

CAPÍTULO 3

Iniciativas para facilitar el acceso directo de las PYMES a los mercados de valores en Iberoamérica

Augusto Correa Pina

Analista Sênior de la Superintendencia de Relaciones Internacionales de la Comissão do Valores Mobiliários de Brasil

Carolina García Vera

Analista de la División Legislación y Normativa, Intendencia de Regulación del Mercado de Valores de la Superintendencia de Valores y Seguros de Chile

Daniel García López

Intendente General de Estudios Económicos de la Superintendencia del Mercado de Valores del Perú

Carlos Fabián Rivero Zevallos

Superintendente Adjunto de Investigación y Desarrollo de la Superintendencia del Mercado de Valores del Perú

-
1. Introducción
 2. Acceso de las PYMES a través de los mercados de valores en Iberoamérica
 - 2.1. Aspectos generales
 - 2.2. Iniciativas desarrolladas por los países de Iberoamérica
 - 2.3. Casos de estudio
 - 2.3.1. El Mercado Alternativo Bursátil (MAB) y el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF) en España
 - 2.3.2. El Mercado Alternativo de Valores (MAV) en Perú
 3. Iniciativas internacionales y desarrollos normativos en curso asociados a facilitar el acceso directo de las PYMES a los mercados de valores
 - 3.1. Prácticas e iniciativas a nivel internacional
 - 3.2. Iniciativas regulatorias en desarrollo en países de Iberoamérica
 4. Reflexión final

1. Introducción

Tal y como se ha comentado anteriormente en este Estudio, las pequeñas y medianas empresas (PYMES) cumplen un papel estratégico en el crecimiento y desarrollo de las economías, en especial de los países emergentes, produciendo bienes y/o servicios o demandando productos, absorbiendo la mayor parte de la fuerza laboral y constituyéndose además en una fuente constante de creación de trabajo. En efecto, si se observan los datos entregados por los países participantes de este trabajo, resulta indiscutible la relevancia que tienen las PYMES para las economías de la región. Así, respecto a la participación de las PYMES en el sector empresarial, en el caso de México representan un 99,8% del total, en España un 99,9% y en Perú un 99,5%. A su vez, en cuanto al nivel de empleo se pudo observar que en Colombia las PYMES representan el 80,8% de los puestos de trabajo de ese país, en España un 73%, en México un 71% y en Portugal un 80,5%⁸³.

Sin embargo, a pesar de la relevancia que las PYMES tienen para las economías, en diversos estudios internacionales, tales como el documento de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO, por sus siglas en inglés) "*SME financing through capital markets*"⁸⁴, se reconoce que una de las principales trabas al desarrollo de las PYMES es el limitado acceso a fuentes de financiamiento que les permitan obtener los recursos necesarios para ejecutar sus proyectos de negocio, siendo las fuentes tradicionales de captación de fondos, como la autofinanciación y financiación bancaria, las primeras alternativas que utilizan. Tal como refleja dicho estudio, las condiciones que ofrecerían estos tipos de financiamiento a las PYMES no serían necesariamente las más beneficiosas, situación que se habría deteriorado en el último tiempo ante las mayores restricciones al otorgamiento del crédito que la industria financiera ha impuesto con motivo de los cambios regulatorios producidos como consecuencia de las crisis financieras.

Como se expuso en el capítulo anterior dedicado al financiamiento de las PYMES en Iberoamérica, la evidencia empírica nos muestra que las PYMES financian inicialmente sus emprendimientos con capital propio de sus accionistas, aportes familiares y proveedores, para luego acceder al financiamiento del sistema financiero tradicional, obteniendo líneas de crédito con instituciones bancarias o entidades especializadas en créditos a este importante segmento empresarial. Este proceso se da en tanto las PYMES amplían sus operaciones y alcanzan un tamaño que les permita acceder al financiamiento en los mercados de capitales. Sin embargo, este

83. Para más información, consultar capítulo 1 "Importancia económica de las PYMES en las economías iberoamericanas".

84. Documento completo disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD493.pdf>.

paso está sujeto no solo a que estas empresas superen los primeros años de actividad —típicamente los de mayor mortandad en empresas nuevas—, sino también, en caso de alcanzar las condiciones necesarias de tamaño y buenas prácticas de gobierno corporativo para acceder a los mercados de capitales, pueden atender en estos sus necesidades de financiamiento en términos de escala, costes y demanda para sus valores.

Bajo este escenario existe consenso en que el desarrollo y competitividad de los mercados de capitales puede contribuir a la diversificación de las fuentes de financiación de las PYMES, como una alternativa a los préstamos bancarios y, a su vez, facilitar el acceso de más empresas emisoras en nuestros mercados, en su mayoría, concentrados en importantes empresas corporativas.

Conscientes de las barreras naturales que impone el mercado de valores a las empresas de menor tamaño, los organismos reguladores han trabajado en medidas para reducir, desde su ámbito de acción, dichas limitantes y contribuir para que el mercado de valores se transforme en una opción real de financiamiento para las PYMES.

Sin embargo, en esta tarea se debe tener presente que su acceso a los mercados de capitales, en diferentes grados y reconociendo las particularidades de cada país, se ve en ocasiones limitado por una serie de factores de índole estructural que van desde aspectos como la informalidad y el temor a perder la propiedad de la empresa, la alta concentración empresarial (empresas familiares), así como la resistencia de las empresas a revelar información al mercado (presentación de información financiera periódica, hechos de importancia, entre otros), y sujetarse a mayores exigencias en términos de las mejores prácticas de buen gobierno corporativo⁸⁵.

Por otro lado, la escala reducida de la gran mayoría de empresas en los países de la región conlleva que sus necesidades de financiamiento sean también reducidas y menores en comparación con las grandes empresas corporativas, lo que dificulta su incursión directa en el mercado público de valores por la existencia de costes fijos de emisión que se asumen independientemente del volumen de fondos que se persiga financiar. Del mismo modo, en ciertos casos, se produce un descalce entre el tamaño de las emisiones que potencialmente podrían realizar las PYMES y la demanda potencial que existe en nuestros mercados, donde tienden a primar los grandes inversores institucionales, los cuales no necesariamente absorben dichas ofertas de valores,

85. Según el estudio de IOSCO *SME financing through capital markets*, existen factores que representan mayores obstáculos para acceder a los mercados de capitales, entre los cuales se destacan: 1) la fuerte tendencia a la propiedad familiar, lo que incluye la resistencia de los dueños a involucrar a terceras personas en la propiedad por el miedo a perder el control de la compañía; 2) la baja profesionalización o nivel educativo del personal a cargo de la empresa; 3) la idea equivocada de que la empresa es muy pequeña y que el mercado de capitales es muy grande para ellas, 4) la falta de liquidez en los mercados secundarios y 5) la falta de inversores e incertidumbre del éxito de una oferta inicial de valores.

dados los costes fijos de análisis asociados con dichas inversiones (seguimiento del sector y de la empresa), lo que conduciría a la exigencia por parte de estos inversores, de montos mínimos de emisión que justifiquen la asunción de dichos costes. Esta situación evidencia la importancia que reviste para el desarrollo de nuestros mercados la incorporación de un mayor número de inversores, cuya escala y percepción de riesgo se adecúen mejor al potencial de emisiones en el mercado.

Sin perjuicio de reconocer que la problemática descrita supera el ámbito de acción de un regulador del mercado de valores, hay que destacar el papel que estos han asumido para mejorar la eficiencia de los mercados e impulsar iniciativas que faciliten, entre otros, el acceso directo de nuevos emisores al mercado, mediante la flexibilización de los requisitos de inscripción de ofertas públicas y/o creando segmentos especiales para PYMES; impulsando estructuras financieras que contribuyen al financiamiento de las PYMES, incluyendo fondos de inversión y procesos de titulación de activos; o creando al marco normativo para el desarrollo de nuevas plataformas electrónicas como el crowdfunding; medidas encaminadas a reducir los costes de acceso de las PYMES, manteniendo a su vez un estándar adecuado de protección al inversionista. Asimismo, es necesario destacar el papel que puede tener el regulador en generar instancias participativas, donde se difunda la existencia de tales medidas, y donde se otorgue la capacitación necesaria para que tales esfuerzos surtan los efectos perseguidos.

El presente capítulo se centrará en revisar las diversas iniciativas que se han implementado o se encuentran desarrollando los países de la región, con el objetivo de permitir el acceso directo de las PYMES a los mercados de valores, desde la perspectiva de la simplificación de requisitos para la colocación y negociación de valores. Finalmente, se presentan las prácticas a nivel internacional relativas a esfuerzos en materia de capacitación y educación de la gestión de las PYMES, con el fin de que puedan ser un referente para su implementación en los mercados de la región. Por último, se describen diversas iniciativas normativas que se encuentran en curso por parte de los reguladores en Iberoamérica, y cuya implementación debería materializarse en un futuro cercano.

2. Acceso de las PYMES a través de los mercados de valores en Iberoamérica

2.1. Aspectos generales

Como se ha señalado, una de las principales limitaciones al desarrollo de las PYMES es su escaso acceso a un financiamiento acorde con sus necesidades, en cuanto a montos, plazos, riesgos, costes, entre otros factores. En este contexto, la mayoría de PYMES que pueden acceder a un financiamiento vía canales formales lo hacen

a través del sistema financiero tradicional, lo que les imposibilita diversificar sus fuentes de financiación y las expone a problemas coyunturales de liquidez y limitaciones de los flujos de créditos por parte del sistema bancario tradicional, encareciendo con ello sus costes de financiación.

Además, cabe señalar que tras la crisis financiera de fines de la década pasada, el acceso al crédito bancario se ha vuelto más difícil, luego de un periodo de restricciones de liquidez de los bancos y condiciones más rigurosas para la evaluación crediticia, así como también debido a los requisitos de capital más estrictos asociados con la incorporación de Basilea III, factores que dificultan aún más el acceso al financiamiento de las PYMES.

Por tales razones, en diversos mercados de la región se han implementado importantes iniciativas a fin de facilitar el acceso de las empresas al financiamiento a través de los mercados de capitales, entre las que destacan la simplificación de requisitos y creación de segmentos especiales para la colocación y negociación de valores. Para su materialización, las autoridades gubernamentales y reguladoras de los mercados de valores, así como las bolsas de valores, han tenido presente aquellos factores que suelen limitar a las empresas para acceder a los mercados de capitales. De esta forma, aspectos relacionados con la estructura empresarial, la alta dependencia de la banca múltiple, los costes asociados con la emisión de valores, las obligaciones de revelación de información, la escala de financiamiento requerida respecto al tamaño de emisiones demandadas en los mercados, la percepción de riesgos de las PYMES, entre otros, han sido analizados y abordados para poder crear regímenes más flexibles de requisitos de inscripción y de revelación periódica de información, así como también menores costes de transacción, sin que ello signifique afectar la transparencia y protección al inversionista.

Los regímenes simplificados se caracterizan, precisamente, por la adopción de exigencias más flexibles, disminuyendo así los requisitos de inscripción, sea del emisor, de los valores o de las ofertas públicas de valores. En consecuencia, dichos regímenes conllevan requisitos menos rigurosos en cuanto a las obligaciones de revelación de información periódica al mercado, que terminan por materializarse, en un primer momento, en la información que es divulgada en los prospectos o folletos de emisión. Es importante precisar que algunos de estos regímenes explicitan la presentación de un prospecto simplificado, el cual se caracteriza por contener menores requisitos de información con respecto a emisores que no sean PYMES.

Las ventajas de la adopción de estos regímenes son varias. Por un lado, otorgan una alternativa de financiamiento a las PYMES en relación con los canales tradicionales. A su vez, una vez superada la resistencia de las empresas a revelar su información al

mercado, así como a sujetarse a las mayores exigencias en términos de prácticas de buen gobierno corporativo, estas ganan en escala, pasan a tener mayor visibilidad en el mercado de capitales y así tener acceso a otras fuentes de financiamiento a costes más competitivos.

Es importante anotar que la creación de dichos regímenes parte de la premisa de que el coste de acceso al mercado representa un factor importante, teniendo en cuenta el tamaño de las PYMES y su reducida capacidad financiera, que impide que dichas empresas accedan directamente al mercado de valores. Frente a esto, la existencia de regímenes que disminuyen los requisitos de inscripción y su trámite constituye un factor que debe ser puesto en la agenda de los reguladores para contribuir a que los mercados de valores se conviertan en una alternativa real y atractiva para las empresas que buscan nuevas fuentes de financiación de sus actividades productivas, y persiguen lograr crecimiento y sostenibilidad.

Los reguladores de valores, al asumir la tarea de establecer criterios más flexibles para las PYMES, se enfrentan permanentemente a la siguiente interrogante “¿Qué requisitos son los que se deben flexibilizar sin que afecte a la supervisión de los mercados y a la protección al inversor?”. Al respecto, de acuerdo a IOSCO⁸⁶, el objetivo principal de un segmento de mercado PYMES debe ser el de facilitar el acceso de estas empresas a los mercados de capitales mediante la creación de un entorno propicio y un marco regulador acorde para ellas, asegurando a su vez una adecuada protección al inversor.

Así también, el crear regímenes especiales destinados a facilitar el acceso de las PYMES a través del mercado de capitales implica aliviar la carga normativa en relación a las obligaciones de información y requerimientos que deben afrontar las empresas para participar de este mercado, teniendo en cuenta que las PYMES, en muchos casos, carecen de suficientes recursos y experiencia para cumplir plenamente la normativa. Sin embargo, si bien es cierto que los requisitos se deben adaptar a las características de las PYMES, el papel de los reguladores es clave no solo para que la información disponible facilite la toma de decisiones de los inversores sino, principalmente, para que no se comprometa la integridad del mercado. Por ello, el diseño de estos segmentos debe tener como premisa esencial el lograr mantener un equilibrio permanente entre flexibilizar la regulación de los emisores, con el fin de incentivar la oferta pública y el acceso de las PYMES a los mercados de valores y, a su vez, asegurar adecuados niveles de protección al inversor.

86. SME Financing Through Capital Markets. The Growth and Emerging Markets Committee of the International Organization of Securities Commissions, July 2015. Documento completo disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD493.pdf>.

Teniendo presente lo expuesto, y reconociendo las particularidades de cada mercado, vemos que varios países de Iberoamérica han flexibilizado requerimientos y obligaciones de presentación de información periódica, disminuyendo así las exigencias que deben asumir las PYMES como emisores; adecuando el cumplimiento de exigencias en términos de buen gobierno corporativo; simplificando el contenido de prospectos; reduciendo las tarifas de inscripción y mantenimiento con el fin de representar un ahorro en los costes en relación a aquellos que se asumirían en los mercados principales; ofreciendo la posibilidad de no utilizar los estándares contables internacionales, pudiendo adoptar estándares contables locales u otorgándoles un tiempo prudente para que sus estados financieros se adapten a normas internacionales; y, en algunos casos, se ha optado por exigir un menor número de clasificaciones de riesgo independientes para el caso de instrumentos de deuda respecto a lo exigido en el mercado principal (o empresas que no son PYMES).

Algunos de estos regímenes, además, vienen en ocasiones acompañados por limitaciones al tipo de público a los cuales puede ir dirigida la oferta de valores, esto es, a un público minorista o un inversionista institucional o calificado, partiendo de la premisa de que este último puede tener un mayor conocimiento y experiencia en el mercado, y evaluar mejor los riesgos asumidos.

Asimismo, en algunos mercados además de flexibilizar requisitos de inscripción para promover el acceso de las PYMES al mercado de valores, por iniciativa del regulador o de las bolsas de valores, se han desarrollado segmentos especiales o mercados alternativos bursátiles para la negociación de sus valores, con el fin de profundizar la participación del mercado de valores en la economía, canalizando los excedentes a aquellas empresas que, en las condiciones que exige el mercado principal, no les es factible acceder directamente al mercado de capitales.

El concepto de mercado alternativo nace en Europa con el Alternative Investment Market (AIM) de Londres, creado en 1995 con 10 empresas del Reino Unido, como un mercado dirigido exclusivamente a las pequeñas y medianas empresas en el que solo se admiten instrumentos de renta variable, tomando como propuesta básica el generar un esquema de simplificación de requerimientos y obligaciones, reducción de tarifas de inscripción, exoneración tributaria a la ganancia de capital y la participación de creadores de mercado. Al respecto, el AIM presenta una capitalización (a septiembre de 2016) de 82.988 millones de libras, un total de 1.000 empresas listadas, sumando un total de 98.690 millones de libras de recursos captados desde su creación.

El desarrollo de estos segmentos especiales del mercados ha venido acompañado, en algunos casos, con la obligación de contar con figuras como los asesor/*sponsor*, entidades que persiguen asegurar la transparencia de las PYMES y asistirles en el

cumplimiento de sus obligaciones; así como de los proveedores de liquidez (*market maker*), con el objetivo de promover la negociación de los valores de las PYMES una vez inscritos, buscando con ello abordar aspectos asociados con la percepción de riesgo de las PYMES en los mercados financieros y las limitaciones de liquidez que puedan enfrentar dichos valores.

Muchas de estas iniciativas, además, han venido acompañadas por la creación de oficinas de asesoramiento en materia legal, contable y/o tributaria, por parte de los reguladores y las bolsas de valores, de manera que dichas empresas cuenten con la información necesaria para preparar su ingreso al mercado de capitales, contando con una amplia gama de recursos y servicios empresariales, que pueden incluir desde espacios físicos, coaching, networking, hasta el financiamiento de los gastos incurridos en el proceso de listado a través de préstamos y subvenciones.

Es importante tener presente que si bien la estrategia adoptada es la de otorgar facilidades en cuanto a los estándares de transparencia de la información y menores requerimientos en términos de gobierno corporativo a las PYMES, se parte de la premisa de que las empresas una vez ingresado al mercado de valores, de manera gradual deberán ir elevando sus estándares en la medida que crezcan y reconozcan la importancia y ventajas que reviste su posicionamiento y exposición en un mercado público de valores.

2.2. Iniciativas desarrolladas por los países de Iberoamérica

El presente apartado persigue ofrecer una visión de las principales experiencias e iniciativas desarrolladas en los países iberoamericanos, tomando como base las respuestas al cuestionario planteado por el Instituto Iberoamericano del Mercado de Valores (IIMV) a los países participantes de este estudio. Al respecto, es importante precisar que en los diversos países bajo estudio se presentan una o varias combinaciones de las iniciativas antes descritas, surgiendo además algunas de ellas de los supervisores, de las bolsas de valores o de ambos, y respondiendo según sea el caso su diseño a la estructura jurídica de cada país.

De esta forma se puede identificar la implementación de regímenes simplificados, amparados en un marco regulatorio general, en Argentina, Brasil, Colombia, Ecuador, México, Perú y Paraguay, observando en la actualidad distintos niveles de desarrollo (algunos de ellos se encuentran a nivel normativo). Se debe anotar que en el caso del Perú dicho régimen se encuentra diseñado en el marco del Mercado Alternativo de Valores (MAV).

De otro lado, aunque no cuenten con regímenes simplificados, Bolivia y Chile tienen normativas que si bien no fueron diseñadas específicamente para las PYMES, estas se pueden beneficiar de algunas de sus flexibilidades y ventajas.

En el caso de España, destacan dos mercados alternativos en los que se negocian valores emitidos por las PYMES, con reglas específicas que brindan criterios más flexibles (simplificados) de inscripción y acceso, así como obligaciones de revelación de información más blandas, aunque estos adoptan la estructura jurídica de Sistema Multilateral de Negociación (SMN) lo que lo convierte en un mercado alternativo no oficial (sus Reglamentos son aprobados por la Comisión Nacional de Mercado de Valores de España, CNMV, y son supervisados por esta). Ellos son el Mercado Alternativo Bursátil (MAB) y el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF).

En cuanto a los demás países (El Salvador, Honduras, Nicaragua, Portugal, Panamá, República Dominicana y Uruguay), si bien no cuentan con criterios especiales o regímenes simplificados específicos para las PYMES⁸⁷, en el caso de los últimos tres países se encuentran preparando iniciativas regulatorias con dicho fin, que son descritas en detalle en el apartado 3.2 de este capítulo.

Se debe anotar que en Argentina, Brasil y Perú se observan experiencias, en el marco del desarrollo de regímenes simplificados, en cuanto al prospecto. Así tenemos, que en Argentina, las exigencias de prospecto para las PYMES CNV contienen menores requisitos que para el resto de las emisoras; en Brasil, dentro del mecanismo de dispensa automática de registro de emisor (ICVM 480/09) y de ofertas públicas (ICVM 400/03), no hay exigencia para presentarlo; y en el caso de Perú, en el MAV no se requiere la presentación dentro del prospecto informativo de la información sobre el cumplimiento del Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas y solo se exige un diagrama de grupo económico, de ser el caso, en lugar de la información completa que se exige en el régimen general.

Por otro lado, es necesario precisar que aunque Portugal no cuente con un régimen simplificado para valores emitidos por PYMES, de acuerdo con la Directiva Europea que gobierna los prospectos, una oferta pública inicial puede caer bajo el alcance de una excepción y, por lo tanto, un prospecto no necesita ser presentado⁸⁸.

Con el objetivo de reflejar los aspectos más relevantes de las diversas experiencias y/o enfoques de los distintos países en Iberoamérica con respecto al acceso directo de las PYMES a los mercados de valores, se describen a continuación por cada país los alcances de estas, desarrollándose además en el epígrafe 2.3 con mayor detalle

87. Información recogida de las respuestas al cuestionario, enviadas por las Comisiones y Superintendencias de Valores para la elaboración de este Estudio.

88. Por ejemplo: una oferta de valores dirigida a menos de 150 personas físicas o jurídicas por Estado miembro, sin contar los inversores cualificados; una oferta dirigida solamente a inversores cualificados; una oferta de valores por un importe total en la Unión Europea (UE) por debajo de € 100.000, durante un periodo de 12 meses; una oferta de valores por un importe total en la UE inferior a € 5mn.

dos casos de estudio: el Mercado Alternativo Bursátil (MAB) y el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF) de España; así como el Mercado Alternativo de Valores de Perú (MAV).

Argentina

La Comisión Nacional de Valores (CNV) tiene como uno de sus principios fundamentales de acción el promover el acceso de las PYMES hacia el mercado de capitales, para lo cual ha implementado un régimen denominado *PYMES CNV* para la inclusión financiera de las pequeñas y medianas empresas, donde se ha simplificado el proceso de solicitud de ingreso al régimen, con posibilidad de iniciar la tramitación a través de un portal PYMES, que le permite enviar la documentación en forma electrónica antes de la presentación formal.

El régimen *PYMES CNV* (cuyo marco regulatorio de oferta pública fue definido en el Capítulo VI del Título II de las Normas CNV [NT 2013]) permite que las PYMES que deseen emitir valores negociables representativos de capital o deuda accedan a un régimen de oferta pública diferenciado con beneficios y ventajas que buscan impulsar el financiamiento productivo, así como acompañar el proceso de crecimiento de la empresa dentro del ámbito de la oferta pública. Entre estos menores requisitos en comparación con el resto de los emisores en el régimen general se destacan los siguientes:

- Las PYMES están exceptuadas de presentar estados contables preparados en base a Normas NIIF y los presentan sobre la base de Normas Locales.
- las *PYMES CNV* no están obligadas a presentar estados contables trimestrales, sino que se requiere balance anual e información trimestral con menores requisitos.
- Las PYMES también están exceptuadas del pago de aranceles de autorización de obligaciones negociables y tasas de fiscalización.
- Las *PYMES CNV* están exceptuadas de contar con comisión fiscalizadora y en su lugar pueden contar con sindicatura unipersonal (un síndico titular y un síndico suplente).
- Las *PYMES CNV* están exceptuadas de contar con comité de auditoría y no les son aplicables las normas de gobierno corporativo requeridas al resto de las emisoras.

