

CAPÍTULO 4

Vehículos especiales y otras iniciativas de financiación de las PYMES a través de los mercados de capitales

Jesús González Redondo

Técnico del Departamento de Estudios de la Comisión Nacional del Mercado de Valores de España

Daniel Ibáñez

Subgerente de Desarrollo y Estudio del Mercado de Capitales de la Comisión Nacional de Valores de Argentina

Álvaro Meléndez Martínez

Director General de Estudios Económicos de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores de México

-
1. Introducción
 2. Sociedades de Garantía Recíproca
 3. Capital riesgo, capital privado y business angels
 4. Fondos de inversión para PYMES
 5. Titulización de activos
 6. Emisión de certificados bursátiles fiduciarios
 7. Otros vehículos e iniciativas de financiación de las pymes a través de los mercados de valores

1. Introducción

En capítulos anteriores se han puesto de manifiesto los principales problemas de las PYMES en Iberoamérica (reducido tamaño, elevada tasa de informalidad de la economía, escasez de capital, dificultades en la negociación con las entidades financieras...) a la hora de conseguir financiación externa y acceder a los mercados financieros. Los mecanismos habituales de financiación bancaria se han demostrado insuficientes para este objetivo, por lo que se hace necesario otro tipo de alternativas que ayuden a solventar, o al menos reducir, el impacto de este problema. Una de las soluciones más habituales ha sido la utilización del crédito comercial y de la financiación a corto plazo que, en muchos casos, ha venido acompañada de algún tipo de financiación o apoyo público. En cualquier caso, estas herramientas no son suficientes para garantizar la estabilidad financiera de las empresas más pequeñas en el medio y largo plazo, por lo que se requieren otras alternativas de financiación en forma de capital o deuda a plazos más largos.

Una primera solución a los problemas financieros más habituales de la empresa sería el acceso a los mercados de capitales, bien en forma de capital o de deuda, pero está limitado a un número reducido de PYMES debido a que se requiere cierto tamaño, tanto desde el punto de vista del emisor como de los valores a emitir. Aun así, los mercados de capitales cuentan con otras alternativas, bien en forma de mecanismos *ad hoc* o de vehículos especiales, que permiten hacer frente a estas limitaciones. En este capítulo se presentan algunos de estos instrumentos que, independientemente de la forma jurídica y el nivel desarrollo que presenten en cada país, se pueden resumir en tres grandes grupos:

- Sociedades de Garantía Recíproca.
- Capital riesgo, capital privado y *business angels*.
- Fondos de inversión para PYMES y titulización de activos.

El primero de estos mecanismos, las Sociedades de Garantía Recíproca, ha demostrado ser una herramienta muy efectiva para resolver uno de los problemas tradicionales de las PYMES, esto es la escasez de crédito debido a la existencia de información asimétrica. El otorgamiento de avales o garantías por parte de estas sociedades, que en muchas regiones tienen una importante presencia de capital público, facilita el acceso al crédito, así como la mejora de las condiciones del mismo a un elevado número de PYMES, independiente de cual sea su tamaño.

El segundo de los mecanismos, el capital riesgo, capital privado y *business angels*, se caracteriza por otorgar recursos a aquellas empresas que bien por su modelo de negocio (empresas innovadoras o tecnológicas), su reducido tamaño o su escaso

historial económico y crediticio, tienen dificultades para captar recursos. Los esquemas de capital riesgo (*venture capital*) y capital privado (*private equity*) pueden resultar eficaces para financiar este tipo de compañías puesto que, además de recursos económicos, aportan asesoramiento y gestión profesionalizada a las compañías en las que invierten. Una alternativa cercana al capital riesgo, y cada vez en mayor crecimiento, son los denominados *business angels*, que habitualmente suelen ser personas físicas que invierten directamente su propio patrimonio en las fases más iniciales de las empresas o proyectos.

La última de las alternativas son los Fondos de inversión para PYMES y la Titulización¹¹¹ de activos. Los primeros son un vehículo enfocado a PYMES, que habitualmente no cotizan en los mercados, mediante la inversión en capital en forma de acciones o bien a través del otorgamiento de préstamos participativos o convertibles en acciones de las propias sociedades. El segundo de los mecanismos, la Titulización de activos, creció con fuerza en la década pasada en Iberoamérica, al igual que sucedió en Estados Unidos y Europa. La crisis financiera afectó muy negativamente a su desarrollo en todo el mundo, pero de nuevo se multiplican las iniciativas para ponerlo en valor, especialmente, como una herramienta de gran utilidad para financiar a las PYMES. El objetivo es transformar aquellos activos de escasa liquidez, como créditos a PYMES o cualquier otro flujo de cobro que estas posean, en títulos negociables cuya colocación en los mercados permita obtener recursos de forma inmediata.

Otras iniciativas que tienen un carácter más regional, pero que también podrían ser útiles para este objetivo, son los denominados certificados bursátiles fiduciarios (utilizado en México) o los cheques de pago diferido (habituales en Argentina).

2. Sociedades de Garantía Recíproca

A fin de realizar una breve introducción sobre el tema podemos señalar que, más allá de la figura jurídica que se adopte en cada país, al hablar de Sociedades de Garantía Recíproca se hace referencia a entidades que tienen como misión principal facilitar el acceso al crédito y propiciar la obtención de mejores condiciones de financiamiento a las PYMES mediante el otorgamiento de avales o garantías. Es necesario dejar en claro que en ningún caso la Sociedad de Garantía Recíproca actuará como otorgante de créditos en forma directa a las PYMES, sino que su función es la de facilitar el

111. Se utiliza el término de titulización, aunque en diferentes países de este Estudio se denomina también "titularización", "securitización" o "bursatilización". En cualquier caso, nos referimos a un fenómeno financiero que consiste en separar del balance de determinadas empresas los créditos —presentes o futuros— susceptibles de generar flujos dinerarios mediante su cesión a sociedades o fondos, y su consiguiente incorporación a valores negociables.

acceso al crédito, tanto en el sistema bancario como en el mercado de capitales, a las empresas PYMES en condiciones favorables.

Las Sociedades de Garantía Recíproca se han desarrollado en diversos países de Iberoamérica, en los cuales se ha comprobado su efectividad como un mecanismo idóneo de acceso al financiamiento de PYMES, aunque aún resta su implementación en varios países de la región. A continuación se describen algunas de las experiencias de regulación y funcionamiento de las Sociedades de Garantía Recíproca implementadas en la región.

España

En el caso de España, las Sociedades de Garantías Recíprocas se establecieron mediante la ley 1/1994¹¹², cuyo artículo 1º señala que *“Las pequeñas y medianas empresas, con el fin de facilitarse el acceso al crédito y servicios conexos, así como la mejora integral de sus condiciones financieras, podrán constituir sociedades de garantía recíproca con capital variable, en las que los socios no responderán personalmente de las deudas sociales...”* y estas sociedades de garantía recíproca revestirán el carácter de *“entidades financieras”*.

Según informa CESGAR (Confederación Española de Sociedades de Garantía Recíproca) actualmente existen 20 Sociedades de Garantía Recíproca¹¹³ en España. Las mismas, como entidades financieras, están bajo la supervisión e inspección del Banco de España. Están constituidas por socios protectores y socios partícipes, que son las empresas PYMES que se benefician con su aval ante terceros. Dichos avales podrán ser aplicados a operaciones efectuadas dentro del giro habitual de negocios de la empresa, en consecuencia son aplicables al financiamiento bancario, comercial privado y al financiamiento en el mercado de capitales.

El diario *economiadigital.es* en su artículo publicado el día 20/02/2016¹¹⁴ señala que *“[...] En 2014, las SGR incrementaron el volumen de los préstamos que facilitaban a PYMES, autónomos y emprendedores un 8% con respecto al año 2013, hasta alcanzar un volumen de más de 900 millones de euros que se canalizaron a través de 16.662 avales, un 12% más que el año anterior. Y ya son 116.223 compañías las que se están beneficiando de esta forma de acceso a la financiación que todavía no es conocida por todos, aunque cada vez está ganando más adeptos. Las SGR han servido para mantener un buen número de empresas a flote, de modo que se han podido mantener cerca de 650.000 empleos”*.

112. <http://www.boe.es/buscar/pdf/1994/BOE-A-1994-5925-consolidado.pdf>

113. www.cesgar.es

114. <http://www.economiadigital.es/es/notices/2016/02/las-sociedades-de-garantia-rec-81640.php>

Portugal

Con el antecedente en el año 1992 de la creación del Sistema Nacional de Garantía Mutua de Portugal, a partir de la sanción del Decreto-Ley nº 211/98 se introdujeron las Sociedades de Garantías Mutuas como aquellas sociedades con mayoría de capital privado destinadas a emitir garantías en favor de las PYMES asociadas. En el año 2003 se crean tres Sociedades a las cuales trasladaron las actividades que venían siendo efectuadas bajo el Sistema Nacional originario, de acuerdo a su ubicación geográfica. En el año 2007 se crea la Sociedad Agrogarante SGM, la cual está especializada en actividades agrícolas y forestales, con alcance a todo el territorio portugués.

Las Sociedades de Garantías Mutuas otorgan garantías a favor de las micro, pequeñas y medianas empresas, cuentan con un fondo de reaseguro denominado Fundo de Contragarantía Mútuo y son coordinadas por una entidad denominada SPGM Sistema portugués de Garantía Mútua- Sociedade de Investimento.

Chile

Las Sociedades de Garantía Recíproca se introducen con el dictado de la ley 20.179, bajo dos modalidades: “Sociedades Anónimas de Garantía Recíproca” o “Cooperativas de Garantía Recíproca”¹¹⁵. Según señala la Asociación de Sociedades de Garantía Recíproca de Chile, “*las IGR¹¹⁶ tienen como finalidad apoyar a las MiPYMES, otorgándoles ayuda y actuando como su aval ante los créditos que le soliciten a la Banca, mediante la emisión de Certificados de Fianza, que le permite obtener créditos en mejores condiciones*”¹¹⁷. Según información publicada en el sitio web de la Corporación Fomento de la Producción “CORFO”¹¹⁸, a la fecha de preparación de este estudio, existen en Chile trece Instituciones (13) de Garantía Recíproca.

El Salvador

A partir de la sanción de la ley del “Sistema de Garantías Recíprocas para la Micro, Pequeña y Mediana Empresa Rural y Urbana”, sancionada por Decreto 553 del año 2001¹¹⁹, se regulan las Sociedades de Garantía Recíproca mencionadas en dicha ley como “sociedades de garantía”. La finalidad principal de la norma consiste en “[...]”

115. <http://www.leychile.cl/Navegar?idLey=20179>

116. Instituciones de Garantía Recíproca (término utilizado en el texto de la Ley 20.179).

117. <http://asigar.cl/preguntas-frecuentes/faqs.html>

118. <http://www.corfo.cl/programas-y-concursos/intermediarios-y-consultores/instituciones-de-garantias-reciprocas>

119. <http://www.asamblea.gob.sv/eparlamento/indice-legislativo/buscador-de-documentos-legislativos/ley-del-sistema-de-garantias-reciprocas-para-la-micro-pequena-y-mediana-empresa-rural-y-urbana>

regular el Sistema de Sociedades de Garantía Recíproca y sus operaciones, para facilitar el acceso de la micro, pequeña y mediana empresa al financiamiento y a las contrataciones y adquisiciones públicas o privadas”, según se expresa en su artículo 1°.

Dichas sociedades actuarán bajo fiscalización de la Superintendencia del Sistema Financiero, adoptando la figura de sociedades anónimas conformadas por socios partícipes y socios protectores. Dichas sociedades actualmente no garantizan financiamiento a través del mercado de capitales, sino solamente financiamiento bancario.

En el sitio web de la Superintendencia del Sistema Financiero se pueden consultar las entidades del sistema de garantías recíprocas sujetas a fiscalización. Actualmente se encuentran detallados los datos respecto de la Sociedad de Garantía Recíproca “Garantías y Servicios, S.G.R., S.A. de C.V.”¹²⁰, que fue la primera de carácter multi-sectorial en constituirse y operar en El Salvador¹²¹.

Honduras

La Ley del Sistema de Fondos de Garantía Recíproca, para la Promoción de las MIPYMES, Vivienda Social y Educación Técnica Profesional, entró en vigencia el mes de enero del año 2016, y tiene como uno de sus objetivos específicos facilitar el financiamiento a la MIPYME y potenciar su participación en los procesos de producción de bienes y servicios, así como propiciar sus contrataciones y adquisiciones públicas y privadas. Es importante destacar que el sistema de fondos de garantía recíproca está integrado por tres partes:

1. Sociedad Administradoras de Fondos de Garantía (SA-FGR).
2. Fondos de Garantía Recíproca (FGR), cada uno con su Comité Técnico; y
3. Sociedades Reafianzadoras de Fondos de Garantía Recíproca (SR-FGR).

Honduras cuenta ya con la primera sociedad administradora de fondos de garantía recíproca denominada Confianza-SA-FGR, cuyo objetivo es la administración de fondos para la emisión de garantías que respalden los créditos a la micro, pequeña y mediana empresa (MIPYMES). Esta sociedad es una institución privada integrada por diferentes actores de la economía, entre ellos, instituciones del sector bancario, asegurador, cooperativo y social, asimismo micro financiero, agropecuario, de la construcción y educativo. A la fecha Confianza-SA-FGR cuenta con 31 socios protectores, que son aquellas personas naturales o jurídicas que proporcionan apoyo

120. http://www.ssf.gob.sv/index.php/juntas-directivas/index.php?option=com_content&view=article&id=170:sgrs&catid=92:juntas-directivas&Itemid=126&id_junta_bancos=SG01

121. http://www.gys-sgr.com/sgrblog/?page_id=149

técnico y financiero a la sociedad y aproximadamente 1.000 garantías emitidas para sus socios beneficiarios, que representan alrededor de US\$ 898,3 millones.

República Dominicana

Como alternativa para fortalecer las MIPYMES, en República Dominicana se cuenta con un proyecto de ley depositado en el Congreso para crear un Sistema de Garantías Recíprocas, orientado a contribuir en la mitigación de las dificultades que afrontan dichas empresas para el acceso al financiamiento formal a un menor costo, lo que se traduciría en un fuerte estímulo al desarrollo del sector, con un alto impacto en la creación de fuentes de empleo y en el aumento de la producción en general, siendo esta figura de las sociedades de garantías recíprocas una alternativa viable para promover la canalización de los recursos al desarrollo productivo a nivel nacional. El Proyecto de Ley comprende la regulación, los aspectos organizativos, prudenciales, contables, financieros y legales para la creación, constitución, funcionamiento, fusión, escisión, disolución y liquidación de las sociedades de garantías recíprocas y sociedades de reafianzamiento, incluyendo lo relativo a los tipos de socios y de garantías, prohibiciones, incompatibilidades, régimen impositivo aplicable y sanciones. Asimismo, se delimitan los roles y funciones que le competen a la Junta Monetaria y a la Superintendencia de Bancos en la regulación y supervisión de dichas entidades.

Caso de análisis: las Sociedades de Garantía Recíproca en Argentina

● Definición y características

Las Sociedades de Garantía Recíproca (SGR) constituyen un tipo de sociedad comercial que tiene como objeto facilitar a las PYMES el acceso al crédito mediante el otorgamiento de garantías (avales). También pueden brindar asesoramiento técnico, económico y financiero a las mismas.

Una Sociedad de Garantía Recíproca se compone por socios partícipes y socios protectores. Son socios protectores las personas humanas o jurídicas, públicas o privadas, nacionales o extranjeras, que realizan aportes al capital social y al fondo de riesgo de la SGR. Dicho capital es el respaldo de las garantías que otorga la SGR. Los socios partícipes son las empresas PYMES que han suscrito acciones, y por dicho carácter su crédito podrá ser avalado por la SGR. No se puede revestir ambas categorías simultáneamente.

● Su regulación y funcionamiento

Se encuentran reguladas en el Título II de la Ley 24.467 denominada "Ley de Regulación de las PYMES", y supletoriamente por las disposiciones de la Ley General de

Sociedades (Ley 19.550 modificada por Ley 26.994), y Ley 25.300 de fomento a la micro, pequeña y mediana empresa (denominadas MIPYMES).

Para su funcionamiento deben inscribirse, en primer lugar, en la Inspección General de Justicia, Registro Público de Comercio o autoridad local competente, como toda sociedad comercial. Luego, solicitará la correspondiente autorización para su funcionamiento ante la autoridad de aplicación, que es la Secretaría de Emprendedores y de la Pequeña y Mediana Empresa (denominada SEPYME) dependiente del Ministerio de Producción.

En este sentido, actualmente en Argentina se encuentran habilitadas para su funcionamiento 31 Sociedades de Garantía Recíproca, según consta del listado publicado por la SEPYME¹²², una de ellas es una sociedad vinculada al Banco de la Nación Argentina. En el año 2015 otorgaron 120.000 garantías por U\$S 1.600 millones aproximadamente.

En cuanto a la participación de los socios protectores no podrá exceder del cincuenta por ciento (50%) del capital social, y la de cada socio partícipe no podrá superar el cinco por ciento (5%) del mismo. Toda SGR debe contar con un mínimo de ciento veinte (120) socios partícipes, lo cual permite la diversificación del riesgo proveniente de las empresas PYME.

Su forma de gobierno y administración es similar a la de una sociedad anónima, dado que cuenta con una asamblea general (de accionistas), un consejo de administración integrado por tres personas de las cuales dos representan a los socios partícipes y una representa a los socios protectores, y una Sindicatura integrada por tres síndicos designados por la asamblea general ordinaria.

● Fondo de riesgo: función, constitución y características

El fondo de riesgo que hace frente a los pagos garantizados por la SGR está constituido por:

- a) Las asignaciones de los resultados de la sociedad aprobados por asamblea general.
- b) Las donaciones, subvenciones u otras aportaciones recibidas.
- c) La recuperación de las sumas que hubiese pagado la sociedad en el cumplimiento del contrato de garantía asumido a favor de sus socios.
- d) El valor de las acciones no reembolsadas a los socios excluidos.
- e) El rendimiento financiero que provenga de la inversión del propio fondo en las colocaciones en que fuera constituido, y
- f) El aporte de los socios protectores.

122. <http://www.produccion.gob.ar/wp-content/uploads/2016/03/CONTACTOS-SGRs-1.pdf>

El fondo de riesgo es invertido en el mercado local, como, por ejemplo, en depósitos a plazo fijo, títulos públicos, letras del tesoro, obligaciones negociables, fondos comunes de inversión y otros títulos valores. El rendimiento obtenido por las inversiones del fondo de riesgo incrementa dicho fondo y los beneficios netos anuales se distribuyen, luego de reservas obligatorias, bajo el siguiente régimen:

- a) La parte correspondiente a los socios protectores podrá ser abonada en efectivo, como retribución al capital aportado.
- b) La parte correspondiente a los socios partícipes se destinará al fondo de riesgo en un cincuenta por ciento (50%), pudiendo repartirse el resto entre la totalidad de dichos socios.

- **El Contrato de Garantía Recíproca: objeto y características**

Es el contrato por medio del cual una SGR se obliga accesoriamente a un crédito otorgado a un socio partícipe que integra la misma y el acreedor de este acepta la obligación accesoria. El socio partícipe queda obligado frente a la SGR por los pagos que esta afronte en cumplimiento de la garantía.

Su objeto es asegurar el cumplimiento de prestaciones dinerarias u otras prestaciones susceptibles de apreciación dineraria asumidas por el socio partícipe PYME ante cualquier entidad, para el desarrollo de su actividad económica u objeto social. Las garantías otorgadas siempre serán por una suma fija y determinada.

- **Garantías: qué garantías pueden otorgar las SGR. Contragarantías. Costos**

Las SGR pueden otorgar garantías comerciales (emitidas a favor de un tercero para garantizar el cumplimiento de un pago nacido de una transacción comercial); garantías financieras (garantizan el cumplimiento del pago de un crédito otorgado a un socio partícipe ante entidades bancarias o en el mercado de capitales); garantías técnicas (para garantizar el cumplimiento de una obligación de hacer de carácter técnico o profesional).

Las SGR requerirán contragarantías por parte de los socios partícipes en respaldo de los contratos de garantías con ellos celebrados, y estos podrán ofrecer como contragarantías: hipotecas, prendas, warrants, pagarés, o fianzas.

El socio partícipe deberá afrontar costos iniciales de asociación —según la SGR—, ya que el socio PYME deberá suscribir acciones por valores mínimos y a su vez deberá afrontar los costos de instrumentación de la garantía. Luego deberá contemplar los costos financieros, por los intereses de la financiación que correspondan, los gastos bancarios o gastos de mercado y la comisión que cobra la SGR sobre el monto garantido.

Cabe mencionar que las SGR tienen expresamente prohibido conceder directamente ninguna clase de créditos a sus socios ni a terceros ni realizar actividades distintas a las de su objeto social.

En conclusión, las SGR otorgan avales tanto en el ámbito del sistema bancario como en el ámbito del mercado de capitales, ante el otorgamiento de préstamos o emisión de valores negociables para su financiamiento.

- **El papel de las SGR en el financiamiento PYME en el mercado de capitales**

Las SGR cumplen un rol clave para el financiamiento de las empresas PYME en el mercado de capitales argentino, dado que mitigan el riesgo de crédito de empresas de menor tamaño y lo hacen mediante la diversificación de dicho riesgo en cientos o miles de empresas PYMES asociadas como socias partícipes. Este aval le permite a la PYME acceder a un financiamiento que de otra manera muy posiblemente no podría alcanzar y además a tasas preferenciales, dado que el último pagador lo constituye la misma SGR.

En el mercado de capitales, las SGR otorgan avales sobre todos los instrumentos o valores negociables de deuda negociados en los mercados regulados autorizados por la Comisión Nacional de Valores, entre ellos, cheques de pago diferido, pagarés, obligaciones negociables (bonos) y fideicomisos.

Para las PYMES, descontar cheques de pago diferido y/o pagarés en el mercado de capitales avalados por SGR para financiarse en el corto plazo, es útil puesto que permite evitar el uso de descubiertos de cuenta corriente, o el descuento de cheques en las denominadas "cuevas o cooperativas", ya que el diferencial de tasa hace que los cheques avalados por SGR sean mucho más competitivos en tasa de interés. A su vez, dado que la PYME no es identificada en la cotización (lo es la SGR), y que no requiere de un proceso previo de registro o autorización en la Comisión Nacional de Valores, es un instrumento ágil y de bajas barreras de entrada, lo cual ha permitido que miles de PYMES se hayan acercado por primera vez al mercado de capitales. Muchas de ellas, posteriormente han avanzado hacia instrumentos más complejos como las obligaciones negociables o fideicomisos financieros PYME.

A su vez, la emisión de obligaciones negociables pyme o fideicomisos financieros avalados por SGR ofrecen, una vez autorizada la oferta pública ante la Comisión Nacional de Valores, un coste financiero competitivo del mercado y el acceso a una gran cartera de inversores institucionales por montos y plazos superiores a los que podría colocar una empresa PYME sin dichos avales.

En síntesis, la participación de las SGR en el proceso de emisión de títulos de deuda en el mercado de capitales y obtención de créditos en el sistema bancario posibilita

suplir la intervención de calificadoras de riesgo, a las cuales prácticamente no tienen acceso por un tema de costes, y redundando en una disminución del coste de financiamiento de las empresas PYMES.

● **Tamaño del financiamiento y otras estadísticas**

Las estadísticas publicadas por la Sepyme en su sitio web, la estadística anual al 2015, reflejaban las siguientes cifras respecto de los fondos y garantías otorgadas por las SGR tanto en el sector bancario como en el mercado de capitales:

AÑO	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
1. Cantidad SGR's	24	25	24	21	23	24	24	30
2. Fondo de Riesgo Integrado	231.084	209.398	224.093	249.718	284.773	344.458	312.627	413.568
3. Fondo de Riesgo Contingente	24.219	34.587	37.804	32.337	36.013	37.926	30.778	31.890
4. Monto de Garantías Vencidas	444.083	425.131	482.587	559.267	669.449	745.525	787.890	1.008.750
5. Monto de Garantías Caídas	31.534	35.872	14.083	16.060	37.502	36.804	35.065	49.102
6. Monto Recuperadas	19.619	26.701	16.351	17.887	25.650	29.726	31.594	41.808
7. Cantidad Garantías otorgadas	28.112	37.914	58.313	73.759	82.466	93.302	103.930	120.193
8. Monto Garantías otorgadas	443.175	466.230	662.537	923.673	980.774	1.265.195	1.221.343	1.615.574
9. Garantías Vigentes	358.892	310.283	356.296	486.307	587.876	686.734	718.495	968.503

Los montos están expresados en miles de dólares.

AÑO	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Apalancamiento (9/2)	15,5%	148%	159%	195%	206%	199%	230%	234%
Garantías Caídas (5/4)	7%	8%	3%	3%	6%	5%	4%	5%
FDR contingente/integrado (3/2)	10%	17%	17%	13%	13%	11%	10%	8%

Fuente: SEPYME.

A su vez, se destaca la evolución que ha tenido el financiamiento de las PYMES en el mercado de capitales:

Evolución financiamiento pyme en el mercado de capitales



Fuente: IAMC y CNV.

3. Capital riesgo, capital privado y business angels

La reciente crisis económica y financiera ha puesto de manifiesto las dificultades de la mayoría de las empresas para conseguir financiación, que son especialmente intensas en periodos de incertidumbre para las compañías de menor tamaño. En el caso de estas últimas, la existencia de asimetrías informativas (la información disponible sobre su situación financiera es menor y de peor calidad) agrava el problema y las dificultades para captar recursos. De hecho, puede limitar incluso el papel tradicional de los bancos en la financiación de este tipo de empresas, sobre todo si se trata de compañías de nueva creación (que carecen de historial crediticio y, en la mayoría de los casos, de colateral para aportar como garantía) o que desarrollan su actividad en negocios innovadores de futuro incierto (para las que no existe un criterio estándar a la hora de evaluar sus riesgos, o hay dificultades para valorar su modelo de negocio debido a su complejidad técnica e importante presencia de intangibles).

Con el propósito de atenuar estos fallos de mercado, se han elaborado distintas herramientas o esquemas de apoyo a la financiación de PYMES (a través de préstamos, avales o incluso aportación de recursos propios), que en la mayoría de los casos cuentan con algún tipo de apoyo público.

El mercado dispone de algunas herramientas, alternativas a la financiación bancaria, que pueden resultar eficaces para abordar la financiación de las pequeñas empresas, especialmente de aquellas que tienen expectativas de crecimiento rápido. Una de ellas son los esquemas de capital riesgo (*venture capital*) que se enmarcan en una actividad más amplia de financiación, el denominado capital privado (*private equity*). En líneas generales, el *private equity* consiste en la inversión, con vocación de permanencia limitada, en empresas no financieras de reducido tamaño o no cotizadas en los mercados. El capital riesgo aporta, además de capital, asesoramiento y participación en la gestión de las compañías en las que invierte, con el objetivo de maximizar el valor de la inversión y reducir el riesgo. Así pues, este modelo de financiación aporta, junto al capital, un modelo de gestión profesionalizada y *know how*.

El *venture capital* se concentra en la aportación de recursos en forma de capital a empresas que se encuentran en una fase inicial o que están empezando a crecer. Por su parte, el resto de actividades de *private equity* se enfocan a la aportación de recursos financieros de forma temporal (entre tres y diez años) a empresas no cotizadas de mayor tamaño a cambio de una participación en su capital, así como a operaciones de reestructuración empresarial.

En el caso del *venture capital*, la mayoría de las inversiones se dirigen a empresas tecnológicas o con un fuerte componente innovador. La inversión requiere menos cantidades de capital, pero el riesgo es muy elevado debido a la incertidumbre por el desconocimiento de cuál será la aceptación del producto o servicio ofrecido por la empresa en el mercado ya que en la mayoría de las ocasiones no se dispone de resultados históricos previos.

Las inversiones en *venture capital* se pueden dividir en varias etapas:

- Capital semilla (*seed capital*): la inversión se dirige a ideas de negocio o empresas recién creadas con servicios o productos todavía sin lanzar al mercado y, por lo tanto, carecen de ventas e ingresos.
- Capital arranque o puesta en marcha (*start up capital*): la inversión se enfoca al establecimiento de la compañía y el arranque de su actividad. En esta etapa pueden existir ya ventas, pero el EBITDA todavía es negativo. El capital aportado es mayor que en el de las inversiones de capital semilla.
- Rondas de financiación: en fases más avanzadas, donde puede existir EBITDA positivo y crecimiento de ventas, las empresas pueden recibir varias rondas de financiación.

Por su carácter de firmas especializadas, las empresas de *private equity* aportan un importante valor añadido a las PYMES en términos de asesoramiento técnico,

experiencia en el sector o mercado, conocimientos del modelo de negocio, credibilidad frente a terceros y un alto grado de profesionalización de los equipos directivos. El objetivo final es contribuir al desarrollo y la expansión de la empresa para que su valor aumente. Sus ventajas pueden resumirse como sigue:

- Facilitan el acceso a la financiación en forma de capital, reduciendo la financiación bancaria (y, por tanto, las dificultades para acceder a la misma), así como su coste.
- Favorecen el crecimiento en facturación y beneficios.
- Mayor grado de profesionalización y conocimientos en la gestión.
- Crecimiento mayor de la inversión, por encima de los recursos obtenidos mediante la autofinanciación.
- Mejora de la innovación, aumentando la capacidad de inversión en investigación y desarrollo.
- Contribuyen a la internacionalización de la empresa, aportando en numerosas ocasiones contactos y experiencia.
- Y, en muchos casos, facilitan liquidez a accionistas y empresarios, contribuyendo a solucionar los problemas de sucesión en muchas empresas familiares.

La inversión de capital privado puede realizarse en cualquier etapa de la vida de una empresa, pero lo habitual es que tenga fecha de caducidad. Cuando las empresas han madurado y alcanzado el plan de negocio previsto, las compañías de *private equity* proceden a desinvertir para obtener el retorno de su capital. Las estrategias de salida más habituales consisten en vender la empresa a otra compañía más grande, a otro inversor, a los antiguos accionistas o, incluso, realizar una oferta pública de venta (OPV) de su participación de la compañía en el mercado.

Una alternativa cercana al *venture capital* es la representada por los denominados “ángeles de los negocios (*business angels*)”, que habitualmente suelen ser personas físicas que invierten su propio patrimonio en las fases más iniciales del proyecto (habitualmente en la fase capital semilla). Esta clase de inversores invierten cantidades moderadas y su valor añadido es que suelen aportar, aparte de los recursos financieros, sus conocimientos, experiencia, recursos y contactos.

El proceso de selección de las empresas en las que se invierte es clave en América Latina, al igual que en otras regiones en desarrollo, debido a la cantidad limitada de recursos disponibles para este tipo de inversiones. Por ello, los inversores necesitan disponer de mucha información para combatir los problemas de selección adversa y riesgo moral que suelen acompañar a este tipo de proyectos y, por tanto, permitirles poner en valor las ventajas identificadas en este tipo de compañías. Del mismo modo, las compañías no beneficiadas por este tipo de inversiones pueden beneficiarse en

todo caso del análisis llevado a cabo para identificar sus debilidades, corregirlas y aumentar las posibilidades de conseguir fondos en posteriores rondas de financiación.

En relación con las PYMES en Iberoamérica, las actividades de capital riesgo y *private equity* presentan un desarrollo desigual a lo largo de las diferentes economías, tanto en lo que se refiere a las características de las operaciones como a nivel regulador. La actividad ha tenido mayor desarrollo en las economías más grandes de la región, donde se han producido mayores oportunidades para los gestores especializados en este tipo de compañías.

España

La Ley 22/2014, de 12 noviembre, mejoró la regulación de las entidades de capital riesgo para impulsar su desarrollo, permitiendo la creación de una tipología nueva de entidades de capital riesgo PYME con un régimen de inversiones aún más flexible para impulsar la financiación a las PYMES. La experiencia de los años previos a la crisis demostró que, a pesar del importante crecimiento económico del periodo, la mayoría de las operaciones (más de 2/3) se concentraron en operaciones de financiación de la expansión de la empresa y compras por directivos, reduciéndose la inversión en las etapas iniciales de la empresa (*capital semilla, start up* y similares) a apenas el 5% de la inversión total del sector.

La nueva regulación española establece mayor flexibilidad en el régimen de inversiones de las entidades de capital riesgo, cuyo principal objetivo es la toma de participaciones temporales en el capital de empresas de naturaleza no inmobiliaria ni financiera, que en el momento de la toma de participaciones no coticen en un mercado regulado. Este objetivo se puede extender, con ciertos límites, a empresas cuyo activo este constituido en más de un 50% por inmuebles, a empresas no financieras que coticen en el primer mercado de las bolsas de valores (cuando sean excluidas en los doce meses siguientes a la toma de participación) y a la inversión en otras entidades de capital riesgo. La normativa establece que las entidades de capital riesgo deben mantener un coeficiente obligatorio de inversión del 60% de su activo computable en: 1) acciones, otros instrumentos financieros que dan derecho a adquirirlas, y participaciones en el capital de las empresas que se encuentren dentro del objeto principal; 2) préstamos participativos cuya rentabilidad este completamente ligada a las beneficios o pérdidas de la empresa; 3) hasta el 30% del total del activo computable en otros préstamos participativos; 4) acciones o participaciones de entidades de capital riesgo; 5) acciones y participaciones en el capital de empresas no financieras que cotizan o se negocian en segundo mercado de una bolsa española, en un sistema multilateral de negociación español o en mercados equivalentes, además de la concesión de préstamos participativos a las mismas.

La nueva ley amplió los porcentajes destinados a préstamos participativos y entidades de capital riesgo, debido a que este tipo de vehículos utilizan con mayor frecuencia instrumentos de deuda e híbridos para aportar financiación a las empresas objeto de su actividad. Además, la norma establece límites a la concentración de riesgos, de modo que las entidades de capital riesgo no pueden invertir más del 25% de su activo computable en una misma empresa, ni más del 35% en empresas del mismo grupo de sociedades.

Con el objeto de incentivar la inversión, el capital riesgo cuenta con un régimen específico de ventajas fiscales, tanto para las entidades de capital riesgo como para las sociedades que invierten en ellas. Las primeras cuentan con una exención del 99% de las rentas de desinversión, la deducción del cien por cien por la doble imposición de dividendos interna, la exención por doble imposición de dividendos internacional, y la deducción por reinversión de beneficios extraordinarios; mientras que las segundas cuentan con la deducción del cien por cien por doble imposición de dividendos internos y la deducción del cien por cien de la plusvalía obtenida por transmisión o reembolso de una participación en una entidad de capital riesgo.

Como la actividad del capital riesgo, en la práctica, se había centrado en la inversión en empresas en expansión, la Ley 22/2014 trató de reorientar la actividad del sector hacia la financiación de PYMES en sus primeras etapas, mediante la flexibilización del régimen de inversiones de las entidades enfocado al *venture capital*. Con este objetivo, la norma crea un nuevo tipo de entidades de capital riesgo, las entidades de capital riesgo-pyme, cuyo objetivo es financiar PYMES no financieras ni inmobiliarias, no cotizadas, que tengan menos de 250 empleados, su activo anual no supere los 43 millones de euros o bien su volumen de negocio no alcance los 50 millones de euros, con un régimen de inversiones más flexible. El coeficiente de inversión obligatoria de estas entidades será del 75% y podrá invertirse, además de en todos los activos señalados para las entidades de capital riesgo, en préstamos participativos sin límite, instrumentos financieros híbridos (siempre que su rentabilidad este ligada a los beneficios o pérdidas de la empresa y que la recuperación del principal en caso de concurso no esté plenamente asegurada) e instrumentos de deuda con o sin garantía de empresas en las que la entidad de capital riesgo-pyme ya tenga una participación a través de alguno de los instrumentos anteriores. Por otro lado, el límite de concentración de riesgos se incrementa hasta el 40%. Las cifras de actividad del sector en España¹²³ se recuperaron en el periodo 2014-2015, captándose en este último ejercicio fondos por importe superior a 3.300 millones de euros, de los cuales más de la mitad son capital extranjero. La inversión comprometida alcanzó en 2015 casi 3.000 millones de euros (2.939 millones de euros en 657 inversiones), con una inversión media cercana

123. Según datos de ASCRI (Asociación Española de Capital, Crecimiento e Inversión).

a 4,5 millones de euros, destacando la mejora de la actividad de inversión en las fases iniciales de los proyectos. El 76% del número total de inversiones fueron operaciones pequeñas, por importe inferior a menos de un millón de euros de capital, frente a 5 grandes inversiones de importe superior a 100 millones de euros cada una de ellas. La inversión en *venture capital* se vio favorecida por el cambio regulatorio, alcanzando un máximo histórico de 534 millones de euros (un 86% más que en 2014) en 464 inversiones en 342 empresas, lo que refleja el dinamismo de la inversión en *start ups*. Como en ejercicios previos, destacó el papel del operador público ICO, que a través de su fondo de fondos comprometió inversiones por importe de 245 millones de euros en 4 fondos de incubación, 4 de *venture capital* y 4 de capital de expansión. Los recursos gestionados por el sector superan los 25.300 millones de euros, que contaba en 2015 con una cartera total de 2.517 empresas participadas, por valor total de 18.500 millones de euros.

Los sectores que concentraron los mayores volúmenes de inversiones fueron los de informática y tecnología, que representan casi la cuarta parte de los recursos comprometidos, seguido de los de medicina, salud y ciencias de la vida, así como de productos de consumo, con en torno al 20% de las operaciones cada uno. En el lado contrario, las inversiones en sectores más maduros como el de productos y servicios industriales apenas alcanzar el 10% de la inversión.

Las perspectivas del sector para los próximos años es que se mantenga la tendencia inversora en las primeras etapas de las empresas, tanto desde el lado de la oferta (número de inversores como fondos disponibles) como desde la demanda (*start ups* receptoras de la inversión). Los principales operadores del segmento son las entidades de *venture capital*, que en 2015 fueron responsables del 81% del total invertido en las primeras fases, seguidas de las instituciones públicas, que acapararon el 14% de la inversión (principalmente a través de préstamos participativos). El atractivo de este tipo de compañías ha aumentado tanto para las grandes entidades como para los *business angels*, incubadoras y plataformas de crowdfunding, que cada vez prestan más atención al fenómeno de las *start ups*. Sin embargo, hay que señalar que la mayor parte de la inversión (en 2015 representó el 76% de todo lo invertido) del *venture capital* se centra en empresas tecnológicas e innovadoras, frente al capital privado, que extiende en mayor medida sus inversiones a empresas más consolidadas relacionadas con la economía tradicional.

México

En México el capital riesgo realiza su actividad a través de tres figuras principales de vehículos de inversión: 1) fondos de inversión de capitales; 2) fondos de capital riesgo; 3) sociedad anónima promotora de inversión.

Los fondos de inversión de capitales (anteriormente denominados sociedades de inversión de capitales —SINCA—) se caracterizan por ser subtipos de sociedades anónimas de carácter financiero y, por tanto, sujetos a la supervisión y regulación de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV). Este tipo de vehículos son administrados por una sociedad operadora de sociedades de inversión, que capta los recursos mediante una colocación pública de las acciones del vehículo.

La figura más activa es la del fondo de capital riesgo, que adopta forma jurídica de fideicomiso con una duración de diez años. Este tipo de fondos son administrados por un administrador con personalidad jurídica y patrimonio propio, que es especialista en materia de inversiones y desarrollo de negocios, a cambio de una participación en los rendimientos obtenidos en las inversiones. Al contrario que los anteriores, tanto los fondos como sus administradores no están regulados ni supervisados por la CNBV, por lo que cada vehículo se autorregula y establece sus propios términos y condiciones de inversión.

El objetivo de las inversiones de los fondos de capital riesgo son sociedades mexicanas residentes en el país que no estén listadas en bolsa en el momento de la inversión, así como préstamos otorgados a sociedades de este tipo. El fondo debe mantener la inversión en acciones de estas compañías al menos dos años. El fondo se financia mediante recursos privados o a través de emisión pública de los denominados certificados fiduciarios bursátiles de desarrollo. Además, los fondos de este tipo cuentan con ventajas fiscales al estar libres de cargas tributarias y no existir una doble tributación sobre los rendimientos generados por las empresas en que invierten. Sin embargo, estas ventajas se limitan al fondo, puesto que los inversores del mismo han de tributar conforme a su propio régimen fiscal.

La tercera figura son las sociedades anónimas promotoras de inversión (SAPI), que fueron creadas por la Ley del Mercado de Valores de México de 2006 como una estructura idónea para las empresas receptoras de inversiones de capital riesgo. Esta figura permite que se pacten estatutariamente o mediante convenios entre sus socios los mecanismos de control de decisiones, de tenencia accionarial y de salida, a la vez que se mejoran los derechos de los accionistas minoritarios. Además, la responsabilidad civil de los administradores se puede limitar por falta de diligencia.

Una figura adicional son las sociedades anónimas promotoras de inversión bursátil (SAPIB), que permiten la salida de las inversiones del capital riesgo. Su objetivo no es promover el crecimiento de la compañía, sino facilitar la transición de las empresas privadas al régimen de las sociedades anónimas bursátiles. Para ello, cuentan con las ventajas del régimen de las SAPI, pero no tienen que absorber toda la estructura y régimen de revelación de información de las sociedades anónimas bursátiles al

contar con un periodo de transición de 10 años antes de convertirse plenamente en ellas.

En cuanto a la evolución del sector en el país¹²⁴, se ha pasado de una inversión de 400 millones de dólares y 4 fondos a comienzos de 2000 a inversiones comprometidas por un importe superior a 42.000 millones de dólares y 168 fondos activos en 2016. En este periodo se han registrado 1.494 transacciones, de las que el 36% y el 21% han correspondido a operaciones de *venture capital* y *private equity*, respectivamente. En la actualidad, las mayores inversiones se concentran en los sectores de infraestructuras, inmobiliario y energía.

Brasil

En Brasil, los orígenes regulatorios del capital privado se remontan al año 1994 cuando la Comissão do Valores Mobiliários (CVM) reguló, a través de la Instrucción 209/94, los fondos de inversión centrados específicamente en participaciones societarias, mediante la introducción de los fondos de inversión en empresas emergentes (FMIEE). Este tipo de fondos solo permitía invertir en empresas emergentes, con características y objetivos limitados, por lo que la iniciativa no consideró a los inversores que buscaban invertir en otro tipo de compañías. Posteriormente, en 2013, la CVM introdujo mediante la Instrucción 391/03 un nuevo vehículo para la inversión en capital privado y *venture capital*, los fondos de inversión en participaciones (FIP), así como los fondos de inversión en participaciones de fondos de inversión en participaciones (FIC-FIP).

Los fondos de inversión en participaciones (FIP) cuentan con beneficios fiscales y se han convertido en el mecanismo más utilizado para la inversión en capital privado, superando a los fondos mutuos de inversión en empresas emergentes (FMIEE). Las características básicas de los FIP son que están reservados exclusivamente a inversores cualificados y funcionan como fondos cerrados, por lo que no permiten el reembolso de las participaciones emitidas por el fondo hasta el final de su periodo de existencia, aunque es posible la amortización previa de estas participaciones. Estos fondos deben invertir al menos el 90% de su patrimonio en valores de renta variable o híbridos emitidos por sociedades anónimas, tanto abiertas como cerradas. Además, deben participar en la toma de decisiones de las sociedades participadas.

En agosto de 2016, hubo una reforma amplia de los FIP y FMIEE con el objetivo de facilitar el desarrollo y la financiación de las empresas de menor tamaño. La CVM emitió la Instrucción 578/16 que revocó las dos anteriores, introduciendo cambios

124. Según datos de la Asociación Mexicana de Capital Privado A.C. (AMEXCAP)

enfocados a facilitar las inversiones en empresas más pequeñas. Uno de los principales cambios fue la conversión de los FMIEE en una categoría de FIP. Los FMIEE existentes pueden continuar funcionando bajo la nueva norma en su forma actual, sin necesidad de adaptación, pero se prohíbe la extensión de su periodo de validez, a menos que se cumpla con la nueva regla que regula el tipo de compañías participadas.

De acuerdo con la normativa actual vigente, los FIP deben invertir al menos el 90% de su patrimonio en valores y bonos emitidos por sociedades anónimas —tanto abiertas como cerradas— o sociedades limitadas. El objetivo es que los fondos puedan tener influencia efectiva en la gestión y la estrategia de las compañías en las que participan. Además, pueden solicitar apoyo financiero en forma de préstamos de los organismos de desarrollo hasta una cuantía equivalente al 30% de los activos del fondo.

Por último, la CVM introdujo la figura de los fondos de acciones con la intención de crear un tipo específico de fondo de inversión que pueda invertir en compañías, tanto abiertas como cerradas, que aún no hayan realizado una oferta pública de acciones, pero que cuentan con potencial para listarse en bolsa y abrir su capital en un futuro cercano. Este tipo de fondos deben invertir dos terceras partes de sus recursos en acciones de compañías listadas en el mercado de acceso de la bolsa de valores. Asimismo, al constituirse como fondos cerrados, pueden invertir un tercio de sus recursos en acciones, obligaciones, bonos u otros valores emitidos por compañías cerradas, siempre que se cumplan las siguientes condiciones: el fondo tiene influencia efectiva en la política estratégica y la gestión de la empresa y, en el caso de que la empresa se liste en bolsa, la empresa y el fondo están obligados a participar en la bolsa de valores para asegurar el establecimiento de buenas prácticas de gobierno corporativo.

En cuanto a las cifras del sector, a comienzos de 2015¹²⁵ existían en Brasil 693 fondos operativos de todas las variedades que contaban con un patrimonio superior a 165.000 millones de reales. Además, existan ocho FIP que cotizaban en la bolsas de valores y tres que se negociaban en el mercado OTC. En cuanto a la composición de las inversiones, más del 90% se concentraba en capital privado, representado el *venture capital* menos del 5%, por lo que es de prever que los futuros cambios regulatorios trataran de introducir modificaciones legislativas que favorezcan la inversión y financiación de las PYMES.

125. Según datos de la Comissão do Valores Mobiliários (CVM).

Chile

El Ministerio de Economía, la Corporación de Fomento de la Producción (CORFO) y otros ministerios sectoriales asignan fondos y capital para iniciativas innovadoras y programas de desarrollo I+D. Entre ellos destaca el programa CORFO de capital riesgo, que invierte en fondos de inversión orientados a PYMES y que busca promover la industria de capital riesgo en el país.

Por otro lado, en 2014, la Bolsa de Comercio de Santiago firmó un acuerdo con TSX Venture Exchange (TSXV), operador del mercado de valores canadiense, para la creación de un mercado de capital riesgo en la Bolsa de Comercio de Santiago denominado Bolsa de Santiago Venture. En virtud del mismo, todas las empresas listadas en este mercado podrán listarse en el mercado canadiense. Además, todas las empresas que soliciten el doble listado en este mercado podrán participar en el Mercado Integrado Latinoamericano (MILA), lo que les facilita el acceso adicional a los mercados de Perú, Colombia y México. A mediados de 2016, existían doce empresas listadas en este mercado, todas vinculadas al sector minero y de extracción de metales preciosos.

Portugal

Mencionar que la actividad de capital riesgo/capital privado aumentó un 10,3% en 2014, situándose en 3.500 millones de euros, pero sigue representando un pequeño porcentaje del PIB del país (2%). Los sectores más representativos, en términos de inversión en capital de riesgo, son las sociedades holding no financieras y las industrias manufactureras.

Recientemente fue aprobado un nuevo marco legal para el capital riesgo, el emprendimiento social y la inversión especializada, que ha abierto la puerta a la creación de fondos de préstamos. En efecto, el Reglamento de la CMVM nº 3/2015¹²⁶ revisa el régimen legal del capital de riesgo (a raíz de la entrada en vigor del Régimen Jurídico del Capital de Riesgo, Emprendimiento Social y de la Inversión Especializada, aprobado por la Ley nº 18/2015, de 4 de marzo), y desarrolla el régimen jurídico, específicamente los términos y condiciones de su funcionamiento.

En cuanto al resto de países de este Estudio, la actividad es muy limitada, careciendo muchos de ellos de una regulación específica. En muchos casos, no existe una estructura formal de entidades dedicadas a realizar esta actividad y son entidades no

126. Reglamento de la CMVM nº 3/2015 respecto al Capital de Riesgo, Emprendimiento Social e Inversión Alternativa Especializada, publicado en el *Diario de la República* el 3 de noviembre de 2015.

reguladas, como cooperativas u organizaciones no gubernamentales, quienes ofrecen en muchas ocasiones financiación a las PYMES al modo de los *business angels*.

De acuerdo a los datos de la Asociación Latinoamericana de Venture Capital y Capital Privado (LAVCA), la inversión en *venture capital* en el periodo 2011-2015 se concentró básicamente en Brasil (63,9%), México (12,5%), Argentina (7,3%) y Chile (4,1%), representando el resto de las economías latinoamericanas poco más del 10% restante, que a su vez se aglutinó en torno a Colombia (3,3%) y Perú (1,6%). En cuanto a los sectores que concentraron las mayores inversiones en el periodo 2008-2015, tanto de *venture capital* como de capital privado, destacaron los de petróleo y gas (17%), bienes de consumo y alimentación (14%), así como los de ciencias de la salud, energías renovables, tecnologías de la información y logística (con el 7% cada uno de ellos). La mayor parte de estas inversiones fueron bajo el formato de capital privado, que concentró gran parte de sus inversiones en el sector de hidrocarburos (caracterizado por ser una industria altamente intensiva en capital), atraído por los elevados precios del petróleo existentes en casi todo el periodo. Por otro lado, la mayoría del crecimiento en gran parte del resto de los sectores estuvo asociada en gran medida por el surgimiento de una nueva clase media, que ha impulsado la demanda de bienes y servicios de consumo.

Una iniciativa destacable es la del Banco Interamericano de Desarrollo (BID) que, a través del Fondo Multilateral de Inversiones (FOMIN), está apoyando la creación del Fondo de Capital Emprendedor de la Alianza del Pacífico (conformada por Chile, Colombia, México y Perú). Este fondo contará con recursos por importe de hasta cien millones de dólares y tiene como objetivo la financiación y la inversión en PYMES y nuevos proyectos, tanto en fase de *start up* como posteriores. Las inversiones se dirigirán principalmente al sector de las tecnologías de la información y las comunicaciones, ciencias de la vida, servicios de ingeniería aplicada, biotecnología, además de cualquier sector que aplique tecnología avanzada a las actividades económicas tradicionales (manufacturas avanzadas, agronegocios, salud, educación, movilidad financiera, energías renovables).

Por último, destacar que, en el marco de la Unión Europea y por lo tanto aplicable a las economías española y portuguesa, la Comisión Europea ha propuesto modificar los reglamentos de los fondos de capital riesgo europeo (*european venture capital funds*) y de los fondos de emprendimiento social (*european social entrepreneurship funds*) con el objeto de facilitar su expansión y contribuir a la expansión de las PYMES europeas, especialmente a las *start ups* y las enfocadas a actividades innovadoras. Las modificaciones, una vez aprobadas, permitirán ampliar la gama de gestores autorizados para gestionar y comercializar estos fondos, incluyendo de este modo a las grandes gestoras de fondos. Además, se ampliará la gama de

activos en los que pueden invertir los fondos, a la vez que se reducen los costes mediante la prohibición del cobro de tasas por los Estados miembros de acogida.

● Reflexiones finales y desarrollos futuros

La reciente crisis económica y financiera, así como los nuevos cambios regulatorios en materia de capital para las entidades financieras han puesto de manifiesto las dificultades de las PYMES y de las empresas más innovadoras para obtener financiación bancaria. En este entorno, donde los fallos del mercado se hacen más patentes, se pone de manifiesto la necesidad de contar con alternativas de financiación eficaces para este tipo de empresas. Una de las alternativas más eficientes para este tipo de compañías son los esquemas de capital riesgo y capital privado puesto que, además de aportar capital, aportan *know how*, experiencia y relaciones que pueden favorecer la expansión del negocio.

En este sentido, los diferentes reguladores, tanto europeos como latinoamericanos, han tenido en cuenta la importancia de esta herramienta y han mejorado o desarrollado legislaciones específicas que favorecen su uso, especialmente en el caso de las PYMES de menor tamaño.

En el caso de América Latina, las pequeñas y medianas empresas son una herramienta clave para continuar impulsando el crecimiento económico y el desarrollo social, por lo que es básico que dispongan de suficiente capital e inversores que puedan financiar proyectos innovadores que puedan convertirse en los nuevos motores del crecimiento. Según LAVCA, la inversión de capital privado alcanzó 4.200 millones de dólares en 2014 en la región, lo cual representa apenas un 12% de las inversiones de este tipo destinadas a economías en desarrollo, muy lejos del 78% de los países emergentes de Asia y del 26% y 22% que representaban en el área en 2012 y 2012, respectivamente. En contraste, el capital riesgo ha estado creciendo desde 2012, pero la inversión comprometida tan solo alcanzó 425 millones de dólares en 2013, lo que parece insuficiente para facilitar las necesidades de financiación de la región.

Los mayores obstáculos para el desarrollo de la actividad en la región son el tamaño y liquidez limitada de sus mercados de capitales, que restringen la posibilidad de mecanismos de salida como las OPV. Además, persisten problemas regulatorios y de seguridad jurídica que, junto a la escasez de ventajas impositivas disponibles, suponen un obstáculo al desarrollo de estas actividades en la región.

El sector ha sufrido un bache con la crisis, pero parece haberse recuperado y crece de nuevo a tasas destacables, especialmente la inversión dedicada a las PYMES de

menor tamaño. Las perspectivas para los próximos años son positivas, especialmente en un entorno de bajos tipos de interés a nivel internacional, donde la búsqueda de mayores rentabilidades por parte de los inversores favorece la asunción de mayores riesgos, y por lo tanto de este tipo de compañías, donde el retorno potencial es más elevado.

El mayor reto es que esta corriente inversora, que hasta ahora está muy concentrada en las economías más grandes y desarrolladas, se extienda a lo largo de toda la región de manera más homogénea y contribuya a su crecimiento. Con este objetivo, es necesario el desarrollo en toda el área de un marco jurídico y regulatorio específico al efecto, que favorezca la flexibilidad de las inversiones, pero que también contribuya a incrementar la seguridad jurídica y mantener la estabilidad institucional y financiera.

4. Fondos de inversión para PYMES

En términos generales, los fondos de inversión son un esquema de inversión colectiva que reúne recursos de múltiples inversores, quienes adquieren participaciones de propiedad del fondo. Los recursos reunidos (el capital del fondo) son invertidos de manera agregada y profesional por una empresa especializada en manejo de activos bursátiles (normalmente acciones y títulos de deuda) de acuerdo con los objetivos planteados en el prospecto respectivo. Los fondos de inversión proveen una herramienta valiosa tanto para los pequeños ahorradores como para los inversores institucionales, pues les permiten diversificar sus riesgos a menor costo que si participaran directamente en el mercado de valores.

A los fondos que varían su capital al cambiar el número de participaciones o títulos representativos del capital del fondo se les clasifican como fondos de inversión abiertos. Por el contrario, a los fondos que no puede variar su capital se les clasifica como fondos cerrados, donde el número de participaciones o título es fijo.

Los fondos de inversión son de uso relativamente reciente. El primer fondo de inversión cerrado del que se tiene registro operó en Holanda en 1774. Posteriormente, se crearon estos esquemas en Reino Unido (1868) y Estados Unidos (1893). En 1924, también en Estados Unidos, inició operaciones el primer fondo de inversión abierto¹²⁷. Actualmente, operan cerca de 73.200 fondos de inversión alrededor del mundo, los cuales controlan cerca del 20% de los activos totales que se gestionan en nombre de inversores individuales.

127. Banco Mundial (2015). "Mutual Funds in Developing Markets: Addressing Challenges to Growth". En: http://www-wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/WDSP/IB/2015/11/16/090224b0831bf051/1_0/Rendered/PDF/MutualOfundsOi0challengesOto0growth.pdf.

Los fondos de inversión utilizados para financiar empresas, que normalmente no cotizan en el mercado de capitales (como las PYMES), son un tipo especial de fondo de inversión que no utiliza sus recursos para crear carteras de activos bursátiles y son también de uso reciente. Se trata de vehículos de inversión especializados, cuyo funcionamiento consiste en reunir recursos de inversores institucionales; crear tanto un fondo de inversión como una sociedad administradora y, por último, canalizar los recursos en forma de capital de riesgo u otros mecanismos de financiación permanente para las empresas. Estos fondos de inversión especializados invierten en las PYMES mediante alguno de los siguientes instrumentos:

- Acciones ordinarias: participaciones de capital que constituyen fondos propios para la empresa y cuentan con derecho de voto.
- Acciones preferentes: participaciones de capital con un dividendo preferente, mayor exigibilidad y sin derecho de voto.
- Préstamos participativos o subordinados: créditos sin garantías que devengan intereses vinculados al desempeño de la empresa y son casi capital.
- Préstamos convertibles: créditos que generan intereses (a tasa fija o variable) y que pueden ser convertidos en acciones, de manera opcional, a elección de la administradora del fondo de inversión.

En general, los fondos de inversión aplican criterios de diversificación y control de riesgos, por lo que orientan sus recursos para invertir en PYMES que cuentan con una gestión competente y profesional; operan en mercados en crecimiento; poseen ventajas competitivas; muestran perspectivas positivas de rentabilidad y, a futuro, admitirían una salida viable a mediano o largo plazo, entre otras características. Asimismo, los fondos buscan aportar no solo financiamiento, sino asesoría y valor agregado en aspectos como diseño de estrategia; administración profesional; cambio tecnológico; control financiero; mercadotecnia y búsqueda de nuevos socios (financieros, estratégicos o tecnológicos).

Por su parte, las autoridades reguladoras del sector financiero buscan estimular este tipo de esquemas mediante la emisión de normas diseñadas para promover el desarrollo de la industria de los fondos de inversión; ajustar el régimen aplicable a los inversores institucionales para que puedan realizar este tipo de inversiones; y establecer un tratamiento tributario adecuado para estas alternativas de inversión¹²⁸.

La mayoría de los países de América Latina cuentan con fondos de inversión para fomentar el desarrollo de proyectos, empresas y PYMES. En Argentina, se denominan

128. Instituto Iberoamericano del Mercado de Valores (2002). Consultado en: <http://www.iimv.org/iimv-wp-1-0/resources/uploads/2014/12/RafaelCarranza.pdf>.

fondos comunes de inversión PYMES y su objetivo es invertir como mínimo el 75% del activo del fondo en instrumentos de financiamiento de PYMES. En agosto de 2016, operaban 26 de estos fondos, con un patrimonio total neto equivalente a 830 millones de dólares. En Argentina también existen fondos abiertos. En Bolivia, los llamados fondos de inversión cerrados¹²⁹ están orientados a financiar a las pequeñas y medianas empresas, tanto en moneda nacional como en moneda extranjera, y canalizan recursos de inversores institucionales como las aseguradoras y las administradoras de fondos de pensiones (AFP). En febrero de 2016 operaban 22 fondos de inversión cerrados, con una cartera de alrededor de 1.176 millones de dólares.

En el caso de Colombia, los fondos de capital privado están definidos como fondos de inversión colectiva cerrados y la regulación aplicable establece que deben destinar dos terceras partes de su patrimonio para adquirir activos o derechos que no estén inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE). De acuerdo con este régimen, los fondos de capital privado son un vehículo para que las PYMES obtengan recursos. Cabe comentar que, para fomentar el crecimiento de este esquema, se aumentaron los límites de inversión permitidos a los inversores institucionales (fondos de pensiones y cesantía, así como compañías de seguros).

En Perú, los fondos de inversión son gestionados por una sociedad administradora de fondos de inversión (SAFI), entidad autorizada y supervisada por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV). Las SAFI pueden administrar tanto fondos constituidos por oferta pública como por oferta privada, pero para mantener su inscripción en el Registro Público del Mercado de Valores (RPMV) deben administrar, al menos, un fondo constituido por oferta pública. Al cierre de 2015, el patrimonio de los fondos de inversión colocados por oferta pública en Perú llegó a 866 millones de dólares, con 26 fondos en operación y 558 partícipes. El 51% del patrimonio administrado por estos fondos se destina a financiar capital de trabajo, principalmente mediante operaciones de factoraje operativo o arrendamiento financiero (31%) y también mediante la adquisición de acreencias de pequeñas y medianas empresas (20%). Adicionalmente, el 8% del patrimonio total son fondos de capital de riesgo (*private equity*) en empresas no corporativas. De esta forma, considerando el patrimonio de los fondos que invierten en acreencias y de los fondos de capital en riesgo, alrededor de 243 millones de dólares se destinan a otorgar financiamiento al segmento PYMES.

En el caso de Brasil, tal y como se ha comentado en el apartado anterior, en 1994 la Comisión del Mercado de Valores (CVM) reguló a los denominados fondos de

129. Un fondo de inversión cerrado es un mecanismo de inversión constituido con las aportaciones de diversos participantes, cuyo patrimonio y duración se encuentran previamente determinados. Estos fondos no tienen permitido rescatar directamente las participaciones colocadas entre el público.

inversión centrados específicamente en participaciones societarias, a través de la introducción de los fondos de inversión en empresas emergentes (FMIEE). Estos fondos solo podían invertir en empresas emergentes con características y propósitos limitados, por lo que la iniciativa no benefició a los inversores que buscaban invertir en empresas distintas. En 2003, la CVM reguló los fondos de inversión en participaciones (FIP), que se deben constituir como fondos cerrados y se pueden ofrecer exclusivamente a inversores calificados, tanto en la colocación como en el mercado secundario. De acuerdo con la regulación, los FIP deben mantener al menos el 90% de sus inversiones en valores emitidos por empresas brasileñas, abiertas o cerradas (acciones, obligaciones o bonos de suscripción). Además, deben tener influencia efectiva en el establecimiento de la política estratégica y la gestión de las compañías en las que participan, a través de la designación de miembros del Consejo Administrativo. Estos fondos no pueden tomar préstamos, pero pueden recibir apoyo financiero directo de organismos y agencias de promoción, como los bancos de desarrollo. Cabe comentar que la mayoría de las inversiones de los FIP se realizan en empresas privadas, mediante capital de riesgo, con la intención de aprovechar el potencial de crecimiento y valor de las empresas en las que invierten.

Brasil también cuenta con los fondos de inversión en empresas emergentes (FMIEE), que son constituidos en la forma de un fondo cerrado, con una duración máxima de diez años. Los recursos deben ser invertidos en una cartera diversificada de valores mobiliarios emitidos por empresas emergentes (aquellas cuyas ventas anuales netas o ventas netas consolidadas sean menos de 47 millones de dólares el año anterior a la adquisición de los valores). Los FMIEE deben mantener al menos 75% de sus inversiones en acciones, obligaciones o bonos de suscripción emitidos por empresas emergentes, y deben invertir el resto de su patrimonio en participaciones en fondos de renta fija, valores de renta fija y/o valores de compañías listadas (adquiridos en la bolsa de valores o en el mercado OTC). Por último, la CVM también introdujo en Brasil la figura de los fondos de acciones, con la intención de crear un tipo específico de fondo de inversión que pudiese invertir su patrimonio en compañías abiertas y cerradas que aún no hubieran realizado una oferta pública de acciones, pero que cuentan con potencial para listarse en bolsa y abrir su capital en un futuro cercano. Estos fondos deben invertir dos terceras partes de sus recursos en acciones de compañías listadas en el mercado de acceso de la bolsa de valores. Cuando se constituyen como fondos cerrados, pueden invertir un tercio de sus recursos en acciones, obligaciones, bonos de suscripción u otros valores emitidos por compañías cerradas, siempre que se cumplan las siguientes condiciones: a) el fondo tiene influencia efectiva en la política estratégica y la gestión de la empresa; y b) en caso de que la empresa se liste en bolsa, la empresa y el fondo están obligados a participar en la bolsa de valores para asegurar el establecimiento de buenas prácticas de gobierno corporativo.

Para el caso de México existen diversas iniciativas gubernamentales y privadas que proveen fondos de capital para las pequeñas y medianas empresas¹³⁰. Existen fondos privados de inversión que aportan capital de riesgo, emprendedor o *venture capital* que apoyan a las empresas durante su etapa de emprendimiento; además estos fondos u otros canalizan recursos para las empresas que ya se encuentran consolidadas; pero que necesitan potencializar su crecimiento. También existen fondos institucionales, los cuales canalizan recursos para invertir en diferentes valores, ya sea deuda pública, acciones y en algunos vehículos especializados para financiar proyectos especiales, tal es el caso de los Certificados de Capital de Desarrollo (CKD). También existen iniciativas de gobierno que apoyan a las pequeñas y medianas empresas y se podrían clasificar en: fondos, programas operativos y campañas, iniciativas, certificaciones y herramientas. Los fondos son bolsas de recursos que se distribuyen a varias instancias, incluyendo a los emprendedores y PYMES; estos fondos no producen servicios ni entregan apoyos por sí mismos; y los recursos ejercidos no necesitan ejercerse en un determinado año fiscal¹³¹.

La regulación de la República Dominicana contempla los vehículos especiales llamados fondos de inversión y, de manera específica, incluye fondos cerrados de desarrollo de sociedades, que son fondos de inversión cerrados, administrados por una sociedad administradora autorizada por la Superintendencia de Valores y cuyo objetivo es el desarrollo de sociedades y empresas. Estos de fondos invierten sus recursos en capital para impulsar a sociedades con potencial de crecimiento y desarrollo, que requieren financiamiento. Para poder recibir los recursos de los fondos, estas sociedades deben cumplir los siguientes requisitos: estar domiciliadas en la República Dominicana; ser sociedades anónimas o de responsabilidad limitada; no estar inscritas en el Registro del Mercado de Valores y Productos (RMVP); y no realizar actividades del sector financiero. En ese sentido, la normativa autoriza a los fondos de inversión cerrados de desarrollo de sociedades a invertir, como mínimo, el 60% de su activo en valores representativos de capital y valores representativos de deuda emitidos por sociedades que cumplan con los requisitos señalados. Asimismo, los fondos no podrán invertir más del 20% del total de su activo en una misma sociedad. No obstante, la Superintendencia podrá autorizar el incremento de dicho porcentaje hasta en un 40%, a solicitud de la administradora y previo informe del comité de inversiones.

130. Observatorio Nacional del Emprendedor. *Construcción, generación y análisis de indicadores para medir el estado y la evolución del ecosistema emprendedor en México*. En: <http://www.one.inadem.gob.mx/images/ConstrucciongeneracionyAnalisisdeIndicadoresparamedirEcosistemaEmprendedorMxico.pdf>

131. Observatorio Nacional del Emprendedor. *Análisis transversal del gasto en política de apoyo a emprendedores y MiPyMEs*. En: <http://www.one.inadem.gob.mx/images/Analisistransversaldelgastoenpoliticas-deapoyoemprendedoresyMiPyMEs.pdf>

Finalmente, la regulación vigente en Ecuador (Ley del Mercado de Valores, Libro II del Código Orgánico Monetario y Financiero) y El Salvador (Ley de Fondos de Inversión) contempla normas aplicables a los fondos de inversión que, de manera implícita, permitirían la creación de fondos orientados a promover el financiamiento de las PYMES. Sin embargo, hasta ahora todavía no se han creado iniciativas específicas enfocadas a proveer de recursos a este sector.

5. Titulización de activos

En general, la titulización, titularización, securitización o bursatilización de activos es un modelo de financiamiento consistente en que una empresa (originador o cedente) transfiere parte de sus activos, que suelen ser relativamente homogéneos, a fin de conformar el patrimonio de una figura legal expresamente creada para la operación (vehículo especial), la cual recibe los activos y emite títulos negociables en un mercado organizado (valores respaldados por activos), cuyo valor de colocación es recibido por la empresa cedente. Los activos cedidos pueden ser diversos, ya sea bienes productivos, flujos de pago y/o derechos sobre flujos futuros (por ejemplo, créditos hipotecarios, cuentas por cobrar, instrumentos financieros, arrendamientos de bienes y flujos futuros derivados de proyectos o inversiones, entre otros) y los instrumentos emitidos son títulos de deuda, usualmente certificados bursátiles, que deben contar con una calificación de riesgo otorgada por una agencia calificadora autorizada.

El objetivo de la operación es transformar activos, cuya naturaleza original no permite que se negocien en el mercado bursátil, normalmente activos de baja liquidez, en títulos negociables cuya colocación genera liquidez inmediata para el originador. Así, la titularización constituye uno de los mecanismos utilizados por las empresas para acelerar su crecimiento e invertir en nuevos proyectos, ya que permite intercambiar los flujos de recursos que generan sus activos por recursos disponibles para financiar sus actividades.

Al respecto, es importante destacar que este vehículo de financiamiento no es especial o exclusivo para las PYMES. Sin embargo, es un esquema que las empresas pequeñas y medianas podrían utilizar para convertir sus activos poco líquidos en una fuente de recursos que les permita financiar nuevos proyectos. En España, existen desde el año 2000 los Fondos de Titulización de Activos para PYMES, FTPYME¹³². Se trata de un programa de apoyo a la financiación bancaria de las PYMES españolas, a través de la constitución de fondos de titulización de activos. El Estado apoya las operaciones avalando una parte de los bonos emitidos por el fondo y, a cambio, las

132. <http://www.ipyme.org/es-ES/Financiacion/FondosTitulizacionfinanciacion/Paginas/QueSon.aspx>

entidades de crédito cedentes de activos a esos fondos se comprometen a reinvertir una parte (el 80%) de la liquidez obtenida en la financiación de PYMES¹³³.

En Latinoamérica, las experiencias en titularización comienzan al inicio de 2000 y, de acuerdo con información del Banco de Pagos Internacionales, el mercado de los valores respaldados por activos (*asset backed securities*, ABS) creció con rapidez durante esa primera década, en la que casi dos terceras partes de la actividad regional en este mercado se realizaba en México y Brasil.

Al respecto, en México las operaciones de bursatilización se realizan a través de un fideicomiso, como vehículo especial, que recibe los activos y emite los títulos de deuda, estos pueden ser certificados bursátiles fiduciarios y en un caso poco común certificados de participación ordinarios (CPO). El fideicomiso puede ser un banco, una casa de bolsa o una operadora de sociedades de inversión; debe contar con autorización del Banco Central (Banco de México); los CPO deben estar inscritos en el Registro Nacional de Valores (RNV) y la oferta pública de los títulos debe ser autorizada por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV). Al respecto, al cierre de 2015 el valor total de los bonos respaldados por activos productivos colocados en el mercado de valores mediante bursatilizaciones fue de 2,170 millones de dólares.

En Argentina, la regulación estableció la figura del fideicomiso financiero PYME, es decir, una figura específica con características distintivas que tiene como requisito que como mínimo el 70% de los activos hayan sido aportados por fiduciantes PYMES, y/o que como mínimo el 70% de los activos estén constituidos por créditos de operaciones realizadas con PYMES.

En Bolivia, la regulación permite la titularización de activos, aunque no se realizan numerosas operaciones de este tipo. Sin embargo, recientemente dos PYMES (una comercializadora de partes automotrices y otra dedicada al suministro de electricidad y gas) efectuaron operaciones de titularización en el mercado de valores. Por su parte, El Salvador y la República Dominicana cuentan con legislación para la titularización de activos, pero aún no se han tenido experiencias de financiamiento a través de este vehículo en ninguno de los dos países.

En Ecuador recientemente se reformó la Ley de Mercado de Valores en materia de titularización de activos. La reforma estableció que únicamente se pueden realizar estas operaciones mediante un fideicomiso mercantil y que solo pueden estructurarse

133. Desde su inicio en el año 2000, el Estado español concedió avales por 15.500 millones de euros a un total de 67 fondos, cuyo importe total de emisión fue de más de 50.640 millones de euros. Al mes de agosto de 2016, quedan activos 12 fondos y se han amortizado avales por un valor de 15.237 millones de euros. Gracias a los FTPYME, las empresas han recibido 50.650 millones de euros en los últimos 15 años.

procesos de titularización a partir de los siguientes bienes o activos: valores representativos de deuda pública; valores inscritos en el catastro público del mercado de valores; cartera de crédito; inmuebles; derechos de cobros sobre ventas futuras esperadas; bienes o derechos susceptibles de generar flujos futuros; y proyectos susceptibles de generar flujos futuros. Finalmente, en el caso de Honduras, la Ley de Titularización se encuentra en estudio y elaboración, para su posterior emisión.

La mejora de las titulizaciones ha sido objeto de atención prioritaria por parte de las autoridades españolas y europeas¹³⁴. En España la Ley 5/2015 de fomento de la financiación empresarial¹³⁵ racionalizó la normativa existente sobre titulización, y unificó en una única categoría legal *fondos de titulización de activos*; flexibilizó el régimen jurídico dando la posibilidad a que las sociedades gestoras que administran los fondos de titulización abiertos, puedan realizar una gestión activa de la cartera titulizada; además, introdujo la posibilidad de incorporar la figura de la “junta de acreedores”, la cual “se presume facultada para acordar lo necesario en la mejor defensa de los legítimos intereses de los acreedores del fondo de titulización” (art. 37 de la ley)¹³⁶.

6. Emisión de certificados bursátiles fiduciarios

Una alternativa para financiar empresas y/o proyectos es la constitución de fideicomisos especializados, que pueden emitir títulos de deuda o certificados de participación para obtener recursos en el mercado de valores. Al igual que en el caso de otros instrumentos de fondeo, la constitución de estos fideicomisos especializados es una herramienta que pueden utilizar empresas de diverso tamaño, entre ellas, las PYMES, aunque no es un esquema diseñado especialmente para estas últimas.

En México, en 2009 se establecieron los requisitos para emitir títulos en el mercado de valores con la finalidad de invertir los recursos obtenidos para financiar el

134. El “Establecimiento de una titulización sostenible” es uno de los objetivos prioritarios contenidos en el “Libro Verde: Construir una Unión de los Mercados de Capitales /* COM/2015/063”. Paralelamente a dicho Libro Verde, la Comisión está realizando una consulta pública sobre las posibles medidas concretas para alcanzar un mercado de titulizaciones de alta calidad sostenible, basado en instrumentos de titulización simples, transparentes y normalizados, mediante el documento de consulta An EU framework for simple, transparent and standardised securitisation” de 18 de febrero de 2015, que se puede consultar bajo el siguiente enlace: http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/securitisation/index_en.htm.

135. Esta ley venía precedida por otros proyectos normativos tendentes a fomentar nuevos cauces de financiación no bancaria. En este sentido, podemos destacar la creación del Mercado Alternativo de Renta Fija, mencionado en el capítulo anterior, y la Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, que tiene por objeto reorientar el sector capital-riesgo hacia la financiación de empresas en sus primeras fases de expansión.

136. Fernando Álvarez-Cienfuegos Rico, “El impulso normativo de las formas de financiación alternativa en la economía española”. *Revista Iberoamericana de Mercados de Valores*, n° 45, julio 2015. www.rimv.org

desarrollo de proyectos y diversas sociedades. Estos vehículos buscan canalizar recursos de inversión a sectores y actividades con potencial de crecimiento a largo plazo, como los sectores energético, inmobiliario, de infraestructura o de tecnología, pero también pueden invertir en empresas que realizan otras actividades.

Los títulos señalados se denominan certificados de capital de desarrollo (CKD) y son instrumentos de capital con plazo de vencimiento, cuyo rendimiento depende de la rentabilidad de los proyectos y sociedades en los que se invirtió. Posteriormente, en enero de 2014, México reformó la Ley del Mercado de Valores (LMV) y, como parte de dicha reforma, se formalizaron la definición, las características y el régimen de gobierno corporativo¹³⁷ de los certificados de capital de desarrollo (CKD).

Los CKD deben estar inscritos en el Registro Nacional de Valores (RNV); pueden ser colocados mediante o sin oferta pública; y su emisión se realiza a través de un fideicomiso constituido en una institución de crédito, casa de bolsa o una sociedad operadora de fondos de inversión, cuyo fideicomitente y administrador es una sociedad con experiencia en realizar inversiones de capital privado y capital de riesgo. Al respecto, los administradores reciben una contraprestación por identificar proyectos y/o sociedades mexicanas en los que el fideicomiso puede invertir de manera directa o indirecta, ya sea otorgando financiamiento a dichos proyectos y/o sociedades, o bien, participando en su capital social mediante la compra de acciones. Los administradores cuentan con un periodo de inversión de entre cuatro y seis años. Después de este periodo, el fideicomiso comienza a reducir sus inversiones¹³⁸, hasta el vencimiento del plazo de los CKD. Al cierre de 2015 existían 58 fideicomisos relacionados con certificados de capital de desarrollo, con un monto total de 5.459 millones de dólares.

137. Los vehículos emisores de los CKD deben contar con un ambiente de gobierno corporativo que brinde transparencia sobre la administración de los recursos del fideicomiso. Dicho gobierno corporativo incluye, entre otros, los siguientes elementos: la Asamblea de Tenedores y el Comité Técnico son los principales órganos de gobierno; el Comité Técnico está integrado por 21 miembros máximo, con al menos 25% de integrantes independientes; y derechos para los socios minoritarios (por ejemplo, la posibilidad de nombrar un representante en el Comité Técnico con una tenencia de 10% de los CKD en circulación).

138. Uno de los mecanismos de salida para la inversión de los CKD es vender las acciones de los proyectos y/o las sociedades en el mercado de valores, mediante una oferta pública inicial, siempre que dichos proyectos y/o sociedades estén listos para cambiar su figura social a la modalidad de sociedad anónima promotora de inversión bursátil (SAPIB) o sociedad anónima bursátil (SAB).

Certificados de capital de desarrollo emitidos en México (diciembre de 2015)

Destino de la inversión del fideicomiso emisor	Número de fideicomisos	Monto (millones de dólares)	Monto máximo a administrar (millones de dólares)
Proyectos de infraestructura	13	1.544,67	3.551,84
Inversión privada	20	1.304,77	2.518,52
Sector inmobiliario	14	1.376,96	2.082,68
Inversión privada en deuda	6	635,83	1.428,10
Proyectos de infraestructura y energía	5	594,44	1.150,81
Total	58	5.460,67	10.731,95

Fuente: CNBV.

Además, en 2015 la CNBV publicó la regulación aplicable a nuevos instrumentos denominados certificados bursátiles fiduciarios de proyectos de inversión (CERPI¹³⁹), certificados cuyos recursos de la emisión se destinan a financiar proyectos, así como a la inversión en acciones, partes sociales o al financiamiento de sociedades, ya sea directa o indirectamente a través de uno o varios vehículos de inversión, que si bien son similares a los CKD, estos instrumentos deben colocarse mediante oferta pública restringida; por lo que solo pueden ser adquiridos por inversores de tipo institucional (administradoras de fondos para el retiro, aseguradoras) e inversores calificados para participar en ofertas restringidas, tanto extranjeros como nacionales; y están sujetos a un régimen de gobierno corporativo menos estricto. Aunque es importante hacer mención que estos instrumentos también pueden colocarse sin que medie oferta pública.

Por otra parte, la República Dominicana también cuenta con regulación en materia de fideicomisos de oferta pública de valores, los cuales se definen como la modalidad de fideicomiso constituido con el fin ulterior y exclusivo de respaldar un programa de emisiones de valores de oferta pública, realizado por el fiduciario con cargo al patrimonio del fideicomiso. En este caso, se establece que el patrimonio del fideicomiso de oferta pública de valores podrá estar constituido por bienes y activos diversos¹⁴⁰ transferidos por el fideicomitente al fiduciario, quien ejercerá sobre ellos

139. CNBV. DOF 31 de diciembre de 2015. http://dof.gob.mx/nota_detalle.php?codigo=5422005&fecha=31/12/2015

140. Bienes y activos de naturaleza mobiliaria o inmobiliaria, corporal o incorporeal, tales como bienes inmuebles, proyectos inmobiliarios, valores y flujos generados por bienes o proyectos.

dominio fiduciario para sustentar la emisión de valores respaldados por activos, colocados mediante oferta pública. No obstante, hasta el momento este tipo de fideicomiso todavía no se ha utilizado para financiar a las PYMES.

7. Otros vehículos e iniciativas de financiación de las PYMES a través de los mercados de valores

Cheques de pago diferido

El descuento de cheques de pago diferido en el mercado de capitales es un sistema mediante el cual una empresa o persona libera cheques de pago diferido o posee cheques de pago diferido por cobrar de terceros, es decir, cheques con vencimiento en una fecha futura (máximo 360 días posteriores), los cuales puede los negocia o descuenta adelantar su cobro al venderlos en el Mercado de Valores para anticipar su cobro.

En Argentina, actualmente los instrumentos de negociación directa que existen en el mercado son cheques de pago diferido y pagarés, ambos avalados por una sociedad de garantía recíproca, los cheques de pago diferido cuentan con dos sistemas de negociación: avalado y patrocinado. En el sistema avalado, solo las pequeñas y medianas empresas o las personas físicas pueden negociar cheques propios o de terceros (clientes), a través de su incorporación como socio partícipe en una sociedad de garantía recíproca (SGR) autorizada para cotizar cheques en el Mercado de Valores de Buenos Aires (MERVAL) o en el Mercado Argentino de Valores (MAV). En el sistema patrocinado, las empresas grandes o las PYMES (solo sociedades comerciales legalmente constituidas, cooperativas, asociaciones civiles, mutuales o fundaciones) son autorizadas por los mercados para emitir cheques de pago diferido, que se utilizan para pagar proveedores y que pueden ser negociados en el mercado de capitales¹⁴¹. De esta forma, PYMES proveedoras de grandes empresas pueden financiarse a través de los mercados de capitales a tasas competitivas. Existen otras modalidades de negociación de cheques de pago diferido en el MAV.

En Latinoamérica, este vehículo de financiamiento para las PYMES se aplica principalmente en Argentina. La experiencia indica que la mayor parte de las PYMES en Argentina se acerca al mercado de valores negociando con esta herramienta, para después utilizar otros instrumentos de financiación bursátil. Actualmente, los instrumentos de negociación directa en el mercado que existen en Argentina son

141. Bolsa de Comercio de Buenos Aires. Consultado en: <https://www.bolsar.com/Vistas/Investigaciones/Pymes.aspx>

mayoritariamente cheques de pago diferido y pagarés, ambos avalados por una sociedad de garantía recíproca.

Mesa de negociación y bonos participativos

Es un mecanismo administrado por la Bolsa Boliviana de Valores (BBV) y regulado por la Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero (ASFI), en el que exclusivamente 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.

Por otra parte, mediante Resolución ASFI n° 75/2016, de 4 de febrero de 2016, se aprobó como una nueva alternativa de financiamiento para las pequeñas y medianas empresas, los denominados “bonos participativos”, proyecto trabajado en coordinación con la Bolsa Boliviana de Valores S.A. (BBV) y que básicamente consiste en la emisión de valores representativos de deuda, caracterizados por el pago de un interés fijo además de un interés variable, el cual será definido por la PYME emisora, en función a su desempeño económico y financiero.

Negociación facturas

En la Bolsa de Productos de Chile¹⁴² se ha desarrollado un esquema de financiamiento de corto plazo para las PYMES mediante la negociación de las facturas que se emitan con arreglo a las disposiciones de la Ley n° 19.983, que reflejen toda clase de operaciones civiles o comerciales con bienes o servicios.

● Comentarios finales

En Iberoamérica se han instrumentado diversos vehículos especiales e iniciativas para financiar la operación de las pequeñas y medianas empresas a través del mercado de valores, como una alternativa de financiamiento para apoyar el desarrollo de este sector empresarial. Al respecto, se observan distintos niveles de avance en los países, aunque en todos ellos las autoridades financieras han publicado disposiciones para impulsar el uso de nuevos esquemas de financiación que propicien el crecimiento de las PYMES.

Cabe señalar que estos vehículos e iniciativas son complementarios a otros esquemas de financiamiento e impulso para las PYMES. En este sentido, se siguen

142. <http://www.bolsamipyme.cl/#bpc>

manteniendo múltiples programas de crédito y asesoría a través de la banca de desarrollo (como la Banca de las Oportunidades, en Colombia; la Comisión Nacional de la Micro y Pequeña Empresa, en El Salvador; la Institución Financiera de Desarrollo, en Portugal; la Corporación Nacional para el Desarrollo, en Uruguay; y Nacional Financiera, en México). También se llevan a cabo estrategias para impulsar el crecimiento de las PYMES que no necesariamente están vinculadas con el otorgamiento de recursos. Por ejemplo, en Uruguay se cuenta con incubadoras de empresas, programas de apoyo a emprendedores y entidades de microfinanzas, mientras que, en Portugal, se organizan foros para discutir los factores que, hasta ahora, han dificultado un papel más relevante del mercado de capitales en el financiamiento de las empresas.

En cuanto a los vehículos especiales, los fondos de inversión especializados son la iniciativa más utilizada en la región; no obstante, en la mayoría de los casos este tipo de mecanismo podría ser utilizado no solo por PYMES, sino por empresas de cualquier tamaño. Cabe señalar que, en algunos países, se cuenta con el marco regulatorio pertinente para establecer un fondo de inversión de esta naturaleza, pero aún no se ha realizado ninguna operación en el mercado. Por su parte, la titulización o titularización de activos es una herramienta menos utilizada y, aunque se encuentra regulada o en proceso de discusión en varios países, no está tan extendida como otros vehículos financieros.

El uso del mercado de valores para financiar a las pequeñas y medianas empresas es una alternativa que podría complementar otros esquemas de apoyo a este sector. No obstante, la situación actual en la región es heterogénea y aún queda mucho trabajo por hacer para impulsar este tipo de esquemas de financiamiento.