth Enterprise Market (GEM) KODAQ / KONEX
ASIA	Papúa Nueva Gui China China China China Corea del Sur Japón Taiwán Indone sia Malasia Filipinas Singa pur Tailandia Vietnam Vietnam Bangladesh India India Pakistán Sri Lanka Banéin Emiatos Árabes U Israel Jordania	Bolsa de Valores de Shanghái (SSE) Bolsa de Valores de Shanghái (SSE) Bolsa de Valores de Hong Kong (HKEX) Bolsa de Valores de Hong Kong (HKEX) Bolsa de Valores de Tokio (TSE) Bolsa de Valores de Indonesia (IDX) Bolsa de Valores de Indonesia (IDX) Bolsa de Valores de Bursa Malasia (Bursa) Bolsa de Valores de Singapur (SGK) Bolsa de Valores de Singapur (SGK) Bolsa de Valores de Hochi Minh (HCSE) Bolsa de Valores de Hochi Minh (HCSE) Bolsa de Valores de Hochi Minh (HCSE) Bolsa de Valores de Bolsa (DSE) Bolsa Malacional de Valores de India (NSE) Bolsa Malacional de Valores de Bolsa (NSE) Bolsa de Valores de Bolsa (RSE) Bolsa de Valores de Bolsa (RSE) Bolsa de Valores de Bolsa (RSE) Bolsa de Valores de Bolsa (RHE) Bolsa de Valores de Austria (RHE) Bolsa de Valores de Austria (RAE) Bolsa de Valores de Tel Ayriv (TASE) Bolsa de Valores de Armana (ASE)	https://www.sse.com.cn/ https://www.sze.com/ https://www.hkex.com.hi/ https://www.hkex.com.hi/ https://www.px.co.ip/ https://www.px.co.ip/ https://www.wse.com.bu/ https://www.bursamalaysia.com/ https://www.bursamalaysia.com/ https://www.sgt.com/ https://www.sgt.com/ https://www.sgt.com/ https://www.hsx.vn/ https://www.hsx.vn/ https://www.hsx.vn/ https://www.hsx.vn/ https://www.hsx.vn/ https://www.hsx.vn/ https://www.hsx.vn/ https://www.set.com.pl/ https://www.set.com/ https://www.psx.com.pl/ https://www.psx.com.pl/ https://www.adx.ae/English/Pages/default.aspx https://www.dax.ae/English/Pages/default.aspx	Growth Enterprise Market (GEM) KODAQ / KONEX
.SIA	China China China China China Corea del Sur Japón Taiwán Indonesia Malasia Filipinas Singapur Tailandia Vietnam Vietnam Bangladesh India India India Fakistán Sri Lanka Banéin Emiatos Ánbes I Israel Israel Jordania K azajistán	Bolsa de Valores de Shanghái (SSE) Bolsa de Valores de Shanghái (SSE) Bolsa de Valores de Hong Kong (HKEX) Bolsa de Valores de Hong Kong (HKEX) Bolsa de Valores de Tolko (TSE) Bolsa de Valores de Tolko (TSE) Bolsa de Valores de Indonesia (IDX) Bolsa de Valores de Bursa Malasia (Bursa) Bolsa de Valores de Filipinas (PSE) Bolsa de Valores de Filipinas (PSE) Bolsa de Valores de Hondi (SET) Bolsa de Valores de Hondi (SET) Bolsa de Valores de Hondi (HNX) Bolsa de Valores de Bonda (IDSE) Bolsa de Valores de Bonda (IBSE) Bolsa de Valores de Bonda (IBSE) Bolsa de Valores de Banéin (IBHE) Bolsa de Valores de Banéin (IBHE) Bolsa de Valores de Talviv (TASE) Bolsa de Valores de Talviv (TASE) Bolsa de Valores de Arman (ASE) Astana International Exchange	https://www.sse.com.cn/ https://www.szse.com/ https://www.hkex.com.hio/ https://www.hkex.com.hio/ https://www.hkex.com.hio/ https://www.hyse.com.br/ https://www.wse.com.br/ https://www.wse.com.ph/ https://www.ses.com.ph/ https://www.ses.com.ph/ https://www.ses.com.ph/ https://www.ses.com.ph/ https://www.ses.com.ph/ https://www.hsx.vn/ https://www.hsx.vn/ https://www.bseindia.com/ https://www.bseindia.com/ https://www.bseindia.com/ https://www.bseindia.com/ https://www.ses.com.pk/ https://www.ses.com.pk/ https://www.ses.com.pk/ https://www.cse.lk/ https://www.cse.lk/ https://www.dse.com/en	Growth Enterprise Market (GEM) KODAQ / KONEX