Cabe señalar que los valores negociables emitidos por las *PYMES CNV* solo pueden ser negociados por inversores calificados y, en el caso de obligaciones negociables, solo pueden emitir un monto máximo en circulación que no supere en valor nominal \$100 millones de pesos, equivalente a US\$ 7 millones aproximadamente.

Además, la CNV creó la Oficina de Asistencia Financiera a PYMES con el objetivo de ofrecerles asesoramiento y asistencia directa en materia financiera, contable y legal, facilitando y simplificando su ingreso al régimen *PYMES CNV* de oferta pública de valores negociables. Todo ello es brindado de forma gratuita, evitando que las PYMES tengan que recurrir a mayores costes por intermediarios.

Finalmente, se debe anotar que en el Mercado de Valores de Buenos Aires (MERVAL) existe un panel específico de negociación de emisoras PYMES compuesto por las acciones de estas empresas que se admiten a cotización bajo el régimen simplificado "*PYME CNV*".

Bolivia

Para el ingreso al mercado de valores, si bien en general las PYMES cumplen los mismos requisitos que otras empresas, cabe señalar que hay diferencias con respecto a los estados financieros. En cuanto a la antigüedad de la información que debe ser presentada, las PYMES la presentan para dos (2) gestiones, en tanto que las otras empresas la presentan para 3 (tres) gestiones; y los estados financieros de las PYMES no son necesariamente auditados por una empresa de auditoría externa inscrita en el Registro del Mercado de Valores, en tanto que para las otras empresas la información de la última gestión debe estar auditada por una empresa de auditoría externa inscrita en el Registro del Mercado de Valores.

Por otro lado, en febrero de 2016, la Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero (ASFI) aprobó como una nueva alternativa de financiamiento para las PYMES los denominados "*Bonos Participativos*", proyecto trabajado en coordinación con la Bolsa Boliviana de Valores "BBV", y que podrán ser emitido por pequeñas y medianas empresas para obtener financiamiento de inversores en el mercado bursátil, caracterizados por el pago de un interés fijo además de un interés variable, el cual es definido por la PYME emisora, en función a su desempeño económico y financiero, constituyéndose en una alternativa de financiamiento a largo plazo. Los inversores podrán obtener beneficios adicionales a la tasa de interés, como es la participación en las ganancias.

Las PYMES actualmente obtienen financiamiento a través de la *Mesa de Negociación*, mecanismo administrado por la Bolsa Boliviana de Valores (BBV) y regulado por la ASFI, en el que se negocian pagarés, los que se caracterizan por tener una duración máxima de 270 días calendario, con emisiones parciales, cuyo monto oscila según las necesidades de financiamiento del emisor, dentro del margen de endeudamiento o monto tope aprobado para la emisión de pagarés.

Brasil

De forma general, existe la Ley 123/06 conocida como la Ley General de Micro y Pequeñas Empresas, que cumple un papel importante en relación con el estímulo para el desarrollo de estas empresas, por un lado a través de criterios fiscales más flexibles (también conocido como régimen fiscal simple), y por otro, con lineamientos generales para facilitar el acceso a las microempresas y pequeñas empresas a los mercados de crédito y de capitales.

En cuanto al acceso al mercado de valores, para las micro y pequeñas empresas (tal como se define en la ley) existe la dispensa automática de registro para el emisor (ICVM 480/09) y para las ofertas públicas (ICVM 400/03). En consecuencia, dichas empresas no tienen la obligación de presentar un prospecto.

Además, existen restricciones en la ICVM 400/03: las ofertas públicas de valores emitidos por micro y pequeñas empresas no pueden captar más de R\$ 2,4 millones anualmente (equivalente a US\$ 750 mil dólares aprox.).

Es importante mencionar que las dos dispensas de registro mencionadas arriba son utilizadas por las empresas de crowdfunding⁸⁹.

De otro lado, en lo que respecta a segmentos bursátiles específicos de mercado, con la finalidad de contribuir al desarrollo del mercado de acciones brasileño, la Bolsa de Valores de Sao Paulo (BM&FBOVESPA) creó el *Bovespa Mais* como un segmento para empresas que desean acceder al mercado de forma gradual y que tiene como objetivo fomentar el crecimiento de las PYMES vía el mercado de capitales. La estrategia de acceso gradual permite que la empresa se prepare de forma adecuada y al mismo tiempo aumente su visibilidad entre los inversores.

El *Bovespa Mais* permite listar la empresa sin realizar una colocación de valores, es decir, se puede cotizar la compañía en la bolsa con un plazo de hasta siete años para llevar a cabo una Oferta Pública Inicial, esquema ideal para empresas que desean acceder al mercado poco a poco, permitiendo que el acceso al mercado sea más tranquilo y el nivel de preparación de la empresa más alto.

Uno de los beneficios de pertenecer a las compañías listadas en *Bovespa Mais* es que están exentas de la tasa de inscripción y reciben un descuento gradual en la tasa de cotización siendo de 100% el descuento en el primer año, aunque asumen

89. La CVM está trabajando en una normativa específica para el crowdfunding. Ver capítulo 6, "Crowdfunding y economía participativa", de este Estudio.

compromisos de elevados estándares de gobierno corporativo y transparencia con el mercado.

Chile

Si bien no existe un régimen simplificado para PYMES como tal, existe un marco regulatorio que podría ser aprovechado por las PYMES. En la actualidad, las entidades chilenas que pretendan realizar una oferta pública de valores en Chile deben registrarse por la Norma de Carácter General N°30⁹⁰ y solicitar su inscripción en el Registro de Valores acompañando todos los antecedentes requeridos por la regulación, los cuales abarcan documentos referentes a la descripción general del emisor, estados financieros, hechos relevantes o esenciales, prospectos y escrituras de los valores a inscribir —en caso de corresponder—, entre otros. A su vez, la norma en referencia establece los requisitos de divulgación continua de información posteriores a dicha inscripción que debe cumplir todo emisor, tales como estados financieros e informe de los auditores externos, memoria anual, hechos esenciales, entre otros antecedentes relevantes.

Los requisitos establecidos por la NCG N°30 son generales para todo el mercado, no existiendo diferenciación asociada al tamaño de las empresas para realizar dichos trámites, con excepción de aquellas sociedades de reciente formación, las cuales no deberán acompañar a la solicitud de inscripción sus estados financieros para el último ejercicio anual en forma comparativa con respecto al año anterior, sino que deberán presentar estados financieros auditados referidos a un cierre mensual y de una antigüedad no superior a 90 días a la fecha de solicitud de inscripción.

No obstante, las normativas NCG N°336 y NCG N°345 contemplan dos modalidades que tuvieron entre sus objetivos facilitar el acceso al financiamiento por parte de las PYMES sin que tuvieran que cumplir la obligación de registro. La primera de esas normativas definió como oferta privada, toda aquella que, sin emplear medios masivos de difusión, era dirigida a un número ilimitado de inversores institucionales o al menos 250 inversores calificados, dentro de los que podrían haber un máximo de 50 inversores minoristas, y también la oferta que trata sobre instrumentos de deuda con cortes mínimos de cupón superiores a determinado monto (USD\$180.000 aprox.). La segunda de esas normativas exime de las obligaciones de registro a las ofertas públicas de valores en que ningún inversor puede adquirir menos del 2% de la propiedad del emisor y la oferta está referida a al menos el 10% del capital de este.

90. Norma disponible en: http://www.svs.cl/institucional/legislacion_normativa/normativa2.php?tiponorma=NCG&numero=30&dd=&mm=&aa=&dd2=&mm2=&aa2=&buscar=&entidad_web=ALL&materia=ALL&enviado=1&hidden_mercado=%25.

En el caso de PYMES extranjeras, la NCG N°352 contempló un segmento de cotización bursátil especial en que los requisitos de inscripción y listado en bolsa quedan acotados a aquellos que las propias bolsas hubieren establecido a ese efecto, no exigiéndose que el emisor esté sujeto a regulación en su mercado de origen, y siempre que solo participen inversores calificados.

Colombia

Las PYMES en Colombia cuentan con dos alternativas para acceder al mercado de valores: una mediante el procedimiento general de oferta pública de valores a través del mercado principal, y la segunda mediante la oferta pública de valores en el denominado *Segundo Mercado*, incluido dentro del Decreto 2555 de 2010.

El *Segundo Mercado* es un vehículo de financiación creado con el objetivo de facilitar el acceso al mercado de capitales local a un mayor número de emisores, y busca ser una fuente alternativa de recursos para aquellas empresas que no han podido emitir en el Mercado Principal, debido a estrictos requerimientos financieros, de información y los costes que ello implica. Dentro de las características principales de este segmento del mercado se encuentran las siguientes:

- Los valores que se vayan a negociar en el *Segundo Mercado*, se entenderán inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE) para todos los efectos legales, y autorizada su oferta pública, siempre que de manera previa se presente la documentación requerida por la normativa de la Superintendencia Financiera de Colombia.
- La negociación de títulos que formen parte del *Segundo Mercado* y cuya inscripción se encuentra en el RNVE solo puede ser realizada por inversores calificados. Previa a la realización de la operación, será obligación del adquirente certificar dicha condición, para tal efecto debe entenderse como inversores calificados todas aquellas personas comprendidas como “inversionista profesional”.
- Los valores que formen parte del *Segundo Mercado* no requerirán calificación para efectos de su inscripción en el RNVE.
- Podrán formar parte del *Segundo Mercado*, los valores emitidos por entidades que por su naturaleza puedan realizar emisiones de títulos de contenido crediticio, de participación, o mixtos, para ser colocados y negociados en el mercado de valores.

La existencia de criterios más flexibles a través del *Segundo Mercado* permite que las PYMES tengan mejores condiciones de acceso al mercado como puede observarse en el siguiente cuadro:

Aspecto	Mercado Principal	Segundo Mercado
Respuesta a solicitud de autorización	30 días hábiles	10 días hábiles
Valor de derechos de inscripción en el RNVE	0,08x1.000 del patrimonio del respectivo emisor	0,04x1.000 del patrimonio del respectivo emisor
Derechos de autorización de oferta pública	0,35x1.000 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 legal ⁹¹	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 en el RNVE y su oferta pública autorizada al remitir los documentos requeridos

Así, también se evidencia que los costes en que deben incurrir los emisores en una oferta pública en el *Mercado Principal* son mucho más altos de los que deben incurrir en una oferta en el *Segundo Mercado*.

Ecuador

La Reforma a la Ley de Mercado de Valores introducida en mayo de 2014 dispuso la creación de un segmento especial dentro del mercado bursátil denominado *Registro Especial Bursátil (REB)*, para que en este se lleven a cabo de manera exclusiva las transacciones de valores emitidos por PYMES y organizaciones de la economía popular y solidaria.

La creación del *REB* tiene el objetivo de desarrollar el mercado de valores y ampliar el número de emisores y valores que se negocian en los mercados regulados. De esta forma, el *REB* busca fomentar el acceso de las PYMES y organizaciones de la economía popular y solidaria, a una financiación a través del mercado bursátil de tal forma que mediante la emisión de valores en dicho mercado logren cubrir sus necesidades de recursos de corto y largo plazo

91. El salario mínimo mensual legal para el 2016 asciende a 689,455 pesos colombianos (US\$ 222 aproximadamente).

Este segmento especial se caracteriza por establecer una regulación para la emisión y negociación de los valores con requisitos y procedimientos menos rigurosos que los establecidos para otro segmento del mercado bursátil, entre los que podemos mencionar:

- Menores requisitos para la inscripción y mantenimiento de inscripción para un emisor y valor.
- La calificación de riesgo de los valores objeto de oferta pública que se negocien en el REB es optativa.
- Están exonerados del pago de derechos y tarifas para la inscripción y mantenimiento, tanto a la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros como a las bolsas de valores del país. Esta exoneración también se aplica para el caso de pago de derechos y/o tarifas para las ofertas públicas.
- Se establece también que el Directorio de la Bolsa de Valores fijará las comisiones de bolsa para las negociaciones de los valores que se negocien en el REB que no podrán superar el 50% de las comisiones establecidas para otro segmento del mercado bursátil.
- En los que respecta a la oferta pública de obligaciones de corto plazo, largo plazo y convertibles en acciones, el órgano de regulación ha establecido que para el REB no se aplican las medidas de resguardos establecidas en la codificación de resoluciones expedidas por el Consejo Nacional de Valores para las obligaciones que se negocian en otro segmento del mercado bursátil.
- Con respecto a la adquisición de acciones y obligaciones convertibles en acciones que se negocien en el REB estas no se sujetarán a las normas de Oferta Pública de Adquisición de acciones de la Ley de Mercado de Valores.
- En relación a las facturas comerciales negociables estas no requieren de calificación de riesgo obligatoria. Los emisores de facturas comerciales negociables no tienen la obligación de contratar auditoría externa, a menos que otras normas lo exijan.

El Salvador

En lo que se refiere al acceso de las PYMES al mercado de valores, no hay requisitos específicos para este tipo de empresas ya que se les aplica la normativa general aplicable a cualquier emisor, la cual está contenida en la Ley del Mercado de Valores.

España

En España se ha desarrollado el *Mercado Alternativo Bursátil (MAB)*, el cual permite a las empresas de reducida capitalización que buscan expandirse (término usado para englobar a las PYMES) listar sus valores en un mercado con menores costes y menores

requisitos que el mercado bursátil español; y el *Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF)*, el cual es un mercado destinado en exclusiva a inversores calificados para que las PYMES obtengan financiación mediante la emisión de valores de renta fija. Dichos mercados son explicados en mayor detalle en el epígrafe 2.3. “Casos de estudio”.

Honduras

No existe un segmento especial de mercado con menores requisitos para las PYMES; sin embargo, existe un marco regulatorio que permite a las PYMES beneficiarse del mercado de capitales. El acceso a fondos para financiamiento de las PYMES por medio del mercado de valores se lleva a cabo cuando una institución financiera inscrita en el Registro Público del Mercado de Valores coloca una emisión cuyo destino de los fondos captados son empleados para financiar préstamos para actividades productivas de esas PYMES.

México

En el caso de México, si bien no existe un segmento específico para PYMES, la Ley de Mercado de Valores permite que las empresas que pretendan colocar acciones representativas de su capital social adopten una figura societaria sujeta a menores requisitos denominada Sociedad Anónima de Promoción de Inversión Bursátil, en adelante “SAPIB”. La finalidad de este esquema es que las SAPIB (artículo 19 LMV) cuenten con un plazo de 10 años para adoptar el régimen de una SAB (tipo societario tradicional sujeto a requisitos generales), o antes si superan el monto de capital contable mencionado (US\$ 74 millones de dólares). Durante ese periodo la emisora deberá adaptar la estructura de su gobierno corporativo al de una SAB. En caso que la emisora no cumpla con su plan de adopción en el plazo señalado, la inscripción de sus acciones será cancelada (artículo 21 LMV).

En tal sentido, la SAPIB es una figura que podría ser adoptada por una PYME para colocar sus acciones en el mercado de valores, en virtud de que cuenta con algunas facilidades como por ejemplo:

- Gobierno corporativo menos estricto.
- Presentación de información financiera dictaminada por los últimos 2 ejercicios.
- La información financiera a fechas intermedias corresponde a cortes semestrales y no trimestrales. Además no requiere revisión de auditor externo.
- Contar con un capital contable menor a aproximadamente US\$ 74 millones de dólares.
- No requieren un mínimo de inversores.

- No están obligados a que un cierto porcentaje de su capital social se encuentre distribuido entre el público inversionista.

De otro lado, instituciones como la Bolsa Mexicana de Valores (BMV) y la Banca de Fomento llamada Nacional Financiera (NAFIN) han establecido programas con el objetivo de apoyar a las PYMES para que alcancen las condiciones financieras e institucionales para que una vez que decidan emitir deuda o capital en el mercado se encuentren listas para dar cumplimiento al marco regulatorio aplicable, así como otro tipo de incentivos, mecanismos amparados en la figura societaria de “SAPIB”, explicada previamente.

En lo que respecta a la BMV, cuenta con un área encargada de promover que nuevas empresas se listen. Asimismo, la BMV brinda asesoría a las empresas encaminada a que las mismas cuenten con los estándares de gobierno corporativo y generación de información. Adicionalmente, la BMV cuenta con un Programa de Facilidades para Nuevas Empresas, el cual consiste en dar descuentos y beneficios a aquellas empresas con un capital menor a US\$ 27 millones aproximadamente, que pretendan listar valores por primera vez, tales como:

- Cancelación de la cuota de inscripción.
- Descuento del 50% en la cuota de mantenimiento del primer año.
- Claves gratuitas del sistema de divulgación de información (EMISNET), así como de la plataforma de información de la BMV.
- Para el caso de emisiones de corto plazo, se exime de la cuota de listado de las primeras 2 disposiciones. Para las emisoras de largo plazo, se les exime de la primera disposición.

Por su parte, la NAFIN cuenta con el denominado Programa Mercado Institucional de Deuda Alternativa Societaria (MIDAS) enfocado a apoyar a aquellas PYMES que desean emitir deuda en el mercado de valores el cual se revisa en mayor detalle en el epígrafe 3.2. Iniciativas regulatorias en desarrollo en países de Iberoamérica.

Nicaragua

Los requisitos generales de acceso al mercado de valores, como emisor, están determinados por la norma sobre oferta pública de valores en mercado primario. Únicamente podrán ser objeto de oferta pública en el mercado primario los valores autorizados previamente por la Superintendencia de Bancos y Otras Instituciones Financieras.

Esta norma no presenta criterios de acceso específicos para PYMES, ya que únicamente se orienta a los emisores en general.

Paraguay

Según la Resolución CNV N° 763/04, la cual reglamenta la Ley de Mercado de Valores, dispone un capítulo especial para PYMES, estableciendo un capital integrado mayor a 100 y menor a 600 salarios mínimos (aproximadamente entre US\$ 31 mil y US\$ 188 mil), y limitando a las PYMES a emitir solamente títulos representativos de deuda, los cuales deberán ser colocados a través de bolsa y únicamente entre inversores institucionales. Además de ello, no se exige a las PYMES la presentación de estados contables auditados para el último ejercicio fiscal, disminuyendo en parte su costo de participar en el mercado de valores (ver art. 20 de Res. CNV N° 763/04).

El marco legal mencionado también contempla la posibilidad de emisión de bonos sin información para aquellas entidades que no cuenten con información histórica o tengan información insuficiente, siempre y cuando (1) la colocación de dichos valores se haga por bolsa, (2) los adquirentes sean únicamente inversores institucionales, (3) los bonos no excedan el 75% máximo del patrimonio neto de la sociedad emisora y (4) el auditor externo presente un Informe Especial sobre la Evaluación y Proyección de la Capacidad de Pago del emisor.

Perú

En el año 2012, la Superintendencia de Mercado de Valores (SMV) creó el *Mercado Alternativo de Valores (MAV)* - Resolución de Superintendencia N° 025-2012-SMV/01, el cual establece un régimen de ofertas públicas primarias y secundarias de valores más flexible en términos de los requisitos de inscripción de los valores en el Registro Público del Mercado de Valores (RPMV), así como de las obligaciones de revelación de información periódica, para empresas no corporativas. Los alcances de dicho mercado son explicados en mayor detalle en el epígrafe 2.3 “Casos de estudio”.

Portugal

En 2005, Euronext lanzó *Alternext*, un mercado que ofrece una ruta alternativa para que las PYMES que puedan carecer de los recursos necesarios para satisfacer las exigencias de un mercado regulado tengan la opción de poder unirse a un mercado bursátil de menores requisitos.

Alternext no es un mercado regulado, sino que se trata de un sistema de negociación multilateral (MTF) operado bajo la denominación *Alternext* por el operador del mercado de referencia en Bruselas, Lisboa y París. Las empresas que buscan ser incluidas en *Alternext* deben elegir un asesor autorizado para ayudarlos durante el proceso de admisión y guiarlos mientras se encuentren listados.

En 2013, Euronext lanzó *EnterNext*, una filial dedicada a la financiación y promoción de las PYMES, adaptando el mercado a las necesidades de estas. *EnterNext* desempeña un papel activo en facilitar el acceso de estas a los mercados financieros, lo que ayuda a generar los fondos que necesitan para crecer a nivel regional, nacional y europeo. El objetivo de *EnterNext* es reunir y unir a todos los grupos de interés de las empresas, intermediarios, analistas financieros, inversores y asesores para crear un mercado que contribuirá al crecimiento de las PYMES.

2.3. Casos de estudio

En este epígrafe se profundiza sobre las experiencias de España y Perú en el desarrollo de mercados alternativos, las mismas que sintetizan varias de las iniciativas señaladas en el presente capítulo.

2.3.1. El Mercado Alternativo Bursátil (MAB) y el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF) en España

El Mercado Alternativo Bursátil (MAB) permite a las empresas de reducida capitalización que buscan expandirse (término usado para englobar a las PYMES) listar sus valores en un mercado con menores costes y menores requisitos que el mercado bursátil español. El MAB inició sus operaciones en julio de 2009 y cuenta actualmente con 36 empresas en expansión y 23 Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión Inmobiliaria —SOCIMI—, con una capitalización bursátil de 4.438,10 millones € (al 31 de agosto de 2016).

El MAB facilita a las empresas un acceso sencillo y eficiente a los mercados de valores, operando como un Sistema Multilateral de Negociación en el marco de la regulación europea, administrado por las Bolsas y Mercados Españoles (BME) y supervisado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). Está orientado a inversores profesionales, aunque también permite la participación de inversores particulares.

De esta forma, podemos enumerar las siguientes ventajas que conlleva el MAB para las PYMES:

- Permite a las PYMES con proyectos de expansión beneficiarse de las ventajas del mercado de valores: financiación, visibilidad, liquidez y valoración.
- Permite el acceso a nuevos inversores diferentes del capital riesgo o inversores ángeles.
- Costes y regulación adaptados a las características de las PYMES.

- Un profesional (asesor registrado) ayuda a las empresas en el proceso de salida a cotizar en este mercado.
- Tiene un régimen de información y contratación adaptado a las singularidades de este tipo de empresas.
- Facilita la internacionalización de la empresa y su notoriedad (entre clientes y proveedores financieros).
- Facilita el cambio de la cultura corporativa (más transparencia) y es una alternativa a la continuidad de las empresas familiares.

Cabe destacar también que el *MAB* incluye mecanismos que procuran generar mayor confianza en el inversionista. Así, tenemos la figura del “Asesor Registrado”, que es una persona jurídica con experiencia en el mercado de valores, que acompaña y asiste a las empresas que listan en el *MAB*, asegurándose que estas cumplan con todas las obligaciones y requisitos establecidos. El segundo mecanismo es el “Proveedor de Liquidez”, que actúa como contraparte en el mercado secundario para los inversores que deseen comprar y vender los valores del *MAB*.

Entre los requisitos para participar del *MAB* tenemos que pueden ser acciones emitidas por sociedades anónimas españolas o extranjeras, y en cuanto a los estándares contables, las sociedades de la Unión Europea pueden optar por aplicar NIFF o el estándar contable nacional y en caso de las sociedades de país no miembro optar por NIFF o US GAAP.

Existe como condición para incorporarse al *MAB* que las acciones de aquellos que sean titulares accionistas con porcentajes inferiores al cinco por ciento del capital social representen un valor estimado superior a dos millones de euros. Condición que si bien algunas empresas no cumplen inicialmente, pueden superarlo al realizar previamente una colocación de sus acciones.

Entre la información exigible a las entidades emisoras en este mercado se encuentra: información periódica (cuentas anuales auditadas, con Informe Especial de la Comisión de Auditoría y cuentas semestrales sometidas a revisión limitada más recopilación de participaciones significativas); hechos relevantes; y otras de interés (participaciones significativas; operaciones de administradores y directivos; pactos para sociales y operaciones societarias).

Asimismo, en España existe el *Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF)*, el cual es un mercado destinado en exclusiva a inversores calificados para que las PYMES obtengan financiación mediante la emisión de valores de renta fija (pagarés, bonos, obligaciones u otros valores que reconozcan deuda según la Ley del

Mercado de Valores). De manera similar al *MAB*, el *MARF* es un sistema multilateral de negociación, administrado por AIAF Mercado de Renta Fija S.A (Grupo BME) y supervisado por la CNMV. Entre las ventajas de este mercado tenemos:

- Facilita el acceso a los mercados de capitales a PYMES (compañías de mediana dimensión y buenas perspectivas de negocio).
- Simplificación de los trámites de emisión y menores costes.
- Apoyo de un asesor registrado, que asesora a las empresas en la incorporación de los valores, el cumplimiento de las obligaciones del mercado y la elaboración y presentación de la información financiera y empresarial exigida.
- Permite diversificar fuentes de financiación.

En 2015, se emitieron en el *MARF* bonos y obligaciones por un total de 382,5 millones de euros por 8 emisiones y en pagarés 433,7 millones. El *MARF* no fija condiciones respecto a qué empresas pueden emitir en este mercado y el tamaño mínimo de las emisiones. En cualquier caso, los costes del proceso, así como la necesidad de que las compañías cuenten con un elevado grado de solvencia y se encuentren saneadas, limita los posibles emisores a compañías de mediano tamaño.

En cuanto al tamaño de las emisiones no existe una norma, aunque las estimaciones realizadas sitúan el tamaño de las mismas entre 20 millones de euros o 25 millones de euros, aunque se podrían considerar viables emisiones de 10 millones de euros.

En lo que se refiere a los requisitos establecidos en el *MARF*, tenemos que los emisores deben contar con un informe de evaluación crediticia y de riesgo de la emisión o informe de solvencia, emitido por una entidad registrada y certificada por la Autoridad Europea del Mercado de Valores (ESMA). Asimismo, las sociedades emisoras deben preparar sus cuentas anuales conforme a las NIFF, estándares contables nacionales del Espacio Económico Europeo o US GAAP, debidamente auditadas y divulgar cualquier información relevante que afecte a su actividad económica y situación financiera, o que suponga un cambio significativo en la trayectoria y evolución de los resultados o de los flujos de efectivo recogidos en las cuentas de los últimos ejercicios.

2.3.2. El Mercado Alternativo de Valores (MAV) en Perú

Tal como se indicó en la sección inicial sobre “régimenes simplificados”, el año 2012 la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) creó el *Mercado Alternativo de Valores (MAV)*, el cual establece un régimen de ofertas públicas primarias y secundarias de valores más flexible para empresas no corporativas en términos de los

requisitos de inscripción de los valores en el Registro Público del Mercado de Valores (RPMV), así como de las obligaciones de revelación de información periódica.

Las empresas que pueden participar en el MAV son las domiciliadas en el Perú y que cumplen las siguientes características:

- No requieren de un periodo mínimo de operaciones. En un inicio, se fijó un periodo mínimo de operación de tres años; no obstante, posteriormente, se consideró oportuno eliminar esta restricción y extender el ámbito del MAV a empresas recién constituidas, ampliando con ello su potencial como mecanismo de financiamiento empresarial.
- Contar con ingresos anuales promedio, en los últimos 3 años, que no excedan de 350 millones de soles (aproximadamente US\$ 105 millones de dólares). Cuando se creó el MAV en 2012, dicho límite se fijó en 200 millones de soles (aproximadamente US\$ 60 millones de dólares), incrementándose posteriormente, no solo facilitando con ello el acceso a un mayor número de nuevos emisores al mercado de valores, sino también persiguiéndose dar al inversionista un mayor abanico de posibilidades para la diversificación de sus portafolios de inversión con diferentes niveles de riesgo y retorno.
- No haber tenido ni tener valores inscritos en el RPMV o en algún mecanismo centralizado de negociación. Con dicha condición se persigue que las empresas que cuenten con valores inscritos en el RPMV no se trasladen del Mercado Principal al MAV y cambien el estándar de información que los inversores tienen con respecto a un emisor determinado.
- Dicha condición se flexibilizó posteriormente, no aplicándola para el caso de empresas que hubieran tenido inscritos en el mercado principal valores representativos de deuda, que no cuenten con valores en circulación y que hubieran cumplido con las exigencias del mercado durante la vigencia de la emisión; con lo cual una empresa comprendida en dicho supuesto no estaría impedida en un futuro de volver a ingresar al mercado bajo cualquiera de las alternativas que el mercado de valores ofrece, incluyendo el MAV.
- Una última condición es que la empresa no debe encontrarse obligada a inscribir sus valores en el RPMV por su propia normativa, como es el caso en el Perú, por ejemplo, de las acciones de las entidades bancarias.

Cabe señalar que si durante tres años consecutivos, la empresa tiene ventas anuales promedio mayores al límite que fija la regulación del MAV, esta perderá su condición para mantenerse en este segmento. A partir del ejercicio siguiente, si la empresa no solicita la exclusión del valor del RPMV, se sujetará a las normas aplicables en el Mercado Principal.

Debe anotarse que el emisor que reúna los requisitos antes señalados puede optar por el Mercado Principal como por el MAV de acuerdo con sus expectativas y con el posicionamiento que persiga alcanzar dentro del mercado.

El MAV simplifica el trámite de inscripción de los valores, disminuyendo los requisitos de inscripción respecto del Régimen General. De esta manera, el plazo máximo del trámite de inscripción de los valores en el RPMV, en el caso de una oferta pública primaria de valores, es de solo 15 días, en comparación a los 30 días que exige el Régimen General. En esta dirección, se han creado formatos estructurados para todos los documentos requeridos para realizar una oferta pública (prospecto marco, prospecto marco complementario, contrato marco, contrato complementario y aviso de oferta), reduciendo con ello el costo y tiempo para la elaboración de dicha documentación.

En cuanto a la información financiera a presentar, en el MAV solo se requiere la última información financiera auditada individual y última información semestral no auditada individual, mientras que en el Régimen General se exige la información financiera auditada anual correspondiente a los dos últimos ejercicios, última información trimestral no auditada, última información financiera consolidada auditada anual y última información financiera trimestral consolidada no auditada.

Así también, en el MAV el emisor solo debe presentar la memoria anual correspondiente al último ejercicio económico, mientras que en el Régimen General se exigen las memorias anuales correspondientes a los dos últimos ejercicios. Asimismo, la memoria anual debe incorporar la información sobre el grado de cumplimiento del Código de Buen Gobierno para las Sociedades Peruanas a partir del tercer año siguiente al año de inscrito el valor, permitiendo a los emisores contar con un mayor tiempo para adaptarse a las mejores prácticas reconocidas por el mercado, y solo se exige un diagrama de grupo económico, de ser el caso, en lugar de la información completa que exige el reglamento de grupos económicos para las empresas que se inscriben bajo el Régimen General.

Asimismo, solo se exige contratar los servicios de una clasificadora de riesgo para el caso de instrumentos representativos de deuda. Al respecto, en el caso de los instrumentos de corto plazo, no se exige dicha clasificación si el emisor ha sido clasificado dentro de la categoría normal en los últimos 4 trimestres al momento de su inscripción, según la información reportada en la Central de Riesgos de la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP, debiéndose revelar como hecho de importancia cualquier cambio en dicha situación.

El MAV prevé un régimen de sanciones especial a los emisores por el incumplimiento en la presentación de hechos de importancia, información financiera y memoria anual, reduciéndose el monto de las multas hasta un máximo de 2 unidades impositivas

tributarias equivalentes a US\$ 2.400 dólares aproximadamente, con el fin de que las empresas tengan menor temor a las sanciones impuestas por el regulador, y buscando reducir el costo por asesoría legal que asumen para cumplir con sus obligaciones de información una vez que ingresan al mercado.

Se debe anotar que los intermediarios deben brindar información sobre el MAV a los inversores que decidan participar en dicho segmento del mercado, debiendo recabar de ellos una declaración jurada en la que manifiesten, entre otros, conocer las características del MAV, del régimen que lo regula, y en particular lo relativo a información financiera, hechos de importancia y gobierno corporativo.

Respecto a los costes de emisión y transacción en que se incurre en este segmento de mercado aplicados por parte de la Bolsa de Valores de Lima, CAVALI Institución de Compensación y Liquidación de Valores, así como las contribuciones a la SMV, son en un 50% menores a las del mercado principal, reduciéndose así los costes tanto a los emisores como a los inversores, con el fin de incentivar la negociación secundaria de los instrumentos emitidos bajo este segmento del mercado, con los beneficios que ello trae consigo.

Cabe destacar que acceder al MAV no solo significa para las empresas la posibilidad de financiar sus actividades productivas, sino también la de incorporar dentro de su gestión mejores prácticas que les permitan obtener un mejor perfil de riesgo y mejores condiciones al momento de emitir. La preparación de las empresas para participar y cumplir con los requisitos de este mercado necesariamente requiere un nivel de formalización mínimo, de forma que su ingreso y participación sean exitosos.

Las empresas que deseen ingresar al MAV tendrán que realizar un proceso previo de formalización y ordenamiento económico-financiero al interior de sus empresas, así como empezar a adoptar prácticas de buen gobierno corporativo, de forma tal que su información sea transparente y confiable para el mercado.

De esta manera, el MAV ha sido desarrollado reconociendo las particulares características del sector empresarial peruano, flexibilizando una serie de requisitos en relación a lo exigido en el mercado principal, lo que ha posibilitado que empresas no corporativas de diversos sectores económicos accedan al mercado público de valores a través del MAV, atraídas por las facilidades brindadas por este mecanismo de financiamiento, contribuyendo así a una mayor inclusión financiera en la economía peruana.

Así, al cierre de septiembre de 2016, un total de doce empresas no corporativas peruanas, con ingresos entre US\$ 5 millones de dólares y US\$ 48 millones de dólares, han inscrito valores a través del MAV. De estas empresas, once ya empezaron a financiarse

en el MAV en condiciones competitivas respecto de otras fuentes de financiamiento, logrando en conjunto colocar US\$ 50 millones de dólares en 60 emisiones de instrumentos de corto plazo y bonos, además de una empresa que ha inscrito sus acciones de capital social, constituyéndose en referentes para que más empresas no corporativas accedan al mercado de valores y se beneficien de las facilidades que el MAV ofrece.

Es importante reconocer que las empresas que ingresan al mercado realizan un esfuerzo inicial para asumir el reto que significa elevar sus estándares de transparencia y adopción de buenas prácticas de gobierno corporativo, y así aprovechar los beneficios que el mercado de valores, y en especial el MAV, ofrecen como alternativa de financiamiento. Sin embargo, en la medida que los nuevos emisores van generando un *track record* en el mercado, esto les permite acceder a tasas de colocación más competitivas en relación al financiamiento bancario. Así podemos observar que empresas que realizaron su primera colocación en 2013 a una tasa del 6,00%, han mostrado una tendencia decreciente, colocando emisiones en el presente año a una tasa de 5,50% para similar plazo e instrumento.

3. Iniciativas internacionales y desarrollos normativos en curso asociados a facilitar el acceso directo de las PYMES a los mercados de valores

En las secciones anteriores de este capítulo se han presentado una serie de iniciativas regulatorias orientadas a generar los espacios para que las PYMES puedan financiarse directamente a través de los mercados de valores, y a reducir aquellos factores que pudiesen estar afectando negativamente el resultado de estas iniciativas.

Al respecto, es importante recordar los diversos beneficios que puede tener para las PYMES el acceder al mercado de valores. El más evidente es que les permite contar con una fuente adicional de financiamiento, lo que debiera traducirse en menores costes y una mayor competitividad, no obstante, el financiamiento a través de esta vía requiere de más tiempo que el que se necesita para el otorgamiento de créditos en el sistema financiero tradicional, según concluye el estudio de IOSCO previamente mencionado en este capítulo. A su vez, el coste total que implica registrar y ofrecer valores en mercados regulados, muchas veces superaría las capacidades financieras de las PYMES, tanto por las tarifas de fiscalización que serían exigidas en algunos países, como por los gastos asociados a la preparación de información financiera y del negocio que requiere la regulación de los mercados.

Como se ha revisado a lo largo de este trabajo, las entidades encargadas de la normativa del sector a nivel internacional han intentado reducir las barreras regulatorias que pudiesen estar limitando el ingreso de las PYMES a los mercados de valores, inclinándose, en mayor medida, por la opción de simplificar el contenido de los prospectos y requisitos de listado para estas empresas en el proceso de apertura al mercado⁹². Alternativamente, se han instaurado segmentos bursátiles especiales para las PYMES con requisitos y tarifas preferenciales, iniciativas en las que las bolsas de valores cumplen un papel colaborativo clave. Algunas jurisdicciones, reconociendo la necesidad de apoyo que tienen estas empresas, han incorporado la presencia de patrocinadores, *sponsor* o asesores financieros que tienen por misión acompañar a las PYMES en este proceso de entrada al mercado, a los cuales se le suele atribuir la responsabilidad de revisar el cumplimiento de los requisitos de listado y validar la pertinencia de su admisión⁹³.

Sin embargo, pareciera que seguirían existiendo requisitos regulatorios relacionados con la entrega de información que las PYMES aún no pueden superar. Por tal motivo, algunos países se encuentran trabajando en medidas orientadas a resolver las debilidades con respecto a la preparación en materia financiera de los administradores de las PYMES, las que incluyen el establecimiento de comités consultivos, la organización de seminarios y cursos de capacitación, la incorporación de unidades especializadas en proveer información y solucionar las necesidades de información y apoyo de las PYMES, entre otros asuntos.

En este epígrafe se exponen una serie de ejemplos de este tipo de iniciativas a nivel internacional, que buscan establecer mecanismos integrales de apoyo a las PYMES en su acceso directo a los mercados de valores, considerando la educación financiera como pilar fundamental y que podrán ser un buen referente para su implementación en los mercados de la región.

Asimismo, con el fin de recoger la actual situación reportada por los distintos países participantes de este estudio, se exponen en el presente apartado distintos proyectos y/o iniciativas normativas que se encuentran en fase de desarrollo por parte de algunos países de la región, que buscan promover la interacción de las PYMES con el mercado de valores.

92. SME Financing Through Capital Markets. The Growth and Emerging Markets Committee of the International Organization of Securities Commissions, July 2015. Documento completo disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD493.pdf>.

93. *Ibid.*, cap. 6.

3.1. Prácticas e iniciativas a nivel internacional

A continuación se presentará una breve revisión de las principales recomendaciones y prácticas a nivel internacional relacionadas a simplificación de requisitos, flexibilizaciones y programas de apoyo orientados a acompañar a las PYMES en el proceso de ingreso a los mercados de valores.

Canadá

El regulador del mercado de valores de la provincia de Ontario, OSC (Ontario Securities Commission), reconoce el importante papel que el sector de las PYMES juega en el mercado de capitales en Ontario al representar el 97% del total de negocios de la provincia según el documento "*Industry Canada, SME Financing Data Initiative, 2007*".

Dada la relevancia de las PYMES en el mercado de Ontario, la OSC trabaja en proyectos que permitan fomentar el financiamiento de estas entidades a través del mercado de capitales, facilitando su proceso sin desproteger a los inversores de estas empresas.

La OSC cuenta con diversos comités especializados en distintos segmentos del mercado de valores. Uno de ellos es el comité de pequeñas y medianas empresas (SMEC, por sus siglas en inglés) que se encarga de colaborar con el regulador en una serie de proyectos relacionados con las pequeñas empresas. Entre las iniciativas que ha promovido este comité cabe destacar el desarrollo de foros y la creación de un instituto especializado en capacitar a las pymes en materia financiera.

El SME Institute es parte fundamental de la estrategia de educación y difusión para las pymes que tiene la OSC. Fue creado con el fin de promover una cultura de cumplimiento en las pymes. Ofrece una serie de seminarios educativos⁹⁴ adaptados a las necesidades de las pymes para ayudarlas en el entendimiento de las obligaciones regulatorias. Busca proveer un espacio para que los participantes del OSC SME Institute puedan capacitarse y también puedan plantear sus inquietudes al regulador y la industria.

En cuanto a los espacios generados, la OSC SME Community es un espacio que ha facilitado el regulador para que las PYMES reciban información actualizada acerca de las iniciativas, regulaciones y programas que las afecten directamente. A través del sitio web del regulador, las empresas interesadas pueden inscribirse para formar parte de esta comunidad.

94. Para revisar los seminarios disponibles: http://www.osc.gov.on.ca/en/Companies_upcoming-seminars_index.htm.

Asimismo, organismos autorreguladores como la bolsa Venture de Toronto (TSXV) ofrecen seminarios y reuniones para los emisores de este mercado. La capacitación incluye diversos tópicos entre los que se encuentran, controles internos, relaciones con los inversores, administrar una empresa abierta al mercado, requisitos de difusión de información para empresas mineras, reglas y herramientas para la presentación de información básica, capacitación con respecto a información específica de los sistemas de registro de transacciones de la bolsa, entre otros.

Estados Unidos

Durante el año 2012 se emitió la regulación “JOBS Act⁹⁵” (*Jumpstart Our Business Startups Act*) que flexibilizó y simplificó el sistema para impulsar nuevos emprendimientos en Estados Unidos.

Esta ley creó una nueva figura de empresa, llamada “*Emerging Growth Company*” la cual se define como aquella firma que durante el último año fiscal no generó ganancias brutas superiores al billón de dólares o que se ha mantenido en dicha categoría hasta 5 años después de convertirse en una empresa pública manteniendo un máximo de 1 billón de dólares en ingresos.

Las “*Emerging Growth Company*” se rigen por una normativa simplificada, que establece excepciones de información tanto al momento de presentar su solicitud de registro ante la Securities and Exchange Commission de Estados Unidos (SEC) y con respecto a la divulgación de información, dentro de las cuales se destacan las siguientes:

- Pueden elegir implementar nuevos estándares contables en la preparación de los estados financieros, cuando se presentan.
- No requieren que los auditores externos verifiquen los controles internos sobre la información financiera, pero sí la Administración debe evaluar dichos controles. Las empresas que no son emergentes tienen hasta 2 años desde su IPO antes de estar obligados a que los auditores externos verifiquen sus controles internos y las empresas pequeñas se encuentran eximidas de este requisito.
- No deben revelar las remuneraciones de sus ejecutivos.
- Brokers y dealers y los encargados de la IPO pueden presentar reportes sobre la empresa emergente con menor información que aquella solicitada en el prospecto requerido para el registro en la SEC.

Por otra parte, vale la pena destacar la labor de la división de finanzas corporativas (DCF, por sus siglas en inglés) de la SEC que tiene como fin apoyar a la Comisión, la

95. <https://www.gpo.gov/fdsys/pkg/BILLS-112hr3606enr/pdf/BILLS-112hr3606enr.pdf>.

cual ha implementado diversas iniciativas que buscan alcanzar a las empresas “Small Business” (“SB”). En primer lugar, con el fin de simplificar el acceso a la información para las “SB” desarrollaron un sitio web en el que pueden obtener la información necesaria sobre las obligaciones legales que implica que sus valores sean transados en los mercados.

Asimismo, la DCF implementó la oficina regulatoria de pequeñas empresas “*Office of Small Business Policy* (OSBP)”, que se especializa en brindar asesoría a las empresas que buscan ingresar o mantenerse en el mercado. La OSBP tiene por función servir de enlace entre la SEC y la administración de las SB. El equipo de la oficina se encarga de responder preguntas (por diversos canales, por ejemplo, teléfono, formularios *online* y correos electrónicos) relacionadas con los requisitos de información y otros asuntos regulatorios aplicables a las empresas de menor tamaño. Adicionalmente, la OSBP organiza el foro anual sobre la formación de capital de pequeñas empresas de la SEC que revisa la situación actual y los desafíos con respecto a este segmento.

Tailandia

La Securities and Exchange Commission de Tailandia ha identificado al mercado de capitales como un servidor importante para el financiamiento de las pymes. En su análisis⁹⁶ describen a las PYMES como firmas de bajos ingresos y alto riesgo, por lo que las restricciones de liquidez son importantes, la estrechez de préstamos bancarios es alta y los requerimientos de colateral excesivos para ellas.

A raíz de lo anterior, este país ha desarrollado una iniciativa transversal, que involucra tanto al sector público como al privado y que se enmarca en la estrategia de fomentar el acceso de las PYMES al mercado. La iniciativa, llamada “*Pride of the Provinces Project* (IPOP)⁹⁷”, busca crear conciencia entre los propietarios de negocios locales con respecto a los beneficios que tiene la recaudación de fondos a través del mercado de capitales como catalizador de planes de expansión de los negocios, mejora en la tasa de empleo, entre otros.

Este proyecto busca, a través de cursos de capacitación, preparar a las empresas interesadas en convertirse en emisores de valores. Las empresas participantes cuentan con asesoría financiera y contable para ayudar a reestructurar el negocio de acuerdo a las nuevas exigencias.

96. Análisis completo disponible en http://www.sec.or.th/EN/AboutSEC/Documents/strategy_crowd.PDF.

97. Para mayor información referente a la iniciativa, visitar http://www.sec.or.th/EN/SECInfo/IPO/Pages/IPO_info.aspx.

El programa ofrece la posibilidad de participar en varios cursos y seminarios de capacitación organizados por la Securities and Exchange Commission, la bolsa SET (Stock Exchange of Thailand) y otros profesionales relevantes como asesores financieros y auditores. Asimismo, ofrece la posibilidad de recibir asesoría técnica por parte de agencias especializadas en mejoramiento de productividad, para que logren una categoría “*Fast track*” que le reedite beneficios de financiamiento y tributarios. Adicionalmente, los participantes de este programa pueden quedar eximidos de la tarifa que aplica a la emisión de valores, tanto la cobrada por el regulador como por la bolsa SET.

De manera similar a otras iniciativas centradas en la educación, el objetivo de los cursos es que las empresas participantes sean capaces de comprender cómo levantar fondos a través del mercado y que vean las ventajas de listarse en la bolsa; que mejoren los procesos y procedimientos de la administración de la empresa para que se vuelvan más eficientes, organizadas y transparentes, y que adquieran las herramientas para adaptar la estructura organizacional, generalmente familiar, a una estructura de empresa abierta con el apoyo de profesionales expertos.

Unión Europea

La Unión Europea (UE), a través del Small Business Act (SBA)⁹⁸, ha creado un marco para la política sobre las PYMES, el cual pretende impulsar el emprendimiento en Europa, simplificando el ambiente regulatorio y de políticas para las PYMES, eliminando barreras que impiden su correcto desarrollo, como el acceso al financiamiento.

Por otra parte, la UE promueve el emprendimiento a través de un plan de acción “*Entrepreneurship 2020 Action Plan*”⁹⁹, el cual nace de la necesidad de crear nuevos empleos a través de nuevos emprendimientos. El objetivo principal se centra en 3 ejes principales: 1) aumentar la educación de los emprendedores; 2) eliminar barreras administrativas y, 3) reimpulsar la cultura emprendedora de la UE.

Respecto a nuevas iniciativas por parte de la UE, se destaca el programa “*Competitiveness of Enterprises and Small and Medium-Sized Enterprises (COSME)*”, que se enfoca en aumentar los fondos disponibles para las PYMES y se espera que entregue cerca de 4 billones de euros entre 2014 y 2020.

Además de las medidas anteriores, es de interés destacar las iniciativas relacionadas con asesoría y educación financiera impulsadas por la Comisión Europea. Tal es

98. Documento completo disponible en <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52008DC0394>.

99. Texto completo disponible en <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52012DC0795>.

el caso de la red “*EnterpriEurope Network*”¹⁰⁰ que busca brindar apoyo y asesoría a las PYMES que quieran internacionalizarse, para lo cual provee de una red de expertos que las apoyan desde distintos aspectos.

En lo que respecta específicamente a medidas enfocadas en el mercado de valores, cabe mencionar que la propuesta de modificación al reglamento de la directiva de folleto¹⁰¹, que es el requisito para la admisión a cotización de valores en mercados regulados de la zona euro. De hecho, uno de los principales objetivos que persigue la modificación es simplificar los requisitos de información para las PYMES estableciendo un régimen específico de divulgación de información para estas empresas a través del folleto “Propymes” que busca reducir los costes para incentivar que más empresas PYME coticen en los mercados y, alternativamente, que los inversores diversifiquen su portafolio. El formato opcional de folleto al cual podrán acceder las PYMES a propósito de esta medida se basa en la estructura de preguntas y respuestas.

Todo lo anterior se encuentra en el “Portal europeo para las Pyme”¹⁰², el cual facilita a través de un único sitio web toda la información necesaria para estas empresas, como acceso a financiamiento, trámites que debe realizar, regulaciones que la afectan, entre otros asuntos de su interés.

3.2. Iniciativas regulatorias en desarrollo en países de Iberoamérica

Existe consenso en las jurisdicciones incluidas en este estudio sobre la importancia de generar medidas que incentiven el acceso de las PYMES a los mercados de capitales. Para alcanzar dicho objetivo, y como se ha mencionado anteriormente, muchos países de la región están trabajando, a través de diversas vías, como, por ejemplo, adaptando el marco regulatorio para dar un tratamiento especial a las PYMES; flexibilizando requisitos de entrada y las posteriores exigencias regulatorias de información; reduciendo los costes de registro y de fiscalización; generando mercados alternativos, por nombrar algunas. Otros países están intentando nuevas fórmulas relacionadas a generar espacios para que los dueños y administradores de las PYMES puedan adquirir conocimientos en el ámbito financiero o brindar espacios

100. Para mayor información, visitar sitio web <http://een.ec.europa.eu/>

101. Documento disponible en <http://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-14890-2015-INIT/es/pdf>

El 20 de diciembre de 2016, el Comité de Representantes Permanentes del Consejo aprobó el acuerdo con el Parlamento Europeo que se alcanzó el 7 de diciembre de 2016 en relación a este Reglamento sobre folletos. El Consejo adoptará la versión definitiva una vez que el Parlamento Europeo haya aprobado el texto acordado. <http://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-15605-2016-INIT/en/pdf>

102. Para mayor información, visitar el sitio web del portal http://ec.europa.eu/small-business/index_es.htm

para permitirles acceder a una asesoría integrada que incluya asesoría de financiamiento alternativo al bancario.

A continuación se exponen una serie de proyectos regulatorios que se encuentran en fase de desarrollo, los cuales pretenden facilitar el ingreso de las PYMES a los mercados de capitales.

Chile

A mediados del año 2015, el regulador de valores chileno inició un proceso de revisión y modernización de las normativas que rigen la inscripción en los registros que lleva y los requisitos de divulgación de información asociados a dichos registros. Este proceso considera la participación de distintos actores del mercado de valores, incluyendo los emisores de valores o potenciales emisores, los cuales pueden entregar información que permitan identificar mejoras de la normativa vigente.

Son diversas las alternativas que se encuentra evaluando el regulador para contribuir a la integración de las empresas de menor tamaño (EMT definidas en la Ley nº 20.416¹⁰³) al mercado de valores, entre ellas, la flexibilización de requisitos de ingreso y requisitos de divulgación continua de información para este tipo de entidades. De hecho, siguiendo las recomendaciones en materia internacional, una de las opciones que se está analizando es diferenciar los antecedentes que deben proporcionar estas empresas para poder formar parte del Registro de Valores, ya sea por tamaño u otros factores relevantes.

En cuanto al procedimiento de registro, se busca modernizar el actual sistema de ingreso a los sistemas de fiscalización mediante la incorporación de las herramientas provistas por las nuevas tecnologías, cuyo uso permita reducir la cantidad de trámites que deben enfrentar las empresas, lo cual se espera que vaya en beneficio directo de EMT.

Otro aspecto que es preciso destacar tiene que ver con la preparación y envío de información continua que deben remitir estas entidades. En dicho sentido, se está evaluando eximir de ciertos requisitos de información a determinados emisores, entre ellos, las EMT, reconociendo las mayores limitaciones que podrían enfrentar este tipo de entidades en cuanto al costo y complejidad que pudiesen generarles la preparación de información que se debe ser revelada.

103. Ley disponible en <http://www.leychile.cl/Navegar?idNorma=1010668>.

España

Con la finalidad de desarrollar mecanismos de financiación directa para fomentar que las empresas del mercado español puedan diversificar sus fuentes de financiación, la Ley 5/2015 de fomento de la financiación empresarial recogió en el Título IV una serie de mejoras para el acceso de las empresas a los mercados de capitales. Si bien las reformas introducidas por dicha ley abarcan diversas aristas del financiamiento¹⁰⁴, es pertinente mencionar los esfuerzos enfocados en fomentar el acceso directo a los mercados de capitales.

En primer lugar, resulta del caso destacar las reformas sobre la Ley 24/1988 del Mercado de Valores que buscan favorecer el traspaso de sociedades que negocian sus valores en un sistema multilateral de negociación a un mercado secundario oficial, a través de medidas como la reducción de algunos requisitos de información (publicación y difusión de un segundo informe financiero semestral, y de la declaración intermedia de gestión) por un periodo limitado de dos años, facilidad que debe ser manifestada en el folleto de admisión exigido por la Directiva. Por su parte, un segundo bloque de reformas apuntan a facilitar la financiación a través de emisiones de renta fija, eliminando ciertas restricciones impuestas por el régimen jurídico de las sociedades anónimas. En ese sentido, la reforma elimina: el límite a las emisiones por el que las sociedades anónimas y las sociedades comanditarias por acciones no podían emitir obligaciones por sobre sus recursos propios; la prohibición a las sociedades de responsabilidad limitada de emitir obligaciones¹⁰⁵, entre otras facilidades.

México

En el caso de México, si bien ya se han efectuado cambios al marco regulatorio con el fin de favorecer la inclusión de las PYMES en los mercados de valores, tal como se indicó previamente, es pertinente destacar una iniciativa que vincula a diversos sectores interesados en potenciar el crecimiento de las PYMES y su acceso al mercado de valores.

Esta iniciativa considera la participación de la principal institución gubernamental de apoyo al financiamiento de las PYMES en México (NAFIN¹⁰⁶) a la cual en 2014, con la

104. La ley de financiación empresarial de abril de 2015 introdujo una serie de mejoras, incluyendo: 1) mejoras en la financiación bancaria como la introducción de la denominada "Información financiera-pyme"; 2) mejoras de la regulación de las Sociedades de Garantía Recíproca (SGR); 3) cambios en la regulación de la Titulización y las Sociedades Gestoras de Fondos de Titulización; 4) regulación de las plataformas de financiación participativa (crowdfunding).

105. Si bien se eliminan dichos límites, se introducen una serie de salvaguardias para evitar un endeudamiento excesivo por parte de las sociedades de responsabilidad limitada.

106. Institución de Banca de Desarrollo que tiene como función contribuir al desarrollo económico facilitando el acceso al crédito de las pequeñas y medianas empresas.

reforma a la Ley de Mercado de Valores mexicana, se le otorgó el mandato de diseñar e implementar un esquema de apoyo para incentivar el listado de Sociedades Anónimas Promotoras de Inversión Bursátil (SAPIB) en el mercado de valores. Dichas sociedades corresponden a una modalidad societaria creada con el objeto de promover que un mayor número de empresas (especialmente de tamaño medio) se abran al mercado de valores, para lo cual se les brinda un periodo para adecuar su organización interna, especialmente en lo que refiere a materias de gobierno corporativo. La idea de esta figura es que las empresas de tamaño medio ingresen a una especie de “vitrina” o etapa preparatoria para convertirse en una Sociedad Anónima Bursátil (SAB), estructura societaria que debe cumplir con todos los requisitos regulatorios del mercado de valores.

Cumpliendo con el mandato anterior, NAFIN desarrolló el programa del Mercado Institucional de Deuda Alternativa Societaria “MIDAS”, que está orientado a apoyar a aquellas PYME que deseen emitir deuda en el mercado de valores. El programa tiene como objetivo acompañar a las PYME en su proceso de expansión y modernización tanto en términos de financiamiento, asumiendo el riesgo crediticio al canalizar apoyos y recursos para activo fijo y/o capital de trabajo y/o consolidación de pasivos, como en la preparación de la estructura societaria, especialmente en temas de gobierno corporativo, de manera que puedan cumplir con los estándares exigidos por la Bolsa de Valores.

NAFIN asume el riesgo de crédito, mientras que las empresas que decidan optar por este programa deberán asumir gastos de institucionalización conforme a un plan de trabajo y el compromiso de emitir deuda en un plazo de entre 3 a 5 años.

El programa cuenta con beneficios de financiamiento directo para las empresas (de activo fijo, capital de trabajo y consolidación de pasivos); genera un incentivo de disminución de tasa de interés, al conservar o mejorar la calificación de riesgo por cumplir con el plan de trabajo de institucionalización, incentivo que se pierde en caso de deteriorar su clasificación; permite optar a ser sujetos de garantía en la futura emisión de deuda; entre otros.

Entre los requisitos de acceso al programa se encuentra ser parte del sector industria, comercio y servicios, con excepción de intermediarios financieros y empresas con actividades de agricultura, ganadería, caza, pesca y silvicultura; contar con al menos 3 años en operación, con estados financieros auditados; estar al día con sus obligaciones fiscales; buen comportamiento crediticio del sistema financiero, entre otros requisitos¹⁰⁷.

107. Información del programa disponible en: <http://www.nafin.com/portalnfc/content/productos-y-servicios/programas-empresariales/midas.html>.

Panamá

La regulación panameña establece en el Acuerdo n° 2-10 de 16 de abril de 2010 los procedimientos que deben cumplir toda las entidades que pretendan registrar sus valores en la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), sin existir diferenciación por tipo de entidad solicitante.

Ante esto, el regulador se encuentra trabajando en un proyecto que busca establecer un procedimiento diferenciado de registro para el *Mercado Abierto de Capital* (MAC), dirigido a empresas emergentes o en proceso de expansión de la República de Panamá o registradas en una jurisdicción reconocida por el regulador panameño.

El objetivo de dicho proyecto de acuerdo normativo es generar las condiciones regulatorias que le permitan a las empresas señaladas acceder a fuentes de financiamiento de capital privado y, posteriormente, incorporarse a mediano o largo plazo a mercados bursátiles desarrollados. Lo anterior, a través de proveer de un marco regulatorio adecuado al tamaño y nivel de desarrollo de estas empresas, en cuanto a su estructura corporativa, administrativa y financiera.

En términos específicos, se establece que podrán acceder al procedimiento singularizado los valores que emitan empresas emergentes o en expansión de la República de Panamá o registradas en una jurisdicción reconocida, que no hayan realizado oferta pública de sus valores previamente y acciones o cuotas de participación de fondos mutuos o Sociedades de Inversión especializadas en Mercado Abierto de Capital. Con respecto a las Sociedades de Inversión especializadas se considera que estarán dedicadas exclusivamente a invertir en valores que emitan empresas con las características indicadas previamente.

Entre los requisitos que el proyecto indica que deben cumplir los emisores para acceder a este procedimiento singularizado (criterios de elegibilidad), se encuentran: el haber aprobado las condiciones de pre-admisión que al efecto promuevan organismos autorregulados, contar con un patrocinador y un proveedor de liquidez. Asimismo, la empresa debe cumplir con requisitos de capital mínimo, no debe desarrollar actividades financieras o inmobiliarias, debe tener un Código de Buen Gobierno, entre otros requisitos. Por su parte, la negociación de los valores objeto del registro se debe realizar en plataformas de negociación desarrolladas por organizaciones autorreguladas autorizadas por la SMV; deben ser depositados los valores en centrales de valores autorizadas por la Superintendencia, entre otros.

Uno de los elementos a destacar de esta nueva normativa en desarrollo, es el rol clave que cumplirá el patrocinador, para el cual se establece como requisito el ser

una persona jurídica con licencia de Asesor de Inversiones, Casa de Valores, Administrador de Inversiones o Sociedades de Inversión Auto Administradas. Se le atribuye una función clave en el proceso ya que se convierte en el nexo entre el emisor y los potenciales inversores, además de asesorar al emisor en esta tarea y posteriormente brindar apoyo en materia de cumplimiento de las obligaciones regulatorias. Adicionalmente, podrá actuar como agente estructurador de la oferta, agente colocador y pudiendo incluso participar como accionista no controlador del emisor.

Por su parte, cabe comentar el papel que jugarán en el proyecto normativo las organizaciones autorreguladas, en cuyas plataformas se negocien estos valores, al otorgárseles facultades para recomendar al regulador la admisión al Registro de determinado emisor.

De manera similar a otros regímenes simplificados, en este proyecto, se prevé que las ofertas de este mercado "MAC" corresponderán a ofertas públicas limitadas y deberán versar solo sobre acciones comunes o valores convertibles en acciones comunes, que estén dirigidos a un máximo de 50 personas.

Cabe agregar que se contempla un mecanismo de salida voluntaria a este régimen simplificado, correspondiente a contar con un voto favorable del 75% de los accionistas con derecho a voto, además de haber cumplido con los requisitos de salida que disponga el organismo autorregulado que otorgó la preadmisión mencionada anteriormente.

Portugal

El regulador del mercado de valores de Portugal se encuentra trabajando en una serie de iniciativas para impulsar el ingreso de las PYMES a los mercados de capitales, las que se suman a las medidas que ha puesto en marcha durante los últimos años la Comunidad Europea para apoyar a las empresas micro, pequeña y medianas mencionadas previamente.

Ahora bien, en el caso particular de Portugal la Comisión del Mercado de Valores Mobiliarios "CMVM" se encuentra trabajando en distintas iniciativas orientadas a capacitar al mercado con respecto a este tema. Una de ellas corresponde al Foro CMVM/PME para el mercado de capitales, que fue creado el año 2012, con el fin de debatir y proponer medidas legislativas y regulatorias y evaluar cursos de acción que faciliten el acceso de las pequeñas y medianas empresas al mercado de capitales y otras fuentes de financiamiento alternativas al financiamiento bancario. En estas reuniones participan distintos agentes de la industria tales como: representantes de asociaciones empresariales, académicos, entidades financieras, auditores, pequeñas empresas y empresas cotizadas, entre otros.

El principal objetivo que tuvo la realización del último foro, desarrollado en 2015, fue el de discutir los factores que han impedido que el mercado de capitales tenga un papel más relevante en el financiamiento de las empresas, particularmente de las pymes, a la vez de buscar caminos para poder solucionar esta situación. Entre los objetivos que busca este foro se encuentran: 1) identificar los factores que bloquean el acceso de las medianas empresas a los mercados financieros y analizar la forma de eliminarlos; 2) sensibilizar a las pymes sobre la importancia de adoptar una estructura de capital adecuada y diversificada, identificando medios de financiamiento adecuados a sus características, y 3) sensibilizar a los intermediarios financieros sobre la necesidad de apoyar a las pymes en su desarrollo.

Otra iniciativa que vale la pena destacar es el Plan Nacional para la Educación financiera desarrollado de manera conjunta entre la Agencia para la Competitividad y la Innovación y el Consejo Nacional de Supervisores Financieros (CNSF) conformado por el Banco de Portugal, por la CMVM, y por la Autoridad de Supervisión de Seguros y Fondos de Pensiones (ASF). Tiene por objetivo contribuir a la formación financiera de los emprendedores, empresarios y administradores de las pymes para que puedan desarrollar capacidades técnicas y cambiar la manera en la que conducen sus decisiones financieras al contar con mayor información¹⁰⁸.

República Dominicana

En República Dominicana no existen criterios flexibles para que las PYMES accedan a los mercados de valores, por ello se encuentra en desarrollo un proyecto de Ley del Mercado de Valores que busca beneficiar a las PYMES a través de diversas medidas, que van desde la diferenciación de requisitos de información que deben cumplir para fines de registro y autorización hasta la reducción de los costes de acceso.

En efecto, en el marco de las características que deben exhibir los emisores para poder realizar una oferta pública de valores en dicho mercado, se define el deber para la Superintendencia y para los participantes del mercado de promover el acceso de las empresas pequeñas y medianas —según la definición otorgada por la Ley n° 488-08¹⁰⁹— mediante el establecimiento de tarifas diferenciadas y preferenciales para las PYMES.

Por su parte, con respecto a la autorización para la realización de una oferta pública de valores, el proyecto considera otorgar a la Superintendencia de este país las

108. Propuesta disponible para su consulta pública en <http://www.bportugal.pt/pt-PT/OBancoeoEurosistema/ConsultasPublicas/Documents/ConsultaPublicaCNSF20151030.pdf>

109. Ley para el Desarrollo y Competitividad de las Micro, Pequeñas y Medianas Empresas (MIPYMES).

facultades para, entre otras cosas, establecer regímenes diferenciados de autorización, eximir de ciertos requisitos de la ley a emisores que cumplan con características particulares; fijar regímenes especiales para aquellas ofertas que estén dirigidas a inversores profesionales¹¹⁰, siendo interesante destacar la atribución de definir regímenes especiales para aquellas sociedades/valores que cuenten con menos de tres años de información económica y financiera, medida que puede ser usada para generar exigencias diferenciadas para las PYMES.

Uruguay

Con el fin de recoger el llamado de proveer a las PYMES de nuevas alternativas de financiamiento, la Superintendencia de Servicios Financieros del Banco Central de dicho país se encuentra estudiando la posibilidad de establecer un régimen simplificado de emisión dirigido a las PYMES, cuya oferta se acotaría a inversores calificados o profesionales.

En términos generales, el proyecto contempla: 1) eximir a las PYMES del requisito de contar con un comité de auditoría; 2) la posibilidad de optar por un régimen simplificado de calificación de riesgo; 3) exigir a las PYMES menos periodos de información financiera; 4) permitir a estas entidades la presentación de un prospecto simplificado, entre otros temas.

Asimismo, el proyecto aborda las características que deben reunir los emisores para poder acceder a esta modalidad, entre las que es posible mencionar la condición de que sea una empresa con domicilio en Uruguay, el que no pertenezca a un grupo empresarial y el que no correspondan a proyectos en estado preoperacional.

Se destaca la definición de inversores calificados o profesionales considerada para este proyecto, la cual abarcaría a entidades gubernamentales como el Gobierno central, intendencias y entes autónomos de ese país; instituciones financieras (bancos, casas financieras, cooperativas de intermediación financiera, empresas de servicios financieros, administradoras de pensiones y compañías de seguros); intermediarios de valores y entidades relacionadas a la asesoría de mercado (bolsas de valores, asesores de inversión, administradoras de fondos de inversión cuando actúen por cuenta propia); cajas de jubilaciones y pensiones; personas jurídicas y sociedades anónimas, personas físicas que reúnan los criterios cuantitativos que se definan, entre otros.

110. Definidos en la Ley de Mercado de Valores como aquellos que "se presume tienen un amplio conocimiento de la evaluación de riesgos y del mercado de valores".

4. Reflexión final

El dinamismo y crecimiento de las economías en Iberoamérica ha generado que un mayor número de empresas requiera ampliar sus fuentes de financiación para poder consolidar su crecimiento y sostenibilidad en el largo plazo. Así, las PYMES no han sido ajenas a este proceso de crecimiento continuo, por lo que sus necesidades de financiamiento y su capacidad para atenderlas son temas claves que constituyen focos de atención para los diversos partícipes del mercado (entidades públicas y privadas), que vienen impulsando importantes iniciativas con el objetivo de que este importante segmento empresarial acceda a un financiamiento competitivo y acorde con sus características.

Un mayor acceso de las PYMES al mercado de capitales es necesario para generar un dinamismo competitivo frente al financiamiento tradicional del sistema bancario, promoviendo mejores condiciones para este segmento empresarial, lo cual, sin lugar a dudas, dada su relevancia en la actividad económica de nuestros países, debiese impulsar un mayor crecimiento y desarrollo de la región.

De esta forma, la necesidad de adecuar las condiciones regulatorias para facilitar el acceso de las PYMES a los mercados de valores es un tema que está siendo ampliamente discutido en la región. Son varios los países que han implementado iniciativas diseñadas con el fin de conseguir dicho objetivo, como el desarrollo de regímenes simplificados o segmentos especiales para PYMES, con menores obligaciones en términos de presentación de información periódica, cumplimiento de exigencias en términos de buen gobierno corporativo; contenido de prospectos, reducción en las tarifas de inscripción y mantenimiento, entre otros. Dichas iniciativas tienen en común el flexibilizar las exigencias y reducir los costes asociados con las ofertas públicas, reconociendo las particulares de las PYMES y contribuyendo a que estas puedan financiar su actividad productiva a través del mercado de capitales, sin que ello signifique afectar la protección al inversionista.

No obstante, a pesar del impulso que se le da al financiamiento de las PYMES con estas iniciativas, no se debe dejar de reconocer que varios de los factores que limitan el acceso de las PYMES a los mercados de capitales, y que son descritos en el Estudio, son de índole estructural y cuya solución supera incluso el ámbito de un supervisor del mercado de valores.

Ahora bien, sin perjuicio de la utilidad de dichas iniciativas, según estudios de IOSCO y los comentarios realizados por las jurisdicciones participantes de este estudio, un elemento importante que puede estar explicando una parte importante del nivel de

penetración de estas medidas tiene que ver con la falta de competencias técnicas con que cuentan los responsables de la gestión de las PYMES en el ámbito de mercado de valores, lo cual representa un desafío a la hora de generar conciencia en los propietarios de estas empresas acerca de los beneficios que puede traer la captación de fondos a través de los mercados de valores.

Lo anterior cobra relevancia ya que pese a adoptar medidas tendentes a simplificar las exigencias regulatorias, las PYMES pueden ver como una misión difícil de superar el cumplimiento con las exigencias regulatorias, lo que muchas veces se relaciona con la falta de conocimiento sobre los mercados. En ese sentido, vale la pena destacar el papel de la educación financiera y de la difusión de las iniciativas y normas que favorecen a las PYMES y, en ese sentido, el papel protagónico que deben asumir los reguladores en esta tarea.

Finalmente, es importante destacar que un aspecto clave para procurar el éxito de las PYMES en los mercados públicos de valores es el de atraer un mayor número de inversores que puedan conformar una masa crítica de demanda para estos instrumentos, lo que exigirá a los emisores información transparente, confiable y oportuna, así como un mayor profesionalismo en su gestión financiera y empresarial. De esta forma, y aunque en primera instancia las mejores prácticas contables y de gobierno corporativo pueden ser flexibilizadas, sin embargo, a largo plazo constituyen una de las claves para el crecimiento sostenible de estas empresas.