

LA FINANCIACIÓN DE LAS PEQUEÑAS Y MEDIANAS EMPRESAS EN IBEROAMÉRICA

SUMARIO: I. LA FINANCIACIÓN EMPRESARIAL EN GENERAL Y DE LAS PYMES EN PARTICULAR: 1.1. Posición de las PYMES en el tejido empresarial de los países iberoamericanos y características generales de su financiación. 1.2. Características de las PYMES. 1.3. Entidades financiadoras. 1.4. Instrumentos de financiación adaptados a las PYMES. II. LAS INICIATIVAS Y ORGANISMOS PÚBLICOS DE AYUDA A LA FINANCIACIÓN DE PYMES: 2.1. Organismos públicos de ayuda a la financiación de PYMES. 2.2. Iniciativas de ayuda a la financiación de PYMES. III. EL ACCESO DE LAS EMPRESAS EN GENERAL Y DE LAS PYMES EN PARTICULAR A LOS MERCADOS DE VALORES: 3.1. Los requisitos generales de acceso y las dificultades de acceso de las PYMES. 3.2. Costes fijos y umbrales de rentabilidad. 3.3. Iniciativas adaptadas para el acceso de las PYMES a los mercados de valores.

I. LA FINANCIACIÓN EMPRESARIAL EN GENERAL Y DE LAS PYMES EN PARTICULAR

1.1. Posición de las PYMES en el tejido empresarial de los países iberoamericanos y características generales de su financiación

Síntesis: En el tejido empresarial de los distintos países iberoamericanos, las PYMES tienen una importancia creciente tanto por su desarrollo cuantitativo como por sus efectos cualitativos desde el punto de vista de cohesión social, de

creación de empleo, de flexibilidad exportadora, de capacidad de adaptación a los ciclos económicos, etc (ver Tabla 1). Sin embargo, en la práctica, en la totalidad de los países se constatan las dificultades que tienen este tipo de empresas para acceder a vías de financiación eficientes, bien en el ámbito de la banca privada o bien en el del mercado de valores. Estas dificultades responden, en ambos casos y en gran medida, a la falta de transparencia de las PYMES, lo que sitúa en una posición de información asimétrica a estas empresas que precisan ser financiadas y a las entidades que disponen de los flujos aptos para financiarlas, bien sean bancos, entidades de crédito o entidades financieras, en el mercado bancario o inversores, en el mercado de valores. Las carencias informativas de estos financiadores potenciales se traducen bien en una negativa a destinar recursos para financiar las PYMES o bien en el establecimiento de condiciones más gravosas que compensen el riesgo que aquella opacidad comporta para los financiadores. Por lo anterior, los Estados suelen establecer mecanismos específicos que faciliten la financiación de las PYMES, bien a través de programas adaptados a este tipo de empresas o bien mediante garantías directas o indirectas a favor de las mismas.

Argentina: Tras la severa crisis económica y social sufrida en los años 2001 y 2002, se ha experimentado una vigorosa recuperación de la economía Argentina. Esta fase de recuperación ha tenido a las PYMES como protagonistas estelares y se ha caracterizado por los siguientes rasgos: a) La fuerte recuperación que ha experimentado la actividad empresarial, particularmente la creación de nuevas empresas. b) El fuerte incremento del empleo registrado en PYMES. Entre 2002 y 2005 el segmento de MIPYMES aumentó el empleo de fuerza de trabajo en un 47%, mientras las grandes empresas lo hicieron un 22% durante el mismo período. c) El notable desempeño de algunas ramas industriales que poseen una fuerte presencia de PYMES (los sectores textil, alimentos, metal mecánica y edición e impresión, software, turismo, comercio, etc.). d) El desempeño exportador de las PYMES, las cuales han participado activamente en el crecimiento de las exportaciones con un crecimiento del 57% entre 2002 y 2005, acompañando el crecimiento general de las exportaciones argentinas. e) El papel de las PYMES en el proceso de formación de capital. f) El fuerte crecimiento que se ha producido en el crédito bancario hacia las PYMES, el cual ascendió un 30% si comparamos 2006 con respecto a 2005.

Tabla 1: Posición de las PYMES en el tejido empresarial

Países	Peso de PYMES sobre el total del tejido empresarial	Porcentaje de empleos de pymes sobre total	Peso económico de pymes (% del PIB)
Argentina	99,5%	39%	45,1% ¹
Bolivia	No disponible	No disponible	No disponible
Brasil	99,7%	57%	30%
Chile	98,7%	50%	No disponible
Colombia	96%	63%	25%
Costa Rica	97,9%	48%	28%
El Salvador	96,9%	50%	24% - 36%
España	99,9%	81,66%	No disponible
Honduras	98%	45%	18%
Nicaragua	80%	60%	No disponible
Panamá	36%	12%	11%
Perú	98,35%	88%	No disponible
Rep. Dominicana	No disponible	27%	No disponible
Venezuela	92,5%	41,5%	4,89%

Fuente: información facilitada por las Comisiones y Superintendencias colaboradoras del Estudio.

1. Valor de ventas de PYMES sobre el total de ventas de empresas.

Bolivia: El financiamiento empresarial actualmente es ventajoso para el caso de empresas grandes ya que, por el exceso de liquidez, estas empresas constantemente están siendo tentadas por la banca para ofrecerles créditos con mejores condiciones. Las PYMES también se han beneficiado en este aspecto desde el punto de vista de acceso al crédito pero sus condiciones financieras no son de las mejores lo que les limita su capacidad de crecimiento ya que gran parte de sus utilidades son destinadas a pagar el costo financiero.

Brasil: La importancia del sector de las MIPYMES se observa por las cifras que representan en la economía del país: es el responsable del 40% de los ingresos de los sectores de industria, comercio y de servicios; y supone el 30% del Producto Nacional Bruto. Además, son generadoras del 60% del trabajo, el 42% de los salarios, aunque sólo 2% del total de las exportaciones. La generación de empleos en las empresas formales alcanzó el total de 27.561.924 ocupaciones en 2002, siendo 57,2% por las MIPYMES, 15.757.076 empleados. El total de empresas en actividad en Brasil, en 2002, según los datos del Instituto

Brasileño de Estadística (IBGE), alcanzó 4.918.370 unidades, divididas entre los sectores de la industria, construcción, comercio y servicios. Las MPME representaran 99,7% del total. La necesidad de recursos financieros para las MPMEs nacionales es atendida, principalmente, por los bancos oficiales dadas las dificultades que tienen este tipo de empresas para acceder al mercado de valores mobiliarios (los altos gastos de las operaciones de pequeña escala, la dificultad de los empresarios en el ofrecimiento de las garantías tradicionales, el aislamiento geográfico, los riesgos, las tasas de interés elevadas y la carencia de la cultura cuanto a la disponibilidad de informaciones transparentes) y al mercado bancario privado (las incertidumbres económicas, fracasos en el lanzamiento de nuevos productos, que no están en el control de los empresarios, son algunos factores que comprometen directamente sus flujos de caja). De otro lado, las PYMES pueden ser atractivas a gestores de fondos de inversiones en “*private equity*” y estructuradores de operaciones conocidas como “*venture capital*”. Finalmente, es importante resaltar la edición de la Ley n°123, de 14 de diciembre de 2006, que establece el Estatuto Nacional de Micro y Pequeña Empresa, conocida como Ley General del MPE, que muestra la necesidad de tratamiento diferenciado y simplificado por la Unión, Estados y autoridades locales, principalmente en lo que concierne las compras del gobierno, bien como, para la Hacienda Pública y para las instituciones financieras que operan líneas de crédito y fondos constitucionales.

Chile: Según datos elaborados por la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras, a diciembre del 2004, de un universo aproximado de 700.000 empresas, un 80,6% son microempresas, un 15,1% pequeñas, un 3,0% medianas y un 1,2% grandes. Por lo tanto, aproximadamente un 18,1% de las empresas en Chile pueden ser clasificadas en la categoría de PYMES, las cuales explicarían un 20,2% del total de ventas, empleando a su vez un 49,6% de la fuerza laboral.

Colombia: Las PYMES representan alrededor del 96% del total de empresas del país, generan cerca del 63% del empleo, y aportan el 25% del PIB. El análisis de la estructura financiera de las Mipymes, refleja una marcada tendencia a recurrir al apalancamiento financiero usando como fuente mayor del mismo, recursos propios de la compañía y limitando el endeudamiento financiero a un relativo bajo porcentaje de los activos totales que, a pesar de

todo, presenta en la actualidad una tendencia creciente. La concentración de endeudamiento financiero a corto plazo y el poco peso que el endeudamiento financiero total representa como porcentaje del activo, refleja no sólo la posible existencia de barreras al acceso de endeudamiento a plazos superiores a un año, sino que permite suponer que las compañías recurren a fuentes alternativas de financiamiento, como por ejemplo proveedores. Entre las iniciativas gubernamentales para propiciar la creación de un ambiente adecuado para el correcto desarrollo de las pymes, a través de la promoción y creación de organizaciones y escenarios que les permitan avanzar en términos tecnológicos y de mayor acceso a financiamiento, encontramos la Ley n°590 del año 2000, conocida como Ley Mipymes, modificada posteriormente por la Ley n°905 de 2004.

Costa Rica: Alrededor de un 98% de las empresas costarricenses son Mipymes, que tradicionalmente han destinado su producción al mercado interno, aunque en los últimos años han empezado a contribuir al esfuerzo exportador del país. De acuerdo con los registros de la Caja Costarricense de Seguro Social, las empresas micro, pequeñas y medianas registradas en el régimen de salud a marzo del 2007 eran un total de 48.948, distribuidas en su mayoría entre micro empresas (68%) y pequeñas empresas (25%), concentradas predominantemente en los sectores de comercio y servicios, que dan empleo aproximadamente a un 48% de los trabajadores de la empresa privada. Se estima que el aporte de las Mipymes a la actividad económica del país para el año 2003 alcanzaba un 28% del Producto Interno Bruto (PIB), y en cuanto a la actividad exterior, representaban el 80% de las empresas exportadoras y generaban el 16% del valor total exportado en el año 2006. En respuesta al creciente protagonismo de las Mipymes dentro del parque empresarial costarricense, se aprobó la Ley de Fortalecimiento para las Pequeñas y Medianas empresas (conocida como Ley PYME), en abril de 2002, para brindar un marco institucional de apoyo a ese sector. Dentro de este contexto se ha dado especial énfasis al papel que el sector bancario puede cumplir como proveedor de recursos de financiamiento a las Mipymes, para lo cual se ha procurado intensificar la participación de entidades bancarias en dicho proceso. En la actualidad el peso del aporte de recursos financieros recae sobre dos bancos públicos, que a través de servicios de banca de desarrollo y fondos especiales, proporcionan crédito a las Mipymes, siendo las más beneficiadas con este flujo de recursos las microempresas, que han

acaparado la mayor proporción de créditos, y por sectores el más beneficiado ha sido el de servicios, seguido por el sector industrial y el sector comercio.

El Salvador: Al igual que la de la mayoría de países latinoamericanos, la economía salvadoreña destaca por la fuerte presencia de microempresas en torno al 90%, seguida de lejos por las pequeñas empresas (5,7%), las medianas (1,2%) y las grandes (1,6%). La participación de las micro y pequeñas empresas (MYPE) en el empleo y la producción es superado sustancialmente por las grandes empresas, a pesar de la participación que muestran las empresas pequeñas, con un 12,1% del empleo y un 19% de la producción. Al agregar las pequeñas empresas con las medianas (PYMES) se obtiene aproximadamente 20% en empleos y 33% en producción. Las estimaciones recientes establecen en 17.762 las empresas MYPE, generadoras de 320 mil empleos, en torno al 50% de la población ocupada. En cuanto a participación de las micro y pequeñas empresas en la producción, medida como porcentaje del PIB, se ubica entre 24% y 36%.

España: En la economía española las PYMES tienen un papel muy relevante. Según el Directorio Central de Empresas (DIRCE) del Instituto Nacional de Estadística, a 1 de enero del año 2006 había en España 3.161.480 PYMES (empresas comprendidas entre 0 y 249 asalariados). Es decir, el 99,87 por ciento de las 3.165.619 empresas que conforman el censo, excluida la agricultura y la pesca. La mayoría de las PYMES ejercen la actividad en el sector de los servicios. Se dedican principalmente a las actividades inmobiliarias, a la hostelería y al comercio al por menor de alimentos y bebidas. Aunque en los últimos años el mayor crecimiento se está produciendo en el sector de la construcción. En cuanto a la distribución por tamaño de asalariados, el mayor peso porcentual lo soportan las empresas sin asalariados, que suponen algo más del 51% del total de empresas. Aunque la evolución de este tipo de empresa dentro del conjunto, es descendente, ya que desde el 1 de enero de 1995, al 1 de enero de 2006, han pasado de representar el 58% al mencionado 51%.

Honduras: El sector de la MIPYME juega un papel significativo en la sociedad hondureña por el impacto directo en la generación de fuentes de empleo. Se estima que hay en Honduras alrededor de 258.000 MIPYMES que ocupan más de 750.000 personas, que aportan más del 30% al PIB. Sin embargo a

nivel interno de las MIPYMES se adolece de una serie de debilidades: i) No tienen financiamiento, ii) falta de conocimiento técnico y de capacitación, iii) Los sistemas de producción, implantado el método de producción masiva sin máquinas, iv) problemas de calidad y de diseños innovadores, v) no se han identificado nuevos nichos de mercado.

Nicaragua: El sector de las MIPYMES es muy dinámico en la generación de empleo, involucrando alrededor del 60% de la población económicamente activa. Representan alrededor del 80% del sector empresarial global. Requieren de bajos niveles de inversión y financiamiento para competir eficientemente, sin subsidios ni protección. Pueden lograr encadenamiento productivo vertical y horizontal.

Panamá: Según datos proporcionados por la Autoridad de la Micro, Pequeña y Mediana Empresa (AMPYME), los Registros Empresariales por tipo de Actividades Económicas muestra una mayor concentración en empresas que se dedican a actividades del sector comercio, seguidas, en su orden descendente las que orientan el giro de su actividad al sector de agricultura, seguido por actividades relacionadas con el sector de los servicios. Por otra parte, en los Registros por Facturación Anual o Ingresos Brutos, según el nivel de ingresos, se puede observar que existe una concentración de registros de Ideas de Negocios e Informales, continuando en orden descendente los registros de Micro Empresas, y en número significativamente menor los registros de Pequeñas y Medianas Empresas.

Perú: De acuerdo a un informe elaborado por la Comisión de Promoción de la Pequeña y Microempresa (Prompyme), a noviembre de 2004, en el Perú funcionaban alrededor de 2.518.617 empresas divididas en tres grandes grupos o sectores: El sector de Microempresas, integrado por alrededor de 2.477.285 unidades de las cuales 622.209 unidades pertenecen al sector formal y 1.855.075 unidades pertenecen al sector informal. El sector de Pequeña empresa está formado por 41.333 unidades, de las cuales 25.938 unidades pertenecen al sector formal y 15.395 al sector informal. El sector de la Mediana y Gran empresa está formado por 10.899 unidades, todas pertenecientes al sector formal. De lo anterior se deduce que funcionan mas de 2,5 millones de micro y pequeñas empresas formales e informales, que representan el 98,35%

del universo empresarial formal nacional. Este estrato empresarial se ha convertido en el más importante del país y ha crecido en un 29% entre 2001 y 2004. Solo el 1,65% del total de empresas está conformado por medianas y grandes empresas. Una de las principales fortalezas de las MIPYMES se encuentra en su capacidad para generar puestos de trabajo de manera intensiva. En este sentido, las MIPYMES se constituyen como el sector empresarial más importante en la generación de empleos en el país, aportando el 88% de los empleos del sector empresarial y generando 7.2 millones de puestos de trabajo.

República Dominicana: La actividad de las PYMES resulta básica para la economía del país debido a que son los agentes impulsores del dinamismo y de la innovación sobre los que se asienta el crecimiento de la productividad, de la renta y del empleo. Existen 365.000 micros, pequeñas y medianas empresas aproximadamente, que ofrecen al país cerca de 1,060,000 empleos a nivel nacional, y a la vez contribuyen con el 27% del producto interno bruto del país. Aprovechar este potencial económico requiere la existencia de un sistema que canalice hacia las PYMES, de forma eficiente, los recursos necesarios para financiar la inversión. Sin embargo, existe un fallo de mercado en este proceso, asociado a la información asimétrica principalmente, que impide disponer de unas condiciones satisfactorias de financiación para las PYMES. Las PYMES, con frecuencia, confrontan mayores problemas que las empresas grandes en cuanto al acceso a mercados, financiamiento y tecnología. Al objeto de paliar esta situación, surge el Anteproyecto de Ley de Fomento de la Micro, Pequeña y Mediana empresa dominicana, pendiente de la aprobación del Congreso Nacional, cuyo objetivo, entre otros, es la promoción del desarrollo integral de las pymes.

Venezuela: El parque industrial está conformado por más de siete mil establecimientos, el sector que genera el mayor nivel de exportaciones es el de productos minerales. Al cierre del segundo trimestre de 2006, el crecimiento de la actividad no petrolera es el elemento clave en la expansión de la economía real en su conjunto. Muestra de ello es el crecimiento del valor agregado en todos los sectores de la economía encabezados por las instituciones financieras y seguros (43,0%), comercio y servicios de reparación (17,1%), comunicaciones (21,3%), construcción (27,2%), transporte y almacenamiento (15,1%) y manufactura (6,9%).

1.2. Características de las PYMES

Síntesis: En el área iberoamericana, se pueden diferenciar cuatro tipos de empresas atendiendo a su dimensión: las microempresas, las pequeñas empresas, las medianas empresas y las grandes empresas. Según indicábamos en la Introducción de este Estudio, en él nos ocupamos de los primeros tres tipos de empresas identificándolas genéricamente como PYMES. En concreto, en los países del área se utilizan dos nociones para referirse al sector económico ajeno al de las grandes empresas: en algunos países se habla de la Micro, Pequeña y Mediana Empresa (MIPYME) mientras que, en otros, se habla de la Pequeña y Mediana Empresa (PYMES). Para diferenciar entre las microempresas, pequeñas empresas y medianas empresas se utilizan, en los diversos países, de manera única o combinada¹, los criterios del número de trabajadores que emplean, su volumen de ventas anual o la cifra del activo de su balance (ver Tabla 2). No faltan países que toman en consideración criterios de endeudamiento bancario o capacidad de acceso a determinados niveles o medios de financiación, lo que resulta particularmente interesante para este Estudio. En ocasiones, la diferenciación entre micro, pequeña y mediana empresa se determinará por la aplicación de fórmulas diferenciadas para el sector industrial y el de comercio y servicios.

Argentina: La CNV por medio de la Resolución General 506 del 2 de mayo de 2007 estableció los siguientes montos de promedio de ventas anuales por sector económico para que una empresa sea considerada PYME a los fines de la emisión de acciones y obligaciones y así gozar del procedimiento abreviado de registración. La siguiente tabla se encuentra en moneda local:

Sector Tamaño	Agropecuario	Industria y Minería	Comercio	Servicios	Construcción
Pequeña Empresa	6.080.000	15.000.000	22.200.000	6.732.000	6.000.000
Mediana Empresa	36.480.000	120.000.000	177.600.000	44.880.000	48.000.000

1. Un ejemplo lo encontramos en el acuerdo internacional, en el marco del MERCOSUR, reflejado en las Resoluciones Mercosur GMC N° 90, de 2003, y, 58, de 1998, que prepararon la política del apoyo a las MPME, mediante las cuales fueron definidos diversos parámetros (n° de empleados, ingresos con relación a las operaciones de exportación e importación) para la clasificación del tamaño de las empresas.

Estos valores duplican a los establecidos por la Subsecretaría de la Pequeña y mediana Empresas y Desarrollo Regional para cada categoría con el fin de beneficiar a las empresas pequeñas para que accedan al mercado de capitales. Existen además otras consideraciones que deben cumplir (propiedad del capital, etc.).

La Subsecretaría de la Pequeña y mediana Empresas y Desarrollo Regional por medio de la Disposición 147/2006 (23-10-06) estableció en los siguientes valores, en moneda local, el promedio de ventas anuales por sector económico para que una empresa pueda ser considerada micro, pequeña o mediana empresa:

Sector Tamaño	Agropecuario	Industria y Minería	Comercio	Servicios	Construcción
Microempresa	456.000	1.250.000	1.850.000	467.500	480.000
Pequeña Empresa	3.040.000	7.500.000	11.100.000	3.366.000	3.000.000
Mediana Empresa	18.240.000	60.000.000	88.800.000	22.440.000	24.000.000

Bolivia: Se consideran PYMES, a los efectos de su participación en Mesa de Negociación de la Bolsa a aquellas empresas cuyas ventas anuales de la última gestión auditada no sobrepase US\$.1.500.000. De acuerdo con el Ministerio de Trabajo y Microempresa, la clasifican atiende a tres criterios número de ocupados, volumen de ventas anuales y capital.

Brasil: De acuerdo con la Ley n° 123, de 2006, la microempresa puede ser definida como el empresario o la sociedad que tenga un resultado bruto igual o inferior a R\$ 240.000 y pequeña empresa es aquella que tenga resultado bruto anual superiores a R\$ 240.000 e igual o inferior a R\$ 2,4 millones. También se tiene en cuenta el número de empleados por sectores.

Chile: El Ministerio de Economía clasifica las empresas de acuerdo al nivel de ventas; de modo tal que considera que las empresas con ventas anuales hasta US\$ 82.000 son microempresas, las empresas pequeñas son las que venden entre US\$ 82.000 y US\$ 851.000 al año, las empresas medianas venden más de US\$ 851.000 pero menos que US\$ 3.450.000 al año y las empresas con ventas superiores a este monto son consideradas grandes. Otra forma, pero menos usada, de clasificar las empresas es a través del número de trabajadores

que emplea una determinada empresa, considerando a aquellas con menos de 4 trabajadores como microempresa, entre 5 y 49 pequeñas, entre 50 y 199 medianas y más de 200 grandes empresas. Además del nivel de ventas, las PYMES se caracterizan por tener un alto grado de heterogeneidad, participando en los más diversos sectores de la economía, centrándose las tres cuartas partes de ellas en los sectores agrícola, comercial, industrial, del transporte y la construcción.

Colombia: De acuerdo con los datos de Confecamaras, a diciembre del 2005, en las Cámaras de Comercio estaban registradas 183.397 personas jurídicas, distribuidas de la siguiente forma: Microempresas, 130.212; Pequeñas, 38.513; Medianas, 11.004; y Grandes, 3.668. La Ley 905, de 2004, definen los siguientes parámetros: 1. Microempresa: a) Planta de personal no superior a los diez (10) trabajadores o, b) Activos totales excluida la vivienda por valor inferior a quinientos (500) salarios mínimos mensuales legales vigentes, en adelante SMMLV². 2. Pequeña empresa: a) Planta de personal entre once (11) y cincuenta (50) trabajadores, o b) Activos totales por valor entre quinientos uno (501) y menos de cinco mil (5.000) SMMLV. 3. Mediana empresa: a) Planta de personal entre cincuenta y uno (51) y doscientos (200) trabajadores, o b) Activos totales por valor entre 100.000 a 610.000 UVT (Unidades de Valor Tributario). Además, la doctrina económica distingue estos tipos de empresas atendiendo a sus características cualitativas adicionales como el tipo de trabajo que emplean (implicación del empresario en el trabajo, grado de división del mismo, uso del trabajo familiar, etc.), el nivel de utilización de maquinaria, el destino de los recursos y créditos que obtienen, etc.

Costa Rica: Mediante reglamento del Ministerio de Economía se definen las características cuantitativas de las PYMES que contemplan los elementos propios y las particularidades de los distintos sectores económicos, tomando como variables, al menos, el número de trabajadores (micro, de 1 a 6 trabajadores; pequeña, de 6 a 30 trabajadores; mediana, de 31 a 100 trabajadores), los activos y las ventas. Todas las PYMES que quieran aprovechar los beneficios de la ley deberán satisfacer al menos dos de los siguientes requisitos: el pago de cargas sociales, el cumplimiento de obligaciones tributarias y el cumplimiento de obli-

2. En agosto de 2007, un salario mínimo mensual legal vigente ascendía a COP\$433.700, esto es, US\$199,49.

gaciones laborales. La diferenciación entre micro, pequeña y mediana empresa se determinará por la aplicación de fórmulas diferenciadas para el sector industrial y el de comercio y servicios.

El Salvador: La Comisión Nacional de la Micro y la Pequeña Empresa, entidad rectora en El Salvador de las políticas hacia esas empresas distingue como microempresas aquellas con un máximo de 10 trabajadores y con ventas no mayores de 476.2 salarios mínimos urbanos; pequeña empresa, aquellas con más de 10 trabajadores y menos de cincuenta, y ventas menores a 4,762 salarios mínimos urbanos; y mediana empresa, aquella con más de 50 trabajadores y menos de 100, con ventas mayores a 31,746 salarios mínimos. Sin embargo en la mayoría de estudios provenientes de otras instituciones considera solamente la cantidad de trabajadores. Tal es el caso de la Agencia Internacional para el Desarrollo (AID) que en sus estudios sobre PYME, considera como tales, a las empresas que emplean entre 11 y 100 personas.

España: España no tiene en su regulación una definición legal de PYME. Desde 1996, se viene utilizando como criterio general el contenido en las Recomendaciones de la Comisión Europea al respecto. En concreto, la Recomendación 2003/61/CE, de 6 de mayo de 2003 define PYME como la empresa con menos de 250 empleados y que cumple al menos una de las dos siguientes condiciones: un volumen de negocio inferior a 50 millones de euros o un balance general anual inferior a 43 millones de euros. Por su parte, el Real Decreto 296/2004 que estableció un régimen simplificado de contabilidad para las PYMES aplica el mismo a las empresas que reúnan al menos dos de las circunstancias siguientes: que las partidas de su balance no superen un millón de euros, que la cifra anual de negocios sea inferior a dos millones de euros y que el número medio de empleados no sea superior a 10. La mayoría de las PYMES ejercen la actividad en el sector de los servicios. Se dedican principalmente a la hostelería y al comercio al por menor de alimentos y bebidas. Aunque en los últimos años el mayor crecimiento se está produciendo en el sector de la construcción.

Nicaragua: El sector de las PYMES presenta las siguientes características: informalidad; administración centralizada en el propietario, de carácter familiar,

siendo el 50% manejadas por mujeres; escaso conocimiento de mercado y mercadeo; su producción se coloca en los mercados locales muy cercanos y —lo que resulta muy relevante para este estudio— menos del 5% de las MYPE tienen acceso al crédito. La distribución de las PYMES por actividades es la siguiente: el comercio al por menor constituye el más representativo de la actividad económica empresarial al constituir el 50,6% de los negocios, y la industria manufacturera el 16,72%. El 81,91% del total de empresas se concentran en 4 sectores económicos: comercio al por menor, industria manufacturera, servicios comunitarios, sociales y personales; restaurantes, bares y hoteles. El único parámetro local para clasificarlas en micro, pequeña y mediana empresa es el número de trabajadores, registrándose la existencia de la siguiente cantidad de negocios: entre 21 y 60 trabajadores se considera mediana empresa (712 empresas); entre 6 y 20 trabajadores, pequeña (4.526 empresas); entre 2 y 5 trabajadores, microempresa (49.718 empresas); y con un trabajador, unipersonales (98.363 empresas).

Panamá: Con fundamento en la Ley n°33, de 25 de julio de 2000, la Autoridad de la Micro Pequeña y Mediana Empresa (AMPYME), clasifica las empresas de la siguiente manera: *Micro Empresa* es la unidad económica, formal o informal, que genera ingresos brutos o facturación anuales hasta la suma de ciento cincuenta mil balboas (B\$ 150.000,00); *Pequeña Empresa* es la unidad económica que genera ingresos brutos o facturación anuales desde ciento cincuenta mil balboas con un centésimo (B\$ 150.000,01) hasta un millón de balboas (B\$1.000.000,00); *Mediana Empresa:* unidad económica que genera ingresos brutos o facturación anuales desde un millón de balboas con un centésimo (B\$1.000.000,01) hasta dos millones quinientos mil balboas (B\$2.500.000,00).

Perú: No hay definiciones de aplicación universal referente a las micro y pequeña empresas. El concepto que resulta ser el más utilizado es el de PYME y, en algunos casos, el de MYPE (Micro y Pequeña Empresa) y aquí el límite es de 50 personas ocupadas. De acuerdo con la Ley N° 28015 D.S. N° 009-2003- TR, referida a la Promoción y Formalización de la micro y pequeña empresa, las características son: 1. Micro Empresa, el propietario trabaja en la misma, el número total de trabajadores no excede de 10, y el volumen de sus ventas anuales no excede de 150 UIT; 2. Pequeña Empresa, el número total de trabajadores es de 11 a 50, y el volumen de sus ventas

anuales es de 150 UIT a 850 UIT. Otras definiciones están dadas por las entidades financieras que otorgan créditos a dichas unidades económicas, como por ejemplo Mibanco, Banco de la Microempresa, especializada en brindar créditos a dicho sector. Las características para segmentación del mercado, de acuerdo con el procedimiento N°033-2002 del Banco son: Micro Empresa es la unidad empresarial que registra ventas mensuales menores o iguales a S\$35.000 (S\$420.000 anual); y pequeña empresa con ventas mensuales mayores a S\$35.000 y hasta S\$ 1.500.000 (de manera excepcional se considerarán, como pequeñas empresas unidades con ventas mayores al rango indicado). Otra definición que podemos encontrar es la de la Superintendencia de Banca y Seguros en función a los niveles de endeudamiento permitidos. Así, se define los Créditos para las Microempresas (MES) según la Resolución SBS N° 808-2003, como: “Son aquellos créditos directos o indirectos otorgados a personas naturales o jurídicas destinados al financiamiento de actividades de producción, comercio o prestación de servicios y que reúnan la siguiente característica: Un endeudamiento en el sistema financiero que no exceda de US \$30,000 o su equivalente en moneda nacional”.

República Dominicana: La Microempresa está caracterizada por una planta de personal que emplee hasta diez (10) trabajadores, unas ventas brutas anuales por un monto inferior a seiscientos sesenta (660) salarios mínimos del sector oficial y un activo de hasta trescientos treinta (330) salarios mínimos del sector oficial. Adicionalmente, se especifican tres categorías que se desprenden de la Microempresa: Microempresa de Subsistencia (Autoempleo), Microempresa de Acumulación Simple y Microempresa de Acumulación Acelerada. En segundo lugar, la Pequeña Empresa se caracteriza por emplear entre once (11) y cincuenta (50) trabajadores, tener unas ventas brutas anuales entre seiscientos sesenta (660) y diez mil novecientos noventa y nueve (10.999) salarios mínimos del sector oficial y un activo de trescientos treinta (330) a dos mil setecientos cuarenta y nueve (2749) salarios mínimos del sector oficial. En tercer lugar, la Mediana Empresa, emplea entre cincuenta y un (51) y ciento cincuenta (150) trabajadores, unas ventas brutas anuales entre once mil (11.000) y cuarenta y cuatro mil (44.000) salarios mínimos del sector oficial y un activo de dos mil setecientos cincuenta (2.750) a once mil (11.000) salarios mínimos del sector oficial.

Venezuela: La definición de PYME está contenida en el Decreto N° 1547, 09 de noviembre de 2001 (Ley de Promoción y Desarrollo de la Pequeña y Mediana Industria, PYMI) cuyo artículo 3° dice que “Pequeña Industria”, es aquella que cuenta con un promedio anual no menor de once (11) trabajadores, ni mayor a cincuenta (50) trabajadores, y con unas ventas anuales entre nueve mil una (9.001) Unidades Tributarias y cien mil (100.000) Unidades Tributarias, es decir, entre US\$ 157.000 y US\$ 1,7 millones. La “Mediana Industria”, contará con un promedio anual no menor a cincuenta y un (51) trabajadores, ni mayor a cien (100) trabajadores, y unas ventas anuales entre cien mil una (100.001) Unidades Tributarias y doscientas cincuenta mil (250.000), es decir, entre US\$ 1,7 millones y US\$ 4,4 millones.

Tabla 2: Clasificación de PYMES en Iberoamérica

Países		N° de empleados	Volumen de ventas o ingresos anuales	Resultados brutos	Volumen de activos
Argentina ¹	Pequeña		De 6.000.000 pesos argentinos a 15.000.000 pesos argentinos		
	Mediana		De 48.000.000 pesos argentinos a 177.600.000 pesos argentinos		
Bolivia ²	Micro	1-10	15.000 USD		3.000 USD
	Pequeña	11-30	99.000 USD		15.000 USD
	Mediana	21-49	Hasta 250.000 USD		Hasta 250.000 USD
Brasil ³	Micro	-Hasta 19 en Industria/ Construcción -Hasta 9 en Comercio y Servicios		Igual o inferior a 240.000 R\$	
	Pequeña	-20-99 en Industria/ Construcción -10-49 en Comercio y Servicios		Más de R\$ 240.000 ó Inferior a R\$2,4 mill.	
	Mediana	-100-499 en Industria/ Construcción -50-99 en Comercio y Servicios			

Tabla 2: Clasificación de PYMES en Iberoamérica (cont.)

Países		Nº de empleados	Volumen de ventas o ingresos anuales	Resultados brutos	Volumen de activos
Chile ⁴	Micro	<i>Menor de 4</i>	82.000 USD		
	Pequeña	<i>5 a 49</i>	Entre 82.000 y 851.000 USD		
	Mediana	<i>50 a 199</i>	Más de 851.000 USD		
Colombia ⁵	Micro	<i>10</i>			Inferior a 100.000 USD
	Pequeña	<i>11 a 50</i>			Inferior a 1 mill. USD
	Mediana	<i>51 a 200</i>			
Costa Rica ⁶		<i>En base a fórmulas matemáticas</i>			
El Salvador ⁷	Micro	<i>10</i>	476,2 salarios mínimos		
	Pequeña	<i>10 a 50</i>	4.762 salarios mínimos.		
	Mediana	<i>50 a 100</i>	31.746 salarios mínimos		
España ⁸	Micro	<i>Menor 10</i>	Inferior o igual a 5 mill. €		Inferior o igual a 2 mill. €
	Pequeña	<i>Menor 50</i>	Inferior o igual a 10 mill. €		Inferior o igual a 10 mill. €
	Mediana	<i>Menor de 250.</i>	Inferior o igual a 50 mill. €		Inferior o igual a 50 mill. €
Honduras	Micro	<i>10</i>	37.000 USD		
	Pequeña	<i>11 a 25</i>	112.500 USD		
	Mediana	<i>26 a 150</i>	1,8 mill. USD		
Nicaragua	Micro	<i>2 a 5.</i>			
	Pequeña	<i>6 a 20.</i>			
	Mediana	<i>21 a 60.</i>			
Panamá	Micro		Hasta 150.000 Balboas		
	Pequeña		Desde 150.000 hasta 1 mill. Balboas		
	Mediana		Desde 1 mill. hasta 2,5 mill. Balboas		
Perú ⁹	Micro	<i>Inferior a 10</i>	Inferior o igual a 420.000 Soles		
	Pequeña	<i>11 a 50</i>	Inferior a 18 mill. Soles		
Rep. Dominicana	Micro	<i>10</i>	inferior a 660 salarios mínimos		330 salarios mínimos
	Pequeña	<i>11 y 50</i>	Entre 660 y 10.999 salarios mínimos		330 a 2.749 salarios mínimos
	Mediana	<i>51 y 150</i>	Entre 11.000 y 44.000 salarios mínimos		2.750 a 11.000 salarios mínimos

Tabla 2: Clasificación de PYMES en Iberoamérica (cont.)

Países		Nº de empleados	Volumen de ventas o ingresos anuales	Resultados brutos	Volumen de activos
Venezuela	Pequeña	11 a 50	Entre 157 mil y 1,7 mill. USD		
	Mediana	51 y 100	Entre 1,7 mill y 4,4 mill. USD		

Fuente: información facilitada por las Comisiones y Superintendencias colaboradoras del Estudio

1. La Resolución CNV n°506 2/5/2007 estableció a los fines de la emisión de acciones y obligaciones una definición de PYME por volumen promedio de ventas anuales, en moneda local, para cada sector económico: Construcción 6 mill. pesos argentinos; Agropecuario 6,08 mill.; Servicios 6,73 mill.; Industria y Minería 15 mill.; y Comercio 22,2 mill.
2. Clasificación del Ministerio de Trabajo y Microempresa: número de ocupados, ventas anuales y capital
3. La clasificación por resultados se recoge en Ley n° 123, de 2006. A esta clasificación SEBRAE añade el n° de empleados por sectores
4. Clasificación del Ministerio de Economía
5. Ley 905 de 2004
6. Mediante formulas matemáticas que evalúan el personal, el valor de ventas, los activos fijos y los totales, de acuerdo a cada sector económico
7. Clasificación de Comisión Nacional de la Micro y Pequeña Empresa
8. De acuerdo a la Recomendación 2003/361/CE, la PYME debe contar con menos de 250 empleados y cumplir al menos que o bien volumen de negocios sea inferior 50 mill. o que su balance general anual sea inferior a 43 mill.
9. No existe definición de aplicación universal. En general se habla de MYPYME si tiene menos de 50 trabajadores

1.3. Entidades financiadoras

Síntesis: En los países iberoamericanos, podemos ubicar las entidades financiadoras de las PYMES en dos sectores fundamentales: el sector público, donde actúan bancos y corporaciones financieras estatales, que otorgan préstamos y créditos en condiciones ventajosas respecto de las de mercado; y el sector privado, en el que operan principalmente entidades financieras y bancarias típicas que, en ocasiones, establecen condiciones especiales para financiar las PYMES. No faltan entidades de tipo cooperativo que facilitan crédito a las PYMES que son sus socios ni tampoco otro tipo de entidades de economía social que, con forma de asociaciones, fundaciones u organizaciones no gubernamentales, también financian directamente o facilitan indirectamente la financiación de las PYMES. Asimismo es preciso reparar en la presencia de entidades —como las sociedades de garantía recíproca— que permiten el acceso de las PYMES a créditos bancarios en condiciones de mercado. Por último, en algunos países del área iberoamericana se clasifican las entidades financiadoras de las PYMES por el sector en el que estén ubicadas.

Argentina: La fuente principal de financiación de las PYMES son los bancos. Este sector atravesó un proceso de transformación en las últimas dos décadas,

que definió el perfil actual del mismo. En los años noventa, el sector bancario en la Argentina pasó de un promedio de 8 millones de dólares de depósitos por banco a un promedio de 800 millones de dólares de depósitos por banco y, en la segunda parte de la década, se produjo un proceso de concentración bancaria, reduciéndose la cantidad de entidades bancarias y creciendo la participación de entidades mayores. Los 20 mayores bancos aumentaron su participación en el total de préstamos del 42% al 69% entre 1994 y 1996, según información del BCRA. Este proceso tendió a disminuir la proporción de préstamos destinado a las PYMES. El colapso de 2001 golpeó fuertemente al sistema financiero afectándolo en varios aspectos. La crisis macroeconómica tuvo consecuencias muy graves de solvencia “stock”. También produjo la falta de consolidación de una Unidad de Cuenta de largo plazo siendo esta una de las más duras restricciones macroeconómicas que actualmente limita el fortalecimiento del mercado de crédito doméstico y produce un alto nivel de incertidumbre, que se transforma en un riesgo muy difícil de administrar, tanto para oferentes como para demandantes de crédito. Todos estos problemas agudizaron los problemas de acceso al crédito que ya existían en el mercado financiero argentino. Sólo después de 2003, el sistema financiero local comienza a exhibir ciertos avances hacia un modelo de funcionamiento más “normal” o, al menos, semejante a los existentes en los países desarrollados.

Bolivia: Las entidades financiadoras están constituidas principalmente por el sector financiero tradicional conformado por: entidades bancarias; empresas de servicios financieros, sociedades que realizan actividades de servicios financieros complementarios o auxiliares de las entidades financieras; cooperativas de ahorro y crédito, que sólo realizan operaciones de intermediación financiera, ahorro y crédito entre sus socios; y otras entidades financieras no bancarias, como fondos financieros privados, instituciones privadas de desarrollo social u ONG, cajas de préstamo prendario y unidades crediticias de intermediación, inversión, desarrollo y fomento creadas por el Estado.

Brasil: Cabe destacar diversas entidades financiadoras de carácter público y privado, y con estructuras societarias o mutualistas, que intervienen con distinta intensidad en la financiación de las PYMES. Entre ellas: el Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), que es una empresa federal

pública, con la personalidad legal de derecho privado y autonomía; el Banco do Brasil (BB) que es una persona jurídica de derecho privado, establecida como una sociedad por acciones; el Banco do Nordeste do Brasil S.A. (BNB), es el banco regional de desarrollo más grande de América Latina; la Caixa Econômica Federal (CEF) que es una institución financiera vinculada al Ministerio de Hacienda; el Banco da Amazônia (BASA), que es el Agente Financiero de la política de crédito del Gobierno Federal para la región de Amazonas

Chile: Considerando que, aproximadamente, el 75,1% de las PYMES —en cifras de 2002— han sido beneficiadas con crédito bancario, el principal perfil de las entidades financiadoras corresponde a instituciones bancarias privadas, dentro de las cuales han desarrollado departamentos especializados para la atención, análisis y otorgamiento de crédito, tomando cada vez más relevancia el segmento PYMES en cada uno de los bancos comerciales. Por otro lado, y no siendo menos importante, actualmente existen dos entidades públicas que otorgan crédito a las PYMES: el BancoEstado y la Corporación de Fomento de la producción (CORFO). Mientras que el BancoEstado es un banco público de carácter universal que compite con las instituciones privadas en el mercado financiero, CORFO opera como un banco de segundo piso con la misión de apoyar el desarrollo económico nacional. Otras entidades utilizadas por las PYMES para su financiamiento son las entidades de factoring. En efecto, el porcentaje de PYMES que utiliza el sistema de factoring para hacer líquidos sus documentos es relativamente alto, lo cual ha sido reconocido por el Estado Chileno a través de la emisión de la Ley que dota con título ejecutivo a las facturas y a su vez las hace cedibles, a fin que las PYMES puedan usar más eficientemente el factoring. Finalmente otras instituciones que brindan financiamiento a las PYMES son organismos no gubernamentales y cooperativas de ahorro y crédito, los cuales, por lo general, se ubican en nichos de la economía.

Colombia: Cabe referirse a las siguientes entidades:

- a) El Instituto para el Fomento Industrial (IFI), que es una sociedad de economía mixta del orden nacional, organizada como Establecimiento de Crédito, con personalidad jurídica, patrimonio propio y autonomía administrativa, vinculada al Ministerio de Desarrollo Económico.

Actúa como un banco de segundo piso definido como aquellas instituciones financieras de redescuento que facilitan recursos de crédito a través de intermediarios financieros autorizados. Entre las líneas de crédito cabe mencionar: la línea de crédito AECI España para Microempresas, la línea de Redescuento para Capitalización de MIPYMES, la línea de crédito Multipropósito, la línea de Crédito Especiales para Microempresas, la línea de crédito BID, la línea de crédito Zonas de Frontera, la línea de crédito Damnificados por la Violencia, la línea de crédito IFI-DAMA para financiación de Proyectos de Mejoramiento Ambiental en Bogotá, la línea de crédito Creación de MIPYMES.

- b) El Banco de Comercio Exterior (BANCOLDEX), que es una sociedad de economía mixta vinculada al Ministerio de Comercio Exterior de Colombia, en la que el Gobierno Nacional es su mayor accionista. Es un banco de redescuento que ofrece productos y servicios financieros a las empresas relacionadas con el comercio exterior colombiano. El objetivo de BANCOLDEX frente a las MIPYMES, es facilitar el acceso al crédito al disminuir el riesgo para el intermediario financiero.
- c) El Fondo Nacional de Garantías, es una entidad de economía mixta vinculada al Ministerio de Desarrollo Económico, que tiene como fin otorgar garantías que permitan a las MIPYMES, sean personas naturales o jurídicas, de todos los sectores económicos, salvo el agropecuario, el acceso al crédito ante los intermediarios financieros. Ofrece los siguientes tipos de garantías: Garantía Global Semiautomática, Garantía BANCOLDEX Semiautomática, Garantía IFI-FOREC, Garantía Acuerdos de Pago, Garantía Individual, Garantía convenio Conciencias, Garantía institucional.

Costa Rica: Existen múltiples instituciones que tienen programas de financiamiento, algunas de los cuales con una clara orientación para la micro, pequeña o mediana empresa (PYME), como los bancos, cooperativas, financieras e instituciones no gubernamentales (ONG). Entre las opciones de financiamiento más especializadas podemos mencionar el Fondo para Investigación y Desarrollo Tecnológico del Ministerio de Ciencia y Tecnologías (PROPYME), adscrito

al Ministerio de Ciencia y Tecnología, fondo no reembolsable que financia la realización de proyectos hasta en un 80% del costo de la investigación. Además, está el Fondo de desarrollo para micro, pequeña y medianas empresas (FODEMIPYME), que administra a su vez dos fondos: uno de avales y garantías para que los micro y pequeños empresarios que no pueden acceder al crédito en los bancos comerciales estatales por ausencia de garantías apropiadas, puedan ser financiados por estas instituciones con el respaldo de los recursos del fondo, y otro fondo de créditos y transferencias cuyo objetivo es conceder créditos a PYMES para financiar proyectos o programas de capacitación o asistencia técnica. Por otro lado, existen otras instituciones que otorgan financiamiento, como las fundaciones sin fines de lucro (por ej. la Fundación Mujer); corporaciones privadas de crédito (p. ej. Acorde); asociaciones como FUCODES; fondos creados con el fin específico de financiar a las pequeñas empresas (p.ej. Fondo de Microproyectos Costarricenses, FOMIC).

El Salvador: El segmento de MIPYME suele ser atendido por instituciones especializadas, algunos bancos pertenecientes a la Asociación de Bancos Salvadoreños (ABANSA) e instituciones no bancarias. En el sistema bancario, se estima que, para 2005, las PYMES recibieron un 30% de los créditos otorgados por el sistema financiero salvadoreño, de un total de US\$7.186 millones, aunque de ese porcentaje, aproximadamente un 10% corresponde a financiamiento obtenido por la vía de créditos personales y de consumo. Igualmente se estima que, potencialmente, las PYMES podrían captar un 40% del crédito del sector bancario, si agregamos un porcentaje extra de captación de crédito empresarial al considerarse la existencia de un segmento importante de empresarios pequeños y grandes que aún no recurren al crédito. En el sistema no bancario, las instituciones dedicadas al mercado de las microfinanzas han adaptado la metodología crediticia tradicional a las particularidades del empresario de la microempresa. En la actualidad el mercado salvadoreño de las microfinanzas, consta de diversas metodologías de crédito. Entre estas las más utilizadas son: individual, solidaria y asociativa. Las garantías solicitadas por las instituciones financieras tradicionales a los empresarios normalmente se refieren a las denominadas garantías reales (hipotecas); para el caso de la metodología crediticia presta mayor atención a la capacidad y moral de pago del prestatario, así mismo la viabilidad económica del proyecto a financiar. Retoma como garantía las solidarias, fiduciaria, prendarias e hipotecarias. Las instituciones no bancarias,

dedicadas al segmento de la MIPYME incluyen: la Asociación Salvadoreña de Microfinanzas (ASOMI), la Alianza para el Desarrollo de la Microempresa (ALPYMED), la Federación de Cooperativas de Ahorro y Crédito de El Salvador (FEDECACES) y la Federación de Cajas de Crédito de El Salvador.

España: Dentro de la banca comercial, actúan como entidades financiadoras de las PYMES los bancos, cajas de ahorros y cooperativas de crédito. Además, cabe citar las entidades de capital-riesgo que —con forma de sociedades o fondos— se dedican fundamentalmente a invertir sus propios recursos en la financiación temporal y minoritaria de PYMES innovadoras, aportando un valor añadido en forma de apoyo gerencial. Por último cabe referirse a los denominados “*ángeles de los negocios*” (*Business Angels*) que son personas físicas con un amplio conocimiento de determinados sectores y con capacidad de inversión, que impulsan el desarrollo de proyectos empresariales con alto potencial de crecimiento en sus primeras etapas de vida, aportando capital y valor añadido a la gestión. Se diferencian de los inversores tradicionales y del capital riesgo en su implicación en la gestión de la empresa. La Dirección General de Política de la PYME está estudiando la posibilidad de apoyar las Redes de “*Business Angels*” como una de las estrategias más eficaces para promover la creación de empresas con alto potencial de crecimiento.

Honduras: Existen en el mercado una serie de entidades que proporcionan financiamiento a las MIPYMES. En particular, los bancos del sistema financiero nacional ofrecen financiamiento proveniente de intermediarios de segundo piso, sujetos a los requisitos y condicionamientos establecidos por cada uno de estos bancos, que pueden variar según el origen de los recursos. El Banco Centroamericano de Integración Económica (BCIE), de acuerdo a los índices del sistema bancario, otorga líneas de redescuento que pueden sintetizarse en los siguientes programas: Programa de modernización industrial de Centroamérica, Programa centroamericano de promoción de exportaciones no tradicionales, Fondo para el fortalecimiento de las Exportaciones Centroamericanas (FOEXCA) y Fondo Especial de Promoción de las Exportaciones (FEPEX).

Nicaragua: Las entidades que brindan servicio de intermediación para las PYMES surgen de varios sectores de la economía: sector formal, sector semi-formal y sector informal. En el sector formal, cabe citar la banca comercial

y privada. Su oferta de servicio de crédito al sector es muy limitada, por considerar que las transacciones de montos pequeños implican costos operativos altos, y por ausencia de garantías aceptables. En el sector semi-formal, cabe citar las cooperativas de ahorro y crédito, fondos de ahorro para empleados, los bancos rurales; proyectos de desarrollo, ONGs, a través de programas de desarrollo puntuales y focalizados a determinados sectores geográficos o productivos; y cooperativas de propósitos múltiples. Su nivel de cobertura es limitado. En el sector informal, cabe citar a las asociaciones de ahorro y crédito, las empresas financieras informales, y prestamistas individuales, caracterizados por la oportunidad del crédito. Tienen un costo y condiciones que pueden desestabilizar las MPYMES. Por último, podemos mencionar la financiación de las PYMES por parte de sus clientes, a través de los anticipos que reciben para la elaboración de trabajos (esta fuente es muy común en microempresas de producción) o de sus proveedores, a través del plazo otorgado para el pago de materias primas, equipos y herramientas. Muchas veces los costos de estos créditos no se establecen directa y claramente, al estar ocultos en los descuentos que pueden recibir si la compra fuese al contado. El costo de este financiamiento es alto.

Panamá: Las entidades que ofrecen préstamos a las micro, pequeña y mediana empresas son aquellas que han firmado el Convenio de Adhesión al Programa de Financiamiento para PYMES (PROFIPYMES) y que son: Banco Nacional de Panamá, Global Bank, Multicredit Bank, Banco de Desarrollo Agropecuario, Financiera Solidaria, Microserfin, Mi Banco, Banco Delta, Caja de Ahorros. De ellos, tres son bancos estatales, cuatro son bancos del sector privado y dos son entidades financieras no bancarias. No quiere decir esto que sean las únicas entidades que proveen de recursos, sobre todo, a la pequeña y mediana empresa. Siempre que estas cuenten con las garantías necesarias, pueden obtener recursos de cualquier banco del sistema. Es importante mencionar que de las entidades mencionadas anteriormente, cuatro son emisores con valores registrados en la Comisión Nacional de Valores: Global Bank, Multi Credit Bank, Mi Banco y Banco Delta. Es decir, que obtienen recursos del mercado de valores panameño para luego ser colocado a pequeñas y medianas empresas.

Perú: Las PYMES obtienen fondos para sus operaciones básicamente de dos grupos de fuentes formales: del segmento regulado por la Superintendencia de Banca, Seguros y Administradoras de Fondos de Pensiones

(bancos, financieras, cajas municipales, cajas rurales y empresas de desarrollo de la pequeña y microempresa) y de entidades semi-reguladas (que comprende a las entidades financieras no bancarias como las ONGs, cooperativas de ahorro y crédito, casas comerciales y algunas entidades y fondos estatales). Existen 14 Cajas Municipales de Ahorro y Créditos (CMAC), 12 Cajas Rurales de Ahorro y Créditos (CRAC), 14 Empresas de desarrollo de la pequeña y microempresa (Edpyme) y más de 180 Cooperativas de Ahorro y Crédito que acumulan activos totales por más de US\$ 660 millones, un patrimonio neto superior a US\$ 200 millones y mantienen colocaciones por encima de US\$ 450 millones. Respecto al financiamiento informal, si bien existen estudios al respecto, resulta difícil estimar un volumen agregado de crédito, y las condiciones de acceso son muy dispersas. En el caso de financiamiento formal, hasta fecha relativamente reciente, y de manera casi exclusiva, las PYMES eran atendidas por aquellas instituciones financieras especializadas en la microempresa (CMAC, CRAC y Edpyme). Desde el año 2003, también los Bancos han comenzado a atender de manera creciente a las PYMES, muchos de ellos con metodologías adaptadas a la microempresa, compitiendo abiertamente con las entidades tradicionalmente micro-financieras. Como consecuencia de dicha estrategia, los préstamos PYME en los bancos han pasado de representar apenas un 2,4% en 2003 a casi un 5% en 2005 del total de su cartera crediticia, mostrando una tendencia creciente que probablemente continúe en próximos ejercicios. Dicho porcentaje, aunque sigue siendo reducido en términos relativos (con respecto al total de su cartera), más que duplica el volumen de préstamos concedidos por las CMAC. Actualmente, a pesar de que los cuatro grupos de entidades financieras son activos en la concesión de préstamos a PYMES, la actividad dentro de cada uno de ellos y las características de los préstamos difieren de forma considerable.

República Dominicana: Cabe identificar los siguientes tipos de proveedores de financiación a las PYMES: Los Bancos de Ahorros y Crédito que inician sus operaciones como entidades sin fines de lucro. Dentro de éstos podemos citar a *Banco de Ahorro y Crédito Altas Cumbres*, *Adopem*, *Ademi*, este último ha contado con el apoyo y respaldo del Banco Europeo de Inversiones (BEI) y la Agencia Francesa de Desarrollo (AFD), así como del sector privado dominicano. Las Asociaciones de Ahorros y Préstamos, están orientadas tanto a captación de

ahorros como a ofrecer créditos de menor escala a personas físicas y crédito para fines comerciales. La Asociación Popular de Ahorros y Préstamos es una institución financiera privada, de carácter mutualista, sin fines de lucro, que ofrece créditos comerciales. La Asociación Nacional de Ahorros y Préstamos ofrece financiamiento para la vivienda y otros servicios financieros demandados por la familia y la empresa. También procede citar el Programa Gubernamental PROMIPYME, la Corporación de Fomento Industrial (CFI), diversas ONGs, Bancos Públicos (Banreservas, Banco Nacional de Fomento de la Vivienda y la Producción, y el Banco Agrícola de la República Dominicana), Federaciones, Cooperativas y los Bancos Comerciales Privados. En cuanto a los fondos de pensiones, se ha iniciado un proceso que permitirá que dichos recursos, administrados por las AFPs, puedan financiar al segmento de las PYMES, fundamentalmente a través de la inversión que los Fondos de Pensiones ejecuten en instrumentos de deuda emitidos por los bancos, principalmente especializados en atender a estos segmentos del empresariado nacional. Por otro lado, el Anteproyecto de Ley de Fomento de la Micro, Pequeña y Mediana Empresa dominicana, tiene un capítulo específico sobre el acceso de las MIPYMES a servicios financieros y no financieros, en la cual se ratifica la creación y el funcionamiento del Fondo para la Micro, Pequeña y Mediana Empresa (FOMIPYME), este fondo tiene el objetivo de promover el financiamiento a micro, pequeñas y medianas empresas, cuidadosamente seleccionadas, a través de la rigurosa evaluación de los niveles potenciales de rentabilidad y viabilidad de los proyectos a emprender. La intermediación financiera de los recursos del FOMIPYME se hará través del Banco de Reservas de la República Dominicana. El FOMIPYME, para los efectos de los servicios financieros, funcionará como una entidad de primer y segundo piso, ejerciendo principalmente el papel de promotor de las actividades de crédito que beneficien directamente a las MIPYMES, así como impulsor del mercado de servicios crediticios para este sector. El FOMIPYME también podrá constituirse en promotor para el establecimiento de un Sistema de Garantías Recíprocas.

Venezuela: El Sistema Financiero Nacional sigue siendo la principal fuente de financiamiento de las PYMES. El perfil de las 52 instituciones que conforman el sistema es el siguiente: 22 bancos universales, 20 bancos comerciales, 4 bancos de inversión, 2 entidades de ahorro y préstamo, 1 banco hipotecario, 2 fondos de activos líquidos y 1 Arrendadora Financiera.

1.4. Instrumentos de financiación adaptados a las PYMES

Síntesis: Las PYMES suelen financiarse con cargo a recursos ajenos, bien sean bancarios, celebrando contratos de préstamo o apertura de crédito con entidades financieras privadas; o bien a través de empréstitos, emitiendo valores de renta fija en forma de obligaciones a medio o largo plazo o pagarés a corto plazo. En algunos países existen instrumentos de financiación específicamente adaptados a las PYMES que compensan las carencias de este tipo de empresas en términos de garantías gracias a las ayudas estatales. También existen programas y entidades públicas que elaboran instrumentos de financiación específicamente adaptados a las PYMES.

Argentina: En cuanto a las PYMES, sus principales alternativas de financiamiento, son: Obligaciones negociables, Fideicomisos y Fondos Comunes Cerrados de Crédito (FCCC), negociación de cheques de pago diferido y apertura de capital.

Bolivia: A parte del microcrédito otorgado por bancos y entidades financieras dedicadas a este segmento, las PYMES podrían obtener financiamiento a través de la emisión de Pagarés de Mesa de Negociación y Pagarés Bursátiles.

Brasil: Cada entidad financiadora -Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), Banco do Brasil (BB), Banco do Nordeste do Brasil S. A. (BNB), Caixa Econômica Federal (CEF) y Banco da Amazônia (BASA)- ofrece instrumentos que pueden ser utilizados por las PYMES.

Chile: Tal y como fue señalado anteriormente, la financiación a las PYMES es otorgada principalmente por entidades bancarias privadas a través de créditos, cuyo plazo y monto dependen de si los activos a financiar se pueden constituir fácilmente en garantía. La tasa de interés asociada a estos créditos suele ser más alta que la otorgada a las grandes empresas debido al mayor riesgo de no pago. Por otra parte, los instrumentos de financiación Estatal corresponden a créditos directos otorgados por el BancoEstado que poseen similares características a los créditos bancarios privados. CORFO, por su parte, actúa como institución financiera de “segundo piso”, es decir, otorga crédito pero a través de los bancos comerciales con tasas subsidiadas y con restricciones de uso, además con esta forma se mitiga el riesgo de impago, ya que los bancos comerciales son quienes asumen el costo de pérdida. Asimismo, las PYMES utilizan las facturas emitidas a plazo por sus clientes para

su financiamiento a través del factoring. Otro instrumento de financiación utilizado comúnmente por las PYMES son los créditos de corto plazo otorgados por los mismos proveedores, los cuales al tener un contacto directo con dichas entidades tienen mayor información de estas, pudiendo analizar de mejor manera su riesgo.

Colombia: En el año 2006 los créditos de las PYMES superaron los COP\$ 15 billones, lo cual representa cerca del 21% de la cartera bruta total del sistema financiero. Los esfuerzos del Gobierno, que provienen de las leyes pro PYMES mencionadas en los apartados precedentes, han dado tímidos resultados positivos en materia de incremento del acceso de las MIPYMES a recursos del sistema bancario y financiero.

Costa Rica: Los créditos que se ofrecen a la micro, pequeña y mediana empresa deben ser destinados para la construcción, compra de activo fijo y capital de trabajo, remodelación y pago de pasivos. Para obtener financiamiento se debe tener claro el plan de inversión de tales recursos y los beneficios que se tendrá de estas inversiones, sus posibilidades máximas de pago de acuerdo al flujo de caja proyectado, estar dispuesto a aportar la información necesaria para que una entidad ajena a la empresa conozca los pormenores del proyecto, y alguna garantía como muestra de buena disposición al pago de una operación de crédito y reducir para la institución financiera el riesgo. La moneda es en colones costarricenses. Las tasas de interés van desde el 17,25% hasta el 30%. Los gastos de comisión son del 1% al 5%, según sea el banco. Todo lo anterior según sea el proveedor y el objetivo del crédito. Existe acceso al financiamiento por medio del mercado de valores, sin embargo, aún no se ha inscrito algún emisor con esta condición.

El Salvador: Los instrumentos de crédito para las PYMES se limitan a los créditos tradicionales de corto y de largo plazo, principalmente con garantía hipotecaria (por un valor garantizado promedio de 155%) y limitadamente con garantía prendarias debido a las limitaciones legales en la ejecución de la garantía. El arrendamiento financiero y el factoraje están poco desarrollados, utilizados fundamentalmente por grandes empresas, aunque en los años recientes se está promoviendo su utilización en las MIPYME.

España: Los instrumentos financieros a disposición de las PYMES en son muchos y variados. Fuera de la financiación bancaria tradicional, existen bastantes

instrumentos que cubren algunas necesidades específicas, si bien lo más interesante es ver su grado de uso y hasta qué punto han aumentado y abaratado el acceso de las PYMES a la financiación. Cabe citar el préstamo y crédito tradicional, la hipoteca y prenda, el descuento comercial o financiero (principalmente de letras de cambio), el leasing, los pagarés de empresa o financieros (que pueden ser seriados o no, singulares o a la medida), las cesiones de crédito, etc.

Entre estos instrumentos cabe destacar, en particular, los siguientes: “renting”³, “forfaiting”⁴, “préstamo participativo”⁵, “factoring”⁶, “reafianzamiento”⁷ y el capital riesgo⁸.

3. El “renting”: contrato mercantil bilateral por el que una de las partes, la sociedad de renting, se obliga a ceder a otra, en arrendamiento, el uso de un bien por un tiempo determinado, a cambio del pago de una renta periódica. El pago de la renta incluye el derecho al uso del equipo, el mantenimiento del mismo y un seguro que cubre los posibles siniestros del equipo. La empresa de renting abre un espacio entre fabricante/proveedor y el cliente final gracias a los descuentos y economías de escala que logra con su intermediación.

4. El “forfaiting”: es una figura que supone la compra de letras de cambio aceptadas, créditos documentarios o cualquier otra forma de promesa de pago, instrumentada en divisas. El adquirente de los efectos renuncia de forma explícita a su derecho legal de demanda frente a los anteriores proveedores de la deuda la cláusula “sin recurso”. Es una alternativa para exportadores a países de mayor riesgo.

5. El “Préstamo participativo”, en el que la entidad prestamista recibirá un interés variable que se determinará en función de la evolución de la actividad de la empresa prestataria. Además, podrán acordar un interés fijo con independencia de la evolución de la actividad. El prestatario sólo podrá amortizar anticipadamente si dicha amortización se compensa con una ampliación de igual cuantía de sus fondos propios. Los préstamos participativos en orden a la prelación de créditos se situarán después de los acreedores comunes. Los préstamos participativos se consideran patrimonio contable a los efectos de reducción de capital y liquidación de sociedades, previstas en la legislación mercantil. Todos los intereses pagados son deducibles en el Impuesto de Sociedades. Ventajas para el prestatario: La remuneración es deducible fiscalmente, evita la cesión de la propiedad de la empresa, evita la participación de terceros en la gestión, evita la posible entrada de socios hostiles, el carácter subordinado permite incrementar la capacidad de endeudamiento, adecua el pago de intereses en función de la evolución de la empresa y el plazo de amortización y carencia es más elevado.

6. El “factoring”: Cesión de la “cartera de cobro a clientes” (facturas, recibos, letras... sin embolsar) de un Titular a una firma especializada en este tipo de transacciones (sociedad Factor), convirtiendo las ventas a corto plazo en ventas al contado, asumiendo el riesgo de insolvencia del titular y encargándose de su contabilización y cobro. El factoring es apto sobre todo para aquellas PYMES cuya situación no les permitiría soportar una línea de crédito.

7. El “reafianzamiento”: Instrumento de financiación empresarial que facilita el acceso de la PYME al crédito, mediante la prestación de garantías por aval y el reafianzamiento. Normalmente se instrumenta a través de las Sociedades de Garantía Recíproca (SGR) que dan avales a sus socios y CERSA que reafianza los avales concedidos por las SGR.

8. El capital riesgo: Inversión a largo plazo de forma minoritaria y temporal en PYMES con grandes perspectivas de rentabilidad y/o crecimiento. Esta actividad la realizan compañías especializadas de inversión en capital, que aportan un valor añadido al puramente financiero. La inversión en capital riesgo representa una

Honduras: Destacan el Fondo para el fortalecimiento de las Exportaciones Centroamericanas (FOEXCA); el Fondo especial de Promoción de las Exportaciones (FEPEX); el Programa Centroamericano de promoción de exportaciones no tradicionales; el Programa de modernización industrial; las Líneas de redescuento BANHPROVI (BANHPROVI fondos propios, BANHPROVI PRODUCOM, BANHPROVI PASI).

Panamá: El instrumento financiero es el préstamo, personal o comercial, según la garantía que proporcione el empresario. Las condiciones de tasa de interés y plazos son las propias del sistema bancario.

Perú: En su mayoría, los instrumentos de financiación dirigidos a las PYMES por parte de las empresas supervisadas por la Superintendencia de Banca y Seguros tiene las siguientes características: corto plazo (en torno a los 6-12 meses, o incluso un plazo inferior); importes reducidos (el tamaño promedio alcanza los US\$ 690.000 para los créditos corporativos en dólares); tasas de interés altas (una parte importante de dicho costo está explicado por costos administrativos asumidos para el manejo de información y la gestión de riesgos, así como también por el efecto escala). La PYME enfrenta un costo de financiamiento significativamente mayor al del sector corporativo preferencial y parte importante de dicho costo está explicado principalmente por factores no financieros ligados a procesos administrativos para el manejo de información y riesgos, así como al efecto escala (bajos montos de crédito que involucran elevados niveles de gastos operativos).

República Dominicana: La financiación de las PYMES es otorgada principalmente por entidades financieras tanto públicas como privadas a través de líneas de créditos, préstamos comerciales, leasing, Mercapyme, y Multipymes.

Venezuela: En el mercado de monetario se encuentran los instrumentos característicos del sistema bancario: pagares, líneas de crédito, crédito comercial,

alternativa interesante para capitalizar a las PYME, ante la dificultad de financiación que encuentran estas empresas, especialmente si se encuentran en las fases de crecimiento. La Ley 1/1999, de 5 de enero regula la actuación de las Sociedades de Capital Riesgo (SCR) y de las Sociedades Gestoras de Empresas de Capital Riesgo (SGECR). La inversión se puede realizar en alguna de las siguientes fases de la empresa receptora: Semilla, Arranque, Expansión, Sustitución, Compra apalancada (LBO/ MBO/MBJ), Reorientación, siendo las preferidas por los inversores las de expansión y compra apalancada, con porcentajes cercanos al 40% cada una de ellas del total de lo invertido.

factoring, entre otros. En el mercado de valores se distinguen los papeles comerciales, las obligaciones y los títulos de participación.

II. LAS INICIATIVAS Y ORGANISMOS PÚBLICOS DE AYUDA A LA FINANCIACIÓN DE PYMES

2.1. Organismos públicos de ayuda a la financiación de PYMES

Síntesis: La gran mayoría de los Estados iberoamericanos tienen establecidas entidades de carácter público que —bien insertas en la estructura del Estado (como Subsecretarías o Direcciones generales de diversos Ministerios económicos) o bien gozando de cierta autonomía de gestión (como Servicios o Empresas públicas)— se ocupan del estímulo y protección de las PYMES, habida cuenta de los efectos benéficos que este tipo de empresas tienen para la creación de empleo, la cohesión social y la lucha contra la pobreza. Tales entidades u Organismos públicos —que, en ocasiones, están coordinados en forma de Sistemas Nacionales— han prestado una especial atención a la financiación de las PYMES, conscientes de la importancia esencial que este aspecto tiene en el desarrollo de tales empresas.

Argentina: La Subsecretaría de la Pequeña y Mediana Empresa y Desarrollo Regional, dependiente de la Secretaría de Industria, Comercio y PYMES del Ministerio de Economía y Producción, tiene como función diseñar, implementar y supervisar políticas públicas con el objetivo de impulsar el desarrollo de las MIPYMES. Dispone de diversas herramientas adaptadas a cada necesidad: asistencia financiera según tamaño de empresa, apoyo a la capacitación y asistencia técnica, e instrumentos de promoción de exportaciones. Actualmente ejecuta distintos programas que, a su vez, responden a distintas necesidades de financiación de PYMES y microempresas, tales como el Régimen de Bonificación de Tasas de interés, FONAPyME (Fondo Nacional de Desarrollo para la MiPyME), FONAPyME ON, FONAPyME Bursátil, FOMICRO, SGR (Sociedades de Garantía Recíproca) y FOGAPyME (Fondo de Garantía para la Micro, Pequeña y Mediana Empresa).

Bolivia: Dado que el interés por el desarrollo de las PYMES ha aumentado sustancialmente en los últimos tiempos, y seguros del rol que estas organizaciones

desempeñan en la dinámica económica de las naciones, en la actualidad se está creando un banco de desarrollo que apoyará a este tipo de empresas. Asimismo, existen Fondos Financieros Privados (FFP), bancos y otras Entidades Financieras no reguladas (ONG financieras) que otorgan financiamiento a las PYMES.

Brasil: Cabe mencionar los organismos siguientes:

- 1º. Serviço Brasileiro de Apoio às Micros e Pequenas Empresas (SEBRAE): creado en 1990, por las Leyes 8.029 y 8.154, y acto 9.570, actúa como institución técnica de apoyo a la competitividad y al desarrollo de las actividades económicas de pequeño tamaño. Sus ingresos principales resultan de la contribución de las empresas, en el promedio del 0,6% de la nómina reunida por el Instituto Nacional del Seguro Social (INSS). El SEBRAE actúa en varios ámbitos con la intención de asistir a las necesidades del desarrollo sectorial y local, así orienta a los hombres de negocios, aconseja a los organismos internacionales y promueve la extensión de los programas del acceso a los servicios financieros.
- 2º. Financiadora de Estudos e Projeto (FINEP): se creó el 24 de julio de 1967, como una empresa pública vinculada al Ministerio de la Ciencia y Tecnología (MCT). Actúa en coordinación estrecha con el Consejo Nacional de Desarrollo Científico y Tecnológico (CNPQ), organización que apoya la enseñanza superior, tomando como misión la promoción del desarrollo tecnológico y la innovación en el país, privilegiando el apoyo a las empresas y a las instituciones que invierten en el desarrollo de nuevos productos y procesos.

Chile: Cabe citar los siguientes organismos públicos de ayuda a la financiación empresarial:

- 1º. El BancoEstado es una institución pública, con personalidad jurídica y patrimonio propio que nace en el año 1855 como “Caja de Crédito Hipotecario” y ahora es la institución bancaria que atiende a la mayor cantidad de personas a lo largo de Chile, entregando servicios

y productos financieros en forma masiva, particularmente a los segmentos no bancarizados.

- 2°. La Corporación de Fomento de la Producción (CORFO), creada en el año 1939, que es el organismo del Estado Chileno encargado de promover el desarrollo productivo nacional. Esta entidad depende del Ministerio de Economía, Fomento y Reconstrucción y otorga ayudas a la financiación de las PYMES.

Colombia: Entre otros aspectos, la Ley 905 creó el Sistema Nacional de MIPYMES, conformado por el Consejo Superior de Pequeña y Mediana Empresa, el Consejo Superior de Microempresa y los consejos regionales e integrado por los ministerios de Comercio, Industria y Turismo, Protección Social y Agricultura; el Departamento Nacional de Planeación; el Sena; Concincias; Bancoldex; el Fondo Nacional de Garantías y Finagro. El Sistema es coordinado por el Viceministro de Desarrollo Empresarial del Ministerio de Comercio, Industria y Turismo; éste último deberá elaborar un plan de acción anual que incluya los programas, planes y acciones que deberá desarrollar el Sistema de Apoyo a las MIPYMES. Asimismo, se crearon los consejos regionales de pequeña y mediana empresa, y secretarías técnicas regionales de MIPYMES, cuya designación se encuentran a cargo de cada consejo regional. La ley establece que las entidades estatales integrantes de los Consejos Superiores de Pequeña y Mediana Empresa y de microempresa, al igual que las demás entidades vinculadas al sector, informarán semestralmente a la secretaría técnica de los consejos sobre la índole de las acciones y programas que adelantarán respecto de las MIPYMES, la cuantía de los recursos que aplicarán a la ejecución de estas acciones y los resultados de los mismos.

Costa Rica: El Ministerio de Economía Industria y Comercio tiene toda una organización para apoyar a las PYMES. En su sitio web se encuentra la fuente de información que da acceso a todos los programas.

El Salvador: Los organismos públicos de financiación empresarial incluyen a instituciones de banca de desarrollo y, en un sentido amplio, a múltiples instituciones de apoyo financiero indirecto especializadas en capacitación, estudios de mercado, etc. Cabe destacar a la Comisión Nacional de la Micro y Pequeña

Empresa, que tiene a disposición de los empresarios del sector el Fondo de Asistencia Técnica, FAT; el Banco Multisectorial de Inversiones; la Federación de Cajas de Crédito, FEDECREDITO; el Banco de Fomento Agropecuario; y el Banco Hipotecario.

España: Podemos señalar a las siguientes entidades públicas con labores de ayuda a la financiación de las PYMES:

- a) El Instituto de Crédito Oficial (ICO) es una entidad pública empresarial, adscrita al Ministerio de Economía y Hacienda, a través de la Secretaría de Estado de Economía, y que tiene la consideración de Agencia Financiera del Estado. El ICO tiene como principales objetivos sostener y promover aquellas actividades económicas que contribuyan al crecimiento y a la mejora de la distribución de la riqueza nacional y, en especial, aquéllas que por su trascendencia social, cultural, innovadora o ecológica, merezcan una atención prioritaria. Estos objetivos son llevados a cabo por el ICO en su doble función de Entidad de Crédito Especializada y Agencia Financiera del Estado.
- b) Centro para el Desarrollo Tecnológico Industrial (CDTI), es una Entidad Pública Empresarial, dependiente del Ministerio de Industria, Turismo y Comercio, que promueve la innovación y el desarrollo tecnológico de las empresas españolas. Su objetivo es contribuir a la mejora del nivel tecnológico mediante el desarrollo de las siguientes actividades: la evaluación técnico-económica y financiación de proyectos de I+D+i desarrollados por empresas; la gestión y promoción de la participación española en programas internacionales de cooperación tecnológica; la promoción de la transferencia internacional de tecnología empresarial y de los servicios de apoyo a la innovación tecnológica y el apoyo a la creación y consolidación de empresas de base tecnológica.
- c) La Dirección General de la PYME, perteneciente al Ministerio de Industria, Turismo y Comercio, dirige su actividad, entre otras, a mejorar las posibilidades de las PYMES de obtener recursos financieros. Gestiona, por ejemplo, junto con el Tesoro español, la iniciativa

de Fondos de Titulación para favorecer la financiación empresarial (FTPYME).

- d) Las Comunidades Autónomas: todas las Comunidades Autónomas cuentan con Institutos de Desarrollo regional que tratan de ayudar a las PYMES, tratando entre otros temas su acceso a la financiación y concediendo diversos tipos de subvención.

Nicaragua: El Ministerio de Fomento, Industria y Comercio (MIFIC), a través de la Dirección de políticas de fomento de la pequeña y mediana empresa (DPYME) impulsa un modelo económico basado en la modernización del sector PYME para impulsar una mayor productividad y competitividad en el ámbito nacional e internacional. Para la creación de un entorno competitivo adecuado la DPYME trabaja junto con el sector privado definiendo una agenda amplia de programas, proyectos, estrategias y acciones de apoyo al sector. Entre los puntos a desarrollar en lo que respecta al marco regulatorio se han propuesto: promover el marco legal para instituciones dedicadas a las microfinanzas y proponer normativas para promover nuevos instrumentos financieros. En relación con los mecanismos de financiamiento, entre otros puntos, han decidido apoyar las iniciativas de captación y colocación de mayores recursos para las PYMES y la revisión de nuevos instrumentos financieros a través del mercado de capitales.

También se encuentra el Instituto Nicaragüense de apoyo a la Mediana y pequeña empresa (INPYME) que depende orgánicamente del Ministerio de Fomento Industria y Comercio. Tiene como objetivo promover acciones directas de sistema de información y gestión tecnológica y mediante el fortalecimiento y la articulación de una red de instituciones de servicios financieros y no financieros que ejecutan acciones, proyectos y programas de apoyo al sector.

Panamá: La Autoridad de la Micro, Pequeña y Mediana Empresa (AMPYME) fue creada mediante Ley N° 8 de 29 de mayo de 2000, y tiene la finalidad de fomentar el desarrollo de la Micro, Pequeña y Mediana Empresa, mediante la ejecución de la política nacional de estímulo y fortalecimiento del sector, para contribuir con la generación de empleos productivos, el crecimiento

económico del país y una mejor distribución del ingreso nacional. Entre sus responsabilidades se encuentra el llevar el Registro Empresarial. Las micro, pequeñas y medianas empresas que se inscriban en el citado Registro podrán gozar de los beneficios, proyectos, programas u otros que realice la AMPYME. El Registro es gratuito e inmediato.

Perú: Existen tres entidades públicas que otorgan financiamiento en forma directa o indirecta a la financiación empresarial:

- a) El Banco Agropecuario (AGROBANCO), que es una empresa de derecho público integrante del sistema financiero nacional, creada por la Ley N° 27603, dedicada a otorgar créditos a la agricultura, la ganadería, la acuicultura y las actividades de transformación y comercialización de los productos del sector agropecuario y acuícola.
- b) El Banco de la Nación (BANNAC), que es una empresa de derecho público, integrante del sector economía y finanzas, que opera con autonomía económica, financiera y administrativa.
- c) La Corporación Financiera de Desarrollo S.A. (COFIDE), que es una empresa de economía mixta que cuenta con autonomía administrativa, económica y financiera y cuyo capital pertenece en un 98,56% al Estado peruano, representado por el Fondo Nacional de Financiamiento de la Actividad Empresarial del Estado, FONAFE, dependiente del Ministerio de Economía y Finanzas, y en el 1,41% a la Corporación Andina de Fomento, CAF.

República Dominicana: Existen 3 principales organismos públicos y otras entidades alternativas creadas por el Gobierno que ayudan a la financiación empresarial a nivel global, quienes a su vez tienen una gran orientación al financiamiento de las MIPYMES, a través de préstamos que oscilan desde 10.000 hasta 3.000.000,00. Se trata de los siguientes bancos y entidades:

- a) El Banco de Reservas de la República Dominicana (Banreservas), que maneja un programa patrocinado por la Secretaría de Industria y Comercio para el financiamiento de las PYMES.

- b) El Banco Nacional de Fomento de la Vivienda y la Producción, hoy convertido en Banco de Fomento Multisectorial y de Segundo Piso.
- c) El Banco Agrícola, que tiene por objeto asegurar el financiamiento de las actividades productivas del sector agropecuario, para garantizar el incremento de la producción, satisfacer la demanda alimenticia de la población, y modernizar la producción de renglones exportables y de otros que sirven de soporte al desarrollo de la agroindustria nacional.
- d) El Consejo Nacional de Promoción y Apoyo a la Micro, Pequeña y Mediana Empresa (PROMIPYME); la Corporación de Fomento Industrial (CFI); y el Centro de Exportación e Inversión de la República Dominicana (CEI-RD). Son entidades público-privadas, sin fines de lucro, cuyos presidentes son elegidos por el poder Ejecutivo, tienen el derecho de ejercer como cualquier banco comercial enteramente privado y los programas de apoyo a la MIPYME son creadas por iniciativas del gobierno para la ayuda de financiamiento y capacitación de las mismas.

2.2. Iniciativas de ayuda a la financiación de PYMES

Síntesis: Las iniciativas dirigidas a favorecer la financiación de las PYMES en Iberoamérica suelen adoptar la forma de programas y proceder de bancos públicos, semipúblicos o privados con ayudas públicas y se especializan bien por el tamaño de las empresas a las que se dirigen, bien por los sectores de actividad (con especial atención a los que implican innovación tecnológica tales como la informática) o bien por las regiones de implantación (especialmente si se trata de regiones deprimidas). La tipología de instrumentos es muy variada y pasa por fondos específicos para invertir en PYMES u ofrecer garantías a favor de aquellas, créditos directos o indirectos a favor de las PYMES, etc. Estos instrumentos pueden operar a un primer nivel de financiación directa de las PYMES o a un segundo nivel de disposición de garantías o recursos ante los intermediarios financieros que permitan o faciliten tal financiación.

Argentina: La Subsecretaría de la Pequeña y Mediana Empresa y Desarrollo Regional (SEPYME) del Ministerio de Economía y Producción dispone de diferentes instrumentos destinados al apoyo de las MIPYMES tales como líneas de financiamiento a tasas preferenciales, asistencia técnica, consultoría, programas de capacitación y de comercio exterior. En referencia a los instrumentos de asistencia financiera, la SEPYME cuenta con una serie de líneas con el propósito de promover el desarrollo y estimular la inversión de las MIPYMES, tales como el programa de Crédito a Tasa Subsidiada, el Programa Global de Crédito, el Fondo Nacional de Desarrollo para la MiPyME (FONAPYME), el Fondo Nacional para la creación y consolidación de microemprendimientos (FOMICRO), el Fondo Integral para el Desarrollo Regional (FONDER), además *del sistema de Sociedades de Garantías Recíprocas (SGR), las cuales permiten mejorar las condiciones de acceso al crédito*. Existen asimismo iniciativas dirigidas a las PYMES, administradas por los distintos gobiernos provinciales y municipales, así como por bancos estatales. Entre ellos mencionamos al Banco de la Ciudad de Buenos Aires, Banco de la Provincia de Buenos Aires, Banco de Inversión y Comercio Exterior (BICE).

Bolivia: Destaca el Fondo de aval bursátil, al que nos referiremos en el punto 3.3 del presente Estudio. Por otro lado existen organismos de fomento (ONG especialmente) que buscan desarrollar nuevas formas de financiamiento a las PYMES, la Superintendencia de Pensiones, Valores y Seguros de Bolivia tiene algunos proyectos conjuntos al respecto.

Brasil: Se pueden citar las siguientes actividades y tipos de ayuda otorgadas por las entidades financieras que se citan a continuación:

- a) Del Banco do Brasil (BB): los Proyectos para Informatización de Empresas y el Programa Nacional de Microcrédito Orientado Productivo.
- b) Del Banco do Nordeste do Brasil S. A. (BNB): el CrediAmigo —Programa de Microcrédito, el Programa de Apoyo al Sector Industrial del Nordeste— INDUSTRIAL y el Programa de Apoyo al Desarrollo Tecnológico (PRODETEC).
- c) De la Caixa Econômica Federal (CEF): el Microcrédito CAIXA (PNMPO), la Actuación en Arreglos Locales Productivos (APLs).

- d) Del Serviço Brasileiro de Apoio às Micros e Pequenas Empresas (SEBRAE): las Incubadoras de Empresas, los Arreglos Locales Productivos (APLs) y Cadenas Productivas, el Programa Emprendedor Joven, el Proyecto Emprender y el Programa de Responsabilidad Comercial Social.
- e) De la Financiadora de Estudos e Projeto (FINEP): el Incentivo fiscal, la Reducción de gastos con proyectos cooperativos, la Incubadora de Fondos Innovar, la Empresa de Brasil Profunda, el Capital aventurado de Entrada Brasil, el Foro de Empresa Brasil, la Red PARA INNOVAR.

Chile: Procede destacar las siguientes iniciativas:

- a) A través del BancoEstado, el principal instrumento de apoyo a las pequeñas empresas que otorga el Estado de Chile es el Fondo de Garantía para Pequeños Empresarios (FOGAPE), que es un Fondo estatal destinado a garantizar un determinado porcentaje del capital de los créditos que las instituciones financieras, tanto públicas como privadas, otorguen a Pequeños Empresarios elegibles, que no cuentan con garantías o en que estas sean insuficientes, para presentar a las Instituciones Financieras en la solicitud de sus financiamientos de capital de trabajo y/o proyectos de inversión. La administración del Fondo corresponde al BancoEstado. Pueden estar afectos a la Garantía del Fondo los Créditos Tradicionales o Efectivos y los Créditos Contingentes. Pueden acceder a la Garantía los Pequeños Empresarios, las Organizaciones de Pequeños Empresarios Elegibles y los Exportadores.
- b) A través de la Corporación de Fomento de la Producción (CORFO), que otorga las siguientes ayudas a la financiación de las PYMES: Crédito CORFO Inversión Regiones, Crédito CORFO Inversión Medioambiente, el Leasing Pyme, el Financiamiento de capital de trabajo vía Factoring, la Cobertura de Proyectos de Inversión (Sucoinversión), la Cobertura de Préstamos Bancarios a Exportadores (Cobex).

Colombia: Cabe citar las iniciativas siguientes:

- a) Emisiones Sindicadas. Con el objeto de profundizar el mercado de capitales y ampliar el acceso de diferentes actores al mercado bursátil, la antes Superintendencia de Valores, hoy Superintendencia Financiera, emitió la Resolución 135 de 2001, por la cual se reglamentaban las emisiones sindicadas, entendiendo estas como aquellas en las cuales varios emisores acordaban llevar a cabo una colocación en el mercado público de valores, de manera conjunta, disminuyendo los costos que dicha operación pudiera conllevar.

- b) Fondos de Capital de Riesgo. La legislación colombiana dio paso, en el año 2005, a la creación de fondos de capital de riesgo y se creó el Fondo de Capital de Riesgo de Apoyo para las Pequeñas y Medianas Empresas PYMES, cuyo capital inicial, a diciembre de 2005, fue de 17 millones de dólares. Este fondo de capital privado orientado a apoyar el desarrollo de las PYMES en Colombia tiene como inversionistas a agencias internacionales e inversionistas privados de Colombia, entre los primeros podemos mencionar, al Gobierno de Estados Unidos a través de su Agencia para el Desarrollo Internacional USAID, el Fondo Suizo de Inversiones para los Mercados Emergentes, la Compañía Belga de Inversiones para los Países en Desarrollo. En cuanto a los inversionistas locales participan en la constitución de este Fondo, dos compañías de seguros y tres fondos de pensiones. El Fondo busca obtener un crecimiento del capital de largo plazo a través de inversiones de capital entre uno y tres millones de dólares por empresa, en PYMES colombianas con alto potencial de crecimiento. Todos los grandes sectores de la economía son considerados, con particular atención los que tienen que ver con: procesamiento de alimentos, bienes de consumo, servicios y manufacturas livianas. El Fondo está regulado por la Superintendencia Financiera de Colombia, y es manejado por el Fondo de Asistencia a Pequeñas Empresas (SEAF, por su sigla en inglés) Colombia S.A., entidad regulada por la Superfinanciera.

Costa Rica: El Ministerio de Economía coordina la Red de Apoyo a PYME. Se trata de una agrupación de instituciones y entidades, públicas y privadas, cuyo denominador común es su interés por responder a las necesidades de las micros, pequeñas y medianas empresas del país, mediante la prestación de

servicios. Es una organización abierta, flexible y ágil, cuyos beneficios para las entidades que la conforman se derivan de la comunicación y la sinergia de actividades y esfuerzos en los diferentes servicios que se ofrecen a la PYME. Si una institución desea ser parte de esta red de apoyo a la PYME, el requisito fundamental es contar con programas o proyectos de atención a las necesidades de las empresas, y expresar de manera formal su interés en pertenecer a la RED. La RED desarrolla capacitaciones, seminarios, talleres y convivios con el fin de generar sinergias entre las instituciones para que respondan como una sola unidad. Actualmente forman parte de la Red de Apoyo a PYME entidades bancarias, empresariales, universitarias, etc.

España: Cabe identificar las siguientes actividades y tipos de ayuda, clasificados por sus objetivos:

- a) Para el desarrollo de la competitividad y de la capacidad innovadora de las empresas existentes en el año 2007 y hasta el 2013 ha entrado en vigor el Programa InnoEmpresa, gestionado por la Dirección General de Política de la PYME en colaboración con las Comunidades Autónomas, con el propósito de ayudar a la financiación de las PYMES. La finalidad de este Programa es estimular la adopción de tecnologías y prácticas innovadoras por parte de las PYMES, como medio de aumentar su competitividad. El Programa InnoEmpresa contempla como beneficiarios de las subvenciones a las pequeñas y medianas empresas, con especial incidencia en aquellas que tengan vocación de crecimiento y capacidad de generar innovación, y a los organismos intermedios que presten servicios de carácter innovador con el objetivo de que éstos promuevan proyectos con PYMES tendentes a incorporar las tecnologías innovadoras. Las líneas de actuación se engloban en tres grupos básicos de medidas: Innovación organizativa y gestión avanzada, Innovación Tecnológica y calidad, y los Proyectos de innovación en colaboración, que trata de favorecer la cooperación empresarial para la innovación. El presupuesto del Programa asciende a 625 millones de euros para todo el periodo, de los cuales 500 millones serán aportados por la Administración General del Estado y 125 millones por las Comunidades Autónomas. Del total del presupuesto, los proyectos que se realicen en regiones de Convergencia, Phasing out

y Phasing in, podrán contar con cofinanciación del Fondo FEDER de la Unión Europea, estando previsto obtener unos retornos cercanos a los 103 millones de euros.

- b) Para la potenciación de la Red de Centros Tecnológicos: Los Centros Tecnológicos tienen una gran experiencia en dinamizar la participación de empresas en actividades de investigación, desarrollo tecnológico e innovación, mediante la prestación de servicios tecnológicos tales como, realización de proyectos de I+D+I, ensayos, transferencia de tecnología, vigilancia tecnológica, etc.
- c) Para el estímulo de la inversión en diseño: La Sociedad Estatal para el Desarrollo del Diseño y la Innovación, S.A. (DDI), tiene como objetivo la preparación, desarrollo y ejecución de los planes de promoción del diseño promovidos por el Ministerio de Industria, Turismo y Comercio. DDI actúa a través de los distintos agentes del sistema de diseño en España para ayudar a que las empresas incorporen el diseño y la innovación a sus estrategias de desarrollo de productos y servicios.
- d) Para la simplificación del entorno administrativo y regulatorio de las empresas: La DGPYME aspira a generalizar el sistema de tramitación telemático de empresas, especialmente para facilitar y agilizar la constitución de empresas con forma societaria. Partiendo de un marco jurídico sencillo, constituye un hito en la implantación de la Administración electrónica, al posibilitar la realización de los trámites de constitución e inicio de actividad por procedimientos telemáticos y mediante un Documento Único Electrónico (DUE), que permita la constitución de la sociedad con rapidez y comodidad.
- e) Para el fomento de la iniciativa emprendedora: Las acciones de la DGPYME en este ámbito se dirigen a promover una imagen positiva del empresario en la sociedad, de manera que la iniciativa emprendedora sea una opción atractiva para nuestros jóvenes. También se emprenden actuaciones dirigidas a fomentar las capacidades y el conocimiento de la empresa en el sistema educativo.

f) Para el impulso a los instrumentos de financiación: Se pueden citar los siguientes instrumentos:

- **Avales:** La Compañía Española de Reafianzamiento, S.A. (CERSA), basa su actividad en el reafianzamiento o cobertura parcial del riesgo asumido por las sociedades de garantía recíproca con las pequeñas y medianas empresas que precisan de garantías adicionales para resolver su problemática financiera, priorizando la financiación de inversiones y proyectos innovadores, así como las microempresas y las de nueva o reciente creación.
- **Préstamos participativos:** Esta fórmula de financiación se ofrece a través de la Empresa Nacional de Innovación, S.A. (ENISA), cuya actividad principal consiste en la búsqueda y utilización de nuevos instrumentos financieros de apoyo a las PYMES. Con el préstamo participativo se financian proyectos empresariales en su conjunto, contemplando todo tipo de inversiones materiales e inmateriales necesarias para llevarlos a cabo. Se pueden apoyar a empresas de todos los sectores, con la excepción del inmobiliario y financiero.
- **Microcréditos:** Programa de microcréditos para emprendedoras y empresarias, promovido por el Instituto de la Mujer, la Dirección General de Política de la PYME y la CAIXA. Tiene por objeto financiar, mediante préstamos de carácter personal, proyectos empresariales promovidos por mujeres, en unas condiciones ventajosas y sin necesidad de avales. Una vez formalizado el crédito, se lleva a cabo el seguimiento de la implantación y marcha del negocio, mediante la actuación de un consultor. Además, existe la línea de microcréditos, instrumentada a través de las sociedades de garantía recíproca y reafianzada por CERSA, sociedad instrumental de la Dirección General de Política de la PYME.
- **Titulación de Activos:** Constituye un instrumento puesto en marcha para potenciar la financiación de las PYMES, de conversión de la deuda en valores, concediendo el Estado una garantía a los bonos emitidos por los Fondos.

Panamá: La AMPYME lleva a cabo diversos programas que contribuyen en el desarrollo de la micro, pequeña y mediana empresa, los que por su importancia

los mencionaremos a continuación: Programa de Capacitación para PYMES (PROCAPYME), Programa de Financiamiento para PYMES (PROFIPYME), Programa de Creación de Nuevas Empresas del Sector de la Micro y Pequeña Empresa (CREAR), Sistema de Información Empresarial Panameño (SIEP).

Perú: Cabe citar las actividades y tipos de ayuda otorgados por las siguientes entidades:

- a) Banco Agropecuario (AGROBANCO), que ofrece dos grandes rubros de apoyo a las empresas que son los Créditos Directos y los Créditos Indirectos, en su función de banca de segundo piso.
- b) Banco de la Nación, que tiene dos programas de apoyo a las MYPES, ambas a través de su función de banca de segundo piso: Préstamo a la MYPE y el Programa PROMYPE.
- c) Corporación Financiera de Desarrollo (COFIDE) que, en su calidad de Banco de Desarrollo de segundo piso, cuenta con programas y líneas de crédito que pueden financiar todas las etapas del proceso de inversión, desde los estudios de factibilidad e identificación de mercados, los diferentes procesos de producción y servicios de la empresa, así como la modernización de planta y operaciones de comercio exterior.

República Dominicana: Existen entidades con programas dirigidos a las MIPYMES, los cuales están encaminados específicamente a esta área y su financiación proviene de ayuda tanto del gobierno directamente como de ONGs. Y como habíamos mencionado más arriba sobre los instrumentos de financiación podemos citar:

- a) Banco de Reservas de la República Dominicana (Banreservas) con los siguientes productos: Mercapyme, que es un producto creado para favorecer a la microempresa en sus procesos de inversión, tendentes a mejorar la productividad, competitividad y la generación de empleos, destinado a los sectores industriales, comerciales y de servicios; y Multipymes, que son préstamos destinados a medianos y pequeños empresarios para apoyarlos en sus procesos de inversión procurando la mejora de la productividad, competitividad y la generación de empleos.

- b) Banco Agrícola de la República Dominicana, con los siguientes programas: PRÉSTAMOS PADER, que es un programa de apoyo al desarrollo de la empresa rural, orientado a las micro y medianas empresas del área rural. Banco Nacional de Fomento de la Vivienda y la Producción (BNV), con los productos PrestaMás Pymes, destinados estos últimos a satisfacer las necesidades a los micro, pequeños y medianos comercios; PROMIPYME, creado con el objetivo de promover la eficiencia, la modernización y el crecimiento de la MiPyME mediante el otorgamiento de créditos con bajas tasas de interés.

- c) Banco Nacional de Fomento de la Vivienda y la Producción (BNV), con los productos PrestaMás Pymes, destinados estos últimos a satisfacer las necesidades a los micro, pequeños y medianos comercios; PROMIPYME, creado con el objetivo de promover la eficiencia, la modernización y el crecimiento de la MiPyME mediante el otorgamiento de créditos con bajas tasas de interés.

Venezuela: Procede citar las siguientes iniciativas:

- a) Fondo Nacional de Garantías Recíprocas para las PYMES (FONPYME) que es una sociedad mercantil constituida con aportes de organismos públicos que promueve e incentiva el desarrollo y crecimiento de las cooperativas, micros y pymes, facilitando su acceso a la banca y permitiéndoles participar en licitaciones, a través de las fianzas financieras y técnicas. Fonpyme es el ente rector de las Sociedades de Garantías Recíprocas (SGR), y en conjunto con ellas conforman el Sistema Nacional de Garantías Recíprocas (SNGR) de Venezuela. Fonpyme y las SGRs pretenden brindar nuevas opciones de afianzamiento a las pequeñas y medianas empresas, uno de los sectores económicos que generan más empleos, riqueza y productividad para el país.

- b) CONINPYME, que es una iniciativa de la Confederación Venezolana de Industriales Coindustria) y el Fondo Multilateral de Inversiones FOMIN/BID para fortalecer a las pequeñas y medianas empresas. Esta iniciativa de CONINDUSTRIA se orienta al fortalecimiento de la competitividad de la Pequeña y Mediana Empresa Venezolana,

servicios de asistencia empresarial y consultorías para organizaciones entre 5 y 99 trabajadores de sectores industriales no tradicionales. Asimismo, ofrece cursos y talleres, servicios de información y publicaciones electrónicas de respaldo a la gestión empresarial.

- c) Fondo de Crédito Industrial (FONCREI) que fue creado en 1974 para apoyar a los Ministerios de Fomento y Hacienda, en lo relativo al análisis de los créditos solicitados por empresas privadas y como pilar de desarrollo integral del sector industrial manufacturero del país.
- d) El Instituto Nacional para el Desarrollo de la Pequeña y Mediana Industria (INAPYMI), que tiene por objetivo ejecutar las políticas de fomento, recuperación, promoción y desarrollo que en materia de la Pequeña y Mediana Industria dicte el Ejecutivo Nacional. Tiene la misión de garantizar el apoyo, fomento, promoción y recuperación de la Pequeña y Mediana Industria como factor fundamental de la dinámica productiva del país, optimizando sus niveles de productividad, calidad y competitividad, fomentando el empleo y contribuyendo eficazmente con el crecimiento económico productivo, sostenido e integrado de la nación.

III. EL ACCESO DE LAS EMPRESAS EN GENERAL Y DE LAS PYMES EN PARTICULAR A LOS MERCADOS DE VALORES

3.1. Los requisitos generales de acceso y las dificultades de acceso de las PYMES

Síntesis: En los países iberoamericanos, el acceso de las empresas al mercado primario de valores a través de una oferta pública está condicionado al cumplimiento de un conjunto de requisitos de solvencia, liquidez y transparencia. En particular, se suele exigir la aportación de una serie de documentos de carácter jurídico (tales como los estatutos sociales y el acuerdo societario), contable (cuentas auditadas de los últimos ejercicios), organizativo (estructura de personal, representantes, directivos, etc.) y financiero (calificación crediticia). Además, el acceso a los mercados secundarios donde se negocian los valores emitidos (tales como las bolsas de valores y otros mercados) exige que las empresas

emisoras de los valores tengan un capital mínimo y un número de socios que garantice un nivel mínimo de liquidez.

Pues bien, aquellos requisitos de transparencia presuponen una capacidad de generar información financiera y mantenerla actualizada y, por lo tanto, exigen medios materiales y humanos significativos que dificultan el acceso de las PYMES al mercado primario de valores. Además y en mayor medida, las PYMES chocan con barreras prácticamente insalvables para lograr que los valores que emiten accedan a los mercados secundarios bursátiles de negociación porque, además de existir mayores exigencias informativas, no alcanzan los capitales y número de socios mínimos para garantizar la liquidez. En este último sentido, dado que es evidente que la capacidad de las empresas de financiarse a través del mercado de valores depende de su capacidad efectiva de colocar entre los inversores los valores que emiten y dado que tal colocación depende no sólo del riesgo y de la rentabilidad de aquellos valores sino también de su liquidez; existe un interés objetivo en conseguir que los valores emitidos por las PYMES puedan negociarse en mercados secundarios. Este problema ha pretendido resolverse con la creación de segmentos de mercado específicamente adaptados a este tipo de empresas, denominados en ocasiones “segundos mercados”, que reducen las exigencias de acceso. Estas iniciativas no han tenido un gran éxito, por lo general.

Argentina: Las sociedades que deseen negociar sus valores en las Bolsas o mercados autorregulados deben hallarse autorizadas para realizar oferta pública de tales valores por la Comisión Nacional de Valores (CNV). Aquellas que se califiquen como PYMES quedan sujetas a un régimen de excepción previsto en las Normas de la CNV para la emisión de acciones y/u obligaciones negociables. Las emisoras que deseen cotizar sus valores negociables en una entidad autorregulada deberán presentar ante estas entidades —Bolsa o Mercado Abierto Electrónico— las respectivas solicitudes de cotización. Estas últimas tienen sus propios reglamentos que condicionan los requisitos de acceso al mercado.

Los requisitos generales que una empresa debe cumplir para acceder al régimen de oferta pública se establecen en la Ley 17.811 de Oferta Pública de Títulos Valores y en el Capítulo 6 de las Normas de la CNV y son los siguientes: deberá presentar información relevante de sus antecedentes generales; deberá detallar los antecedentes económicos, financieros y patrimoniales de la empresa; deberá informar por

escrito, inmediatamente de producido o tomado conocimiento, en forma veraz y suficiente, todo hecho o situación, positivo o negativo, que por su importancia pudiera afectar el desenvolvimiento de los negocios de la emisora sus estados contables y la cotización u oferta de sus valores negociables; deberá acreditar, con un informe de un auditor externo, que la sociedad es una empresa en marcha y que posee una organización administrativa que le permite atender los deberes de información propios del régimen de la oferta pública; deberá presentar una nómina de los integrantes del directorio y órgano de fiscalización de la sociedad y gerentes que ocupan la primera línea gerencial; y deberá redactar un prospecto de emisión.

Bolivia: Para acceder al mercado de valores las empresas deben cumplir con ciertos requisitos establecidos por la normativa vigente. En primera instancia, las empresas deberán estar inscritas como emisor en el Registro del Mercado de Valores de la Superintendencia de Pensiones, Valores y Seguros. Además, deben presentar documentos legales y financieros y dar información sobre la emisión de forma específicamente adaptada al tipo de valor de que se trate (bonos, pagarés bursátiles, pagarés en mesa de negociación).

Brasil: Los requisitos principales de modo que las empresas pequeñas y medianas participen del mercado de capitales, guardan relación con la necesidad previa de conseguir el registro de compañía y del registro de distribución. La más apropiada sería, en caso de montar una operación de distribución pública, seguramente, las acciones, las obligaciones o los Contratos de Inversión Colectiva-CIC. El mercado de capital del riesgo es otro instrumento capaz de favorecer la entrada de PYMES en el mundo bursátil, ya que sus participaciones accionarias o las cuotas de su negocio pueden ser adquiridas por fondos de inversión en private equity (FIP) o venture capital (FMIEE).

Otra forma de participar del mercado de capitales, mucho menos cara, consiste en la anticipación y/o venta de sus recibivos a la composición de las carteras de los Fondos de Inversión en Derechos Crédito-FIDC y FIDC-PIPS.

Chile: De acuerdo a lo establecido en el artículo 6° de la Ley de Mercado de Valores, con excepción de los bancos e instituciones financieras que son regulados por la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras, sólo podrán hacer oferta pública de sus valores aquellas entidades que se encuentren inscritas

en el Registro de Valores que lleva la Superintendencia de Valores y Seguros. Asimismo, dicho artículo indica que los valores que podrán ser transados por dichas entidades emisoras deberán estar previamente inscritos en el Registro de Valores. Para proceder con su inscripción en el Registro de Valores, una entidad deberá acompañar principalmente los siguientes antecedentes: estados financieros de fecha reciente, los cuales deberán ser acompañados con el informe de los auditores externos (en caso de sociedades que cuenten con filiales se deberá presentar los estados financieros anuales de dichas filiales); antecedentes legales referidos a la constitución de la sociedad; listado de accionistas o socios.

Además, la sola inscripción de una entidad en el Registro de Valores, independiente que ésta haga oferta pública de sus valores, impone a ésta una serie de obligaciones de remisión de información, tales como: informes y estados financieros trimestrales y anuales; Memoria Anual; información de hechos relevantes, referidos a aquella información esencial relacionada a los negocios de la sociedad y los valores emitidos por ésta; y otra información, tales como copia de actas de las juntas de accionistas, publicaciones efectuadas en prensa, nómina de ejecutivos, etc.

Una vez inscrita la sociedad en el Registro de Valores, ésta podrá hacer oferta pública de sus valores en el mercado, para lo cual las entidades pueden hacer uso básicamente de tres instrumentos para su financiación: (i) efectos de comercio, que son títulos de deuda de corto plazo, que pueden ser emitidos como monto fijo o como línea; (ii) bonos, que al igual que los efectos de comercio pueden ser emitidos en forma de monto fijo o como línea; y (iii) acciones. Asimismo, se cuenta con los títulos de deuda de securitización, no obstante dichos títulos sólo pueden ser emitidos por sociedades de objeto exclusivo denominadas sociedades securitizadoras, por lo cual este tipo de instrumentos sólo pueden ser usados de manera indirecta por las empresas, a través de la venta de sus activos a las primeras para su posterior securitización. Dependiendo del tipo de instrumento a emitir, las sociedades emisoras deberán cumplir requisitos adicionales. Finalmente, el artículo 63° de la Ley de Mercado de Valores señala que no podrán hacer oferta pública de valores las entidades emisoras que se encuentren en estado de insolvencia. Aún más, este artículo determina que deberá suspenderse la emisión de valores de oferta pública desde el momento en que el emisor caiga en estado de insolvencia. De tal forma, ninguna entidad en estado de insolvencia podrá utilizar el mercado de valores para recaudar nuevos fondos.

Colombia: En primera instancia, la sociedad debe: 1. Determinar sus necesidades de recursos: capitalización, endeudamiento, corto o largo plazo. 2. Definir la clase de Título que le interesa y estructure la emisión, determinando las condiciones básicas tales como monto, plazo, tasa y amortización. 3. Obtener las autorizaciones internas: Junta Directiva o Asamblea de Accionistas de acuerdo con los estatutos de la compañía. 4. Obtener las autorizaciones de la entidad que vigila su entidad si es el caso, tramite el permiso de la Superintendencia Financiera para la oferta pública e inscripción en el Registro Nacional de Valores y Emisores. Estos trámites pueden adelantarse simultáneamente. Si desea darle una mayor liquidez a los títulos, puede proceder a inscribirlos en Bolsa de Valores. 5. Obtener la Calificación de la emisión, si es el caso. 6. Publicar el aviso de oferta dirigido a sus potenciales inversionistas, y proceder a la colocación de la emisión, directamente, o, a través de un agente colocador. 7. Actualizar la información de la empresa como Emisor mientras los títulos se encuentran inscritos.

Los requisitos exigidos por la Superintendencia Financiera de Colombia para autorizar la oferta son: 1. Constancias de autorizaciones internas o de la entidad que vigila la empresa, si es del caso. 2. Prospecto de emisión: Documento que contiene información sobre la emisión y sobre compañía emisora. En la Superintendencia Financiera se encuentran modelos de prospectos para cada clase de título a emitir. 3. Proyecto de aviso de oferta. 4. Otros documentos de soporte. Dependiendo de las condiciones específicas de la emisión pueden requerirse otros documentos. 5. Pago de los derechos de Oferta (0,035% del monto a colocar) y de inscripción en el Registro Nacional de Valores y Emisores (0,008% del patrimonio del emisor).

Además de los anteriores, existen requisitos especiales exigidos por la Superintendencia Financiera, dependiendo del título a colocar. El emisor cuenta con la posibilidad de depositar la emisión en el DECEVAL (Depósito Centralizado de Valores). Esta entidad se encarga de manejar y controlar las transferencias, Registros, Pagos de interés, y otros aspectos relacionados con la administración de la emisión. También, puede contratar los servicios, de una Sociedad Fiduciaria para que cumpla con estas funciones.

Costa Rica: Los requisitos generales (Artículo 18 del Reglamento sobre Oferta Pública de Valores) son: solicitud, prospecto, calificación de riesgo, información

financiera (Estados Financieros anuales auditados e interinos), documentación legal y de orden administrativo (certificaciones notariales de los acuerdos, información y documentación relativa a las garantías), cuando resulte aplicable. Además, deben presentar la documentación que demuestre el registro de la empresa en el Ministerio de Economía, Industria y Comercio como empresa pequeña o mediana.

El Salvador: Para participar del mercado deben registrarse ante el Registro Público Bursátil de la Superintendencia de Valores, tanto los emisores como las emisiones, para lo cual tienen que cumplir los siguientes requisitos de acuerdo con el Art.9 de la Ley del Mercado de Valores (LMV), el Instructivo para el Registro de Emisores y Emisiones de Valores y el Reglamento General Interno de la Bolsa de Valores. Estos requisitos afectan al registro de emisores de valores (a los que se les exige la transparencia de sus estados contables y financieros) y de emisiones de valores (diferenciándose según se trate de títulos de Deuda Nacionales o de Acciones Nacionales).

España: Los requisitos generales están recogidos en la LMV de 1988, según redacción dada por el Real Decreto-ley 5/2005, de 11 de marzo. Existe libertad de emisión, es decir, las emisiones de valores no requieren autorización administrativa previa. En todo caso, la emisión de valores y la admisión a negociación en un mercado secundario oficial estará sujeta al cumplimiento previo de los requisitos siguientes: la aportación y registro en la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) de los documentos que acrediten la sujeción del emisor y de los valores al régimen jurídico que les sea aplicable; la aportación y registro en la CNMV de los estados financieros del emisor preparados y auditados de acuerdo con la legislación aplicable a dicho emisor; y la aportación, aprobación y registro en la CNMV de un folleto informativo, así como su publicación. El folleto contendrá la información relativa al emisor y a los valores que vayan a ser admitidos a negociación en un mercado secundario oficial.

En particular, para la admisión a negociación en un mercado secundario deberán cumplirse determinados requisitos de idoneidad relativos al emisor y las acciones: El emisor deberá estar válidamente constituido, de acuerdo con la normativa del país en el que esté domiciliado, y deberá estar operando, de conformidad con su escritura pública de constitución y estatutos, o documentos equivalentes; las acciones de un emisor admitidas a negociación no podrán

establecer desventajas o diferencias en los derechos que correspondan a los accionistas que se encuentren en condiciones idénticas; los valores que sean objeto de una solicitud de admisión a negociación habrán de representarse por medio de anotaciones en cuenta; los valores deben ser libremente transmisibles. Se considerará que los valores son libremente transmisibles siempre que no existan restricciones en los estatutos del emisor o en el acuerdo de emisión de los valores; el importe total de los valores cuya admisión a negociación se solicite será, como mínimo seis millones de euros, calculado como el valor esperado de mercado. Para estimar si se cumple este requisito, se tendrá en cuenta el precio que hayan pagado los inversores en la oferta pública previa a la admisión, si hubiera existido dicha oferta.

Honduras: El marco legal aplicable en Honduras establece que, para inscribirse en el Registro Público del Mercado de Valores, los emisores deben aportar una serie de documentos de tipo jurídico (v.gr. el original de la certificación del punto de acta de la Asamblea de Accionistas u órgano social competente, donde se autoriza la inscripción de la sociedad como emisora; copia del Registro Tributario Nacional; copia de la escritura constitutiva y estatutos de la sociedad emisora con sus reformas debidamente inscritas en el Registro Público de Comercio), societario (lista de los principales 10 accionistas de la emisora, detallando el número de acciones, clase de acción y participación porcentual de cada uno de ellos), organizativo (relación de representantes legales con su número de cédula de identidad, relación de los funcionarios administrativos con su número de cédula de identidad y sus cargos a la fecha de la solicitud, relación de directores con su número de cédula de identidad, a la fecha de la solicitud) y contable y financiero (indicación del auditor externo con su número de identificación en el Registro, estados financieros auditados de los últimos tres ejercicios fiscales o desde la iniciación de sus operaciones, cuando la sociedad tenga un tiempo menor de estar operando: Balance General, Estado de Pérdidas y Ganancias, Estados de Flujos de Efectivo, Estados de Cambio en el Patrimonio Neto, Informes de la Administración y otra información financiera que establezca la Comisión, Última Memoria Anual, cuando ésta exista).

Nicaragua: La participación del sector privado en el mercado de valores en Nicaragua ha sido reducida. Sin embargo, las empresas que han decidido transar en bolsa han podido colocar todas sus emisiones a tasas de interés competitivas

y han venido ampliando el monto de sus emisiones. La poca participación de las empresas se debe al carácter familiar y cerrado que las caracteriza, manifestando resistencia a ser pública la información financiera y legal de estas. Para ser emisor de valores en Nicaragua las empresas tienen que cumplir con los requisitos señalados por la Superintendencia de Bancos y