SIA	China China China China China China Corea del Sur Japón Taiwán Indonesia Malasia Filipinas Singa pur Talandia Vietnam Vietnam Bangladesh India India India India India India Eminatos Árabes U Israel Jordania K azajistán	Bolsa de Valores de Shanghái (SSE) Bolsa de Valores de Shanghái (SSE) Bolsa de Valores de Hong Kong (HKEX) Bolsa de Valores de Hong Kong (HKEX) Bolsa de Valores de Tokio (TSE) Bolsa de Valores de Tokio (TSE) Bolsa de Valores de Bursa Malasia (Bursa) Bolsa de Valores de Talandia (SEX) Bolsa de Valores de Talandia (SEX) Bolsa de Valores de Handia (MSE) Bolsa de Valores de Handia (INSE) Bolsa de Valores de Bursa (ESE) Bolsa de Valores de Borbay (BSE) Bolsa de Valores de Borbay (CSE) Bolsa de Valores de Borb	https://www.sse.com.cn/ https://www.sse.com.cn/ https://www.hkex.com.hk/ https://www.hkex.com.hk/ https://www.jpx.co.jp/ https://www.set.com.ph/ https://www.set.or.h/ https://www.hsx.vn/ https://www.set.or.h/ https://www.seindia.com/	Growth Enterprise Market (GEM) KODAQ / KONEX
ASIA	China China China China China China Corea del Sur Japón Taiwán Indone sia Malasia Filipinas Singa pur Tailandia Vietnam Bangla desh India India Pakistán Sri Lanka Banéin Emira tos Árabes U Israel Jordania K. azajistán K. uw att C'hápre	Bolsa de Valores de Shanghái (SSE) Bolsa de Valores de Shenzhen (SZSE) Bolsa de Valores de Hong Kong (HKEX) Bolsa de Valores de Corea (KRX) Bolsa de Valores de Tokio (TSE) Bolsa de Valores de Tokio (TSE) Bolsa de Valores de Brusa (HXSE) Bolsa de Valores de Brusa (Malasia (Bursa) Bolsa de Valores de Brusa Malasia (Bursa) Bolsa de Valores de Filipinas (PSE) Bolsa de Valores de Singapur (SCK) Bolsa de Valores de Halandia (SET) Bolsa de Valores de Halandia (SET) Bolsa de Valores de Halandia (SET) Bolsa de Valores de Bonbar (HNX) Bolsa de Valores de Bonbar (HNX) Bolsa de Valores de Bonbar (SSE) Bolsa de Valores de Pakistán (PSX) Bolsa de Valores de Pakistán (PSX) Bolsa de Valores de Bonbar (PSX) Bolsa de Valores de Abou Dhabi (ADX) Bolsa de Valores de Armann (ASE) Astana International Exchange Boursa Kurvart cyprus stock exchange	https://www.sse.com.cn/ https://www.sze.com/ https://www.krx.co.kr/ https://www.krx.co.kr/ https://www.icx.co.jp/ https://www.icx.co.jp/ https://www.icx.co.jp/ https://www.icx.com.bw/ https://www.icx.com.bw/ https://www.icx.com.ph/ https://www.sec.com.ph/ https://www.sec.com.ph/ https://www.sec.com.ph/ https://www.sec.com.ph/ https://www.hxx.vn/ https://www.hxx.vn/ https://www.hxx.vn/ https://www.seindia.com/	Growth Enterprise Market (GEM) KODAQ / KONEX
ASIA	China China China China China China Corea del Sur Japón Taiwán Indone sia Malasia Filipinas Singa pur Tailandia Vietnam Vietnam Ventnam Bangladesh India Pakistán Sri Lanka Banéin Ernia tos Árabes U Israel Jordania K azajistán K uw att C'hipre D ubai	Bolsa de Valores de Shanghái (SSE) Bolsa de Valores de Shanghái (SSE) Bolsa de Valores de Hong Kong (HKEX) Bolsa de Valores de Hong Kong (HKEX) Bolsa de Valores de Tokio (TSE) Bolsa de Valores de Taiwán (TWSE) Bolsa de Valores de Indonesia (IDX) Bolsa de Valores de Bursa Malasia (Bursa) Bolsa de Valores de Bursa Malasia (Bursa) Bolsa de Valores de Filipinas (FSE) Bolsa de Valores de Talandia (SET) Bolsa de Valores de Honoi (HNX) Bolsa de Valores de Honoi (HNX) Bolsa de Valores de Bonbara (DSE) Bolsa Macional de Valores de Bonbara (DSE) Bolsa Macional de Valores de Bonbara (DSE) Bolsa de Valores de Bonbara (BSE) Bolsa de Valores de Antrian (ASE) Astana International Exchange Borsa Kuwart Cymrus stock exchange Dubai Financial market	https://www.sse.com.cn/ https://www.sze.com/ https://www.hkex.com.hio/ https://www.hkex.com.hio/ https://www.hkex.com.hio/ https://www.pix.co.jp/ https://www.jpx.co.jp/ https://www.wse.com.tw/ https://www.bursam.alaysia.com/ https://www.bursam.alaysia.com/ https://www.sgx.com/ https://www.sgx.com/ https://www.sgx.com/ https://www.hsx.vn/ https://www.hsx.vn/ https://www.hsc.com/ https://www.hsc.ed.com/ https://www.sen.com/ https://www.sen.com.pk/ https://www.sen.com.pk/ https://www.dsc.ac/English/Pages/default.aspx https://www.dsc.ac/English/Pages/default.aspx https://www.boursakuwait.com.kw/en/ https://www.boursakuwait.com.kw/en/ https://www.boursakuwait.com.kw/en/ https://www.boursakuwait.com.kw/en/ https://www.boursakuwait.com.kw/en/ https://www.boursakuwait.com.kw/en/ https://www.boursakuwait.com.kw/en/	Growth Enterprise Market (GEM) KODAQ / KONEX
ASIA	China China China China China China Corea del Sur Japón Taiwán Indone sia Malasia Filipinas Singa pur Tailandia Vietnam Bangla desh India India Pakistán Sri Lanka Banéin Emira tos Árabes U Israel Jordania K. azajistán K. uw att C'hápre	Bolsa de Valores de Shanghái (SSE) Bolsa de Valores de Shenzhen (SZSE) Bolsa de Valores de Hong Kong (HKEX) Bolsa de Valores de Corea (KRX) Bolsa de Valores de Tokio (TSE) Bolsa de Valores de Tokio (TSE) Bolsa de Valores de Brusa (HXSE) Bolsa de Valores de Brusa (Malasia (Bursa) Bolsa de Valores de Brusa Malasia (Bursa) Bolsa de Valores de Filipinas (PSE) Bolsa de Valores de Singapur (SCK) Bolsa de Valores de Halandia (SET) Bolsa de Valores de Halandia (SET) Bolsa de Valores de Halandia (SET) Bolsa de Valores de Bonbar (HNX) Bolsa de Valores de Bonbar (HNX) Bolsa de Valores de Bonbar (SSE) Bolsa de Valores de Pakistán (PSX) Bolsa de Valores de Pakistán (PSX) Bolsa de Valores de Bonbar (PSX) Bolsa de Valores de Abou Dhabi (ADX) Bolsa de Valores de Armann (ASE) Astana International Exchange Boursa Kurvart cyprus stock exchange	https://www.sse.com.cn/ https://www.sze.com/ https://www.krx.co.kr/ https://www.krx.co.kr/ https://www.icx.co.jp/ https://www.icx.co.jp/ https://www.icx.co.jp/ https://www.icx.com.bw/ https://www.icx.com.bw/ https://www.icx.com.ph/ https://www.sec.com.ph/ https://www.sec.com.ph/ https://www.sec.com.ph/ https://www.sec.com.ph/ https://www.hxx.vn/ https://www.hxx.vn/ https://www.hxx.vn/ https://www.seindia.com/	Growth Enterprise Market (GEM) KODAQ / KONEX
ASIA	China China China China China China Corea del Sur Japón Taiwán Indone sia Malasia Filipinas Singa pur Tailandia Vietnam Vietnam Ventnam Bangladesh India Pakistán Sri Lanka Banéin Ernia tos Árabes U Israel Jordania K azajistán K uw att C'hipre D ubai	Bolsa de Valores de Shanghái (SSE) Bolsa de Valores de Shanghái (SSE) Bolsa de Valores de Hong Kong (HKEX) Bolsa de Valores de Hong Kong (HKEX) Bolsa de Valores de Tokio (TSE) Bolsa de Valores de Taiwán (TWSE) Bolsa de Valores de Indonesia (IDX) Bolsa de Valores de Bursa Malasia (Bursa) Bolsa de Valores de Bursa Malasia (Bursa) Bolsa de Valores de Filipinas (FSE) Bolsa de Valores de Talandia (SET) Bolsa de Valores de Honoi (HNX) Bolsa de Valores de Honoi (HNX) Bolsa de Valores de Bonbara (DSE) Bolsa Macional de Valores de Bonbara (DSE) Bolsa Macional de Valores de Bonbara (DSE) Bolsa de Valores de Bonbara (BSE) Bolsa de Valores de Antrian (ASE) Astana International Exchange Borsa Kuwart Cymrus stock exchange Dubai Financial market	https://www.sse.com.cn/ https://www.sze.com/ https://www.hkex.com.hio/ https://www.hkex.com.hio/ https://www.hkex.com.hio/ https://www.pix.co.jp/ https://www.jpx.co.jp/ https://www.wse.com.tw/ https://www.bursam.alaysia.com/ https://www.bursam.alaysia.com/ https://www.sgx.com/ https://www.sgx.com/ https://www.sgx.com/ https://www.hsx.vn/ https://www.hsx.vn/ https://www.hsc.com/ https://www.hsc.ed.com/ https://www.sen.com/ https://www.sen.com.pk/ https://www.sen.com.pk/ https://www.dsc.ac/English/Pages/default.aspx https://www.dsc.ac/English/Pages/default.aspx https://www.boursakuwait.com.kw/en/ https://www.boursakuwait.com.kw/en/ https://www.boursakuwait.com.kw/en/ https://www.boursakuwait.com.kw/en/ https://www.boursakuwait.com.kw/en/ https://www.boursakuwait.com.kw/en/ https://www.boursakuwait.com.kw/en/	Growth Enterprise Market (GEM) KODAQ / KONEX
.SIA	China China China China China China China Corea del Sur Japón Taiwán Indone sia Malasia Filipinas Singapur Talandia Vietnam Vietnam Bangladesh India Palistán Sri Lanka Banéin Emiatos Árabes U Israel Jordania K azajistán K uw ait C hipre Dubai O mán	Bolsa de Valores de Shanghái (SSE) Bolsa de Valores de Shanghái (SSE) Bolsa de Valores de Hong Kong (HKEX) Bolsa de Valores de Hong Kong (HKEX) Bolsa de Valores de Tolio (TSE) Bolsa de Valores de Tolio (TSE) Bolsa de Valores de Indonesia (IDX) Bolsa de Valores de Bursa Malasia (Bursa) Bolsa de Valores de Filipinas (FSE) Bolsa de Valores de Filipinas (FSE) Bolsa de Valores de Hondi (SET) Bolsa de Valores de Hondi (HNX) Bolsa de Valores de Hondi (HNX) Bolsa de Valores de Hondi (HNX) Bolsa de Valores de Bonbar (DSE) Bolsa Macional de Valores de Hondi (HNX) Bolsa de Valores de Bonbar (GSE) Bolsa de Valores de Bonbar (GSE) Bolsa de Valores de Bonbar (FSE) Bolsa de Valores de Bonbar (FSE) Bolsa de Valores de Bonbar (GSE) Bolsa de Valores de Alarin (PHE) Bolsa de Valores de Alarina (ASE) Astana International Exchange Boursa Kuwatt cyprus stock exchange Dubai Financial market Muscat exchange stock	https://www.sze.com.cn/ https://www.sze.com.cn/ https://www.hkex.com.hi/ https://www.hkex.com.hi/ https://www.hkex.com.hi/ https://www.ipx.co.ip/ https://www.ipx.co.ip/ https://www.wse.com.bw/ https://www.bursamalaysia.com/ https://www.bursamalaysia.com/ https://www.sgr.com/ https://www.sgr.com/ https://www.set.or.th/ https://www.hrx.vn/ https://www.hrx.vn/ https://www.nseindia.com/ https://www.nseindia.com/ https://www.psx.com.pk/ https://www.set.com.pk/ https://www.dse.e.com/en https://www.dse.e.com/en https://www.dse.e.com/en https://www.dse.com/en https://www.dse.com/en https://www.dse.com/en https://www.dse.com/en https://www.dse.com/en https://www.dse.com/en https://www.dse.com/en https://www.dse.com/en https://www.dse.com/en https://www.dse.com.cy/en-GB/home/ https://wwww.cse.com.cy/en-GB/home/ https://wwww.cse.com.cy/en-GB/home/ https://www.msx.om/	Growth Enterprise Market (GEM) KODAQ / KONEX







	Finlandia	Bolsa de Valores de Helsinki OMX		
	Francia	Euronext Paris	https://www.euronext.com/en/markets/paris	SME EURONEXT
	Irlanda	Euronext Dublin	https://www.euronext.com/en/markets/dublin	
	Italia .	Borsa Italiana (BIT)	https://www.borsaitaliana.it/azioni/azioni/azioni.en.htm	n
	Luxemburgo	Bolsa de Valores de Luxemburgo (LuxSE)	https://www.lux.se.com/	
	Noruega	Bolsa de Valores de Oslo (Oslo Børs)	https://www.euronext.com/en/markets/oslo	
	Países Bajos	Euronext Ámsterdam	https://www.euronext.com/en/markets/amsterdam	
UROPA	Portugal	Euronext Lisboa	https://www.euronext.com/en/markets/lisbon	
50110111	Reino Unido	London Stock Exchange (LSE)	https://www.lseg.com/	AIM
	Suecia	Bolsa de Valores de Estocolmo OIMX		
	Suiza	SIX Swiss Exchange	https://www.six-group.com/en/products-services/the-	-swiss-stock-exchange.html
	Bulgaria	Bolsa de Valores de Sofía (BSE)	https://www.bse-sofia.bg/en/	
	Chequia	Bolsa de Valores de Praga (PX)	https://www.pse.cz/en/	
	Malta	malta stock exchange	https://www.borzamalta.com.mt/	
	Alemania	deutsche Boerse stock exchange	https://deutsche-boerse.com/dbg-en/	Neuer Markt (NM)
	Polonia	warsaw exchange stock (GPW)	https://www.gpw.pl/en-home	
	Estambul	Borsa Istanbul	https://borsaistanbul.com/en	
	Croacia	Bolsa de Valores de Zagreb (ZSE)		
	Es lovaquia	Bolsa de Valores de Bratis lava (BSSE)		
	Rusia	Bolsa de Moscú (MOEX)	https://www.moex.com/en	
	Botsuana	Bolsa de Valores de Botsuana (BSE)	https://www.bse.co.bw/	
	Malaui	Bolsa de Valores de Malawi (MSE)	https://www.mse.co.mw/	
	Namibia	Bolsa de Valores de Nambia (NSX)		
	Sudáffica	Bolsa de Valores de Johannesburgo (JSE)	https://www.jse.co.za/	JSE AltX
	Zambia	Bolsa de Valores de Lusaka (LuSE)	https://www.luse.co.zm/	
FRICA	Kenia	Bolsa de Valores de Nairobi (NSE)	https://www.nse.co.ke/	
	Mauricio	Bolsa de Valores de Stock Exchange of Mauritius (SEM)	https://www.stockexchangeofmauritius.com/	
	Ruanda	Bolsa de Valores de Kigali (RSE)	https://www.rse.rw/	
	Tanzania	Bolsa de Valores de Dar es Salaam (DSE)	https://www.dse.co.tz/	
	Uganda	Bolsa de Valores de Uganda (USE)		
	Costa de Marfil	Bolsa de Valores Regional de Abidjan (BRVM)	https://www.brvm.org/	
	Ghana	Bolsa de Valores de Chana (CSE)	https://www.gse.com.gh/	
	Nigeria	Bolsa de Valores de Nigeria (NSE)	https://ngx.gr.oup.com/	
	Egipto	Bolsa de Valores de Egipto (EGX)		
	Maruecos	Bolsa de Valores de Casablanca (Casablanca Stock Exchange)	https://www.casablanca-bourse.com/	
	Túnez	Bolsa de Valores de Túnez (BVIMT)	https://www.bvmt.com.tn/en-gb	

Fuente: Elaboración propia

Anexo 3: Comparación de regulación de bolsas de valores y mercado alternativos existentes

	Colombia	Canada		Reino Unio	t o	India		España		Peru		Sudáfrica	1:	Ecuador		Core	ea Sur
Descripción	bvc	TSX	TSXV Ven	LSE	AIM	NSE	BSE	BME	BME Grov	BVL	BVL-Pymes	JSE	JSE AltX	BVG	MVQ	KRK	KODAQ
Aprobación asamble de accionistas y/o junta directiva	Х	Х	Х	Х				Х		Х	Х			Х	entonces	Х	Х
Suscribir un contrato con una banca de inversión que																	
defina la estructura de la inversión.	х		×					X	X					×		×	×
Registrar en el RVNE autorizados por el órgano central	Х	Х	Х	Х	Х		Х	Х		Х	Х			Х		Х	Х
Inscribir los valores a emittr en el organismo regulador	Х		Х							Х	Х						
Tener un minimo de Xaccionistas	Х	Х					X	Х	Х			Х				Х	Х
Contar con un patrimonio de X divisas	Х			Х		X	Х	X				Х	Х	Х		Х	Х
Al menos el 10% de las acciones en circulación debe													•				
estar en cabeza de personas distintas a aquellas que	×			×								×					
conforman un mismo beneficio real																	
Debe haber ejercido su objeto social principal, durante					1												
los X años anteriores a la fecha de solicitud de	Х				X			X						X		X	X
inscrinción																	
Debe haber generado utilidades operad onales en																	
algunas de las tres vigendas anuales anteriores al año	Х	X		×								X				Х	
en que se solicita la inscripción.																	
Debe contar con una página web en la cual se encuentre,																	
a disposición del público, la información que establece	Х	X	X		×		X	X	X	Х				X			
la bvc mediante su Circular Única.																	
Emisor se compromete a dar un informe anual emitido																	
por el gobierno corporativo dirigido a la BVC o bolsa	Х	X	X	Х				X	X	Х	Х		X			Х	X
residente																	
Documento de constitucion de la empresa	Х				X	Х	Х	Х	Х	Х				Х		Х	Х
No tener deudas vencidas con el Estado														Х			
No tener procesos judiciales en curso									Х					Х			
Emitfr minimo X cantidad de acciones		X					X	Х					X			Х	





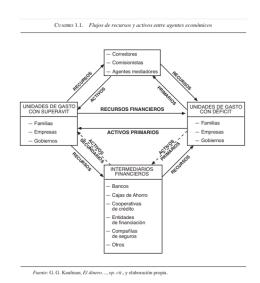




Ventas superiores o iguales en el ultimo año de							Х		Х				X	
ROE													Х	
Activos minimos													X	Х
Crear un area contable y financiera para auditar el valor			V .			V	V			· ·				V
de los activos emitidos			^			^	^			^			×	_ ^
Tener una fiduciaria asociada a la empresa		Х	Х		Х						Х			
Estados financieros con NIIF		Х	Х	Х		Х	Х	Х	Х				Х	X
Condiciones para emitir, sin la necesidad de tener una								×						
banca de inversion								^						
Determinacion de la dasificacion del activo								Х	Х					
Tarifas de cotización			X								Х		X	Х
Registro Comercial		Х												

Fuente: Elaboración propia

Anexo 4: Flujo e interacción de activos entre agentes económicos



Fuente: Tomado de Calvo, A., Pareja, J., Rodríguez, L., Cueva, A., Manual del sistema financiero español, 2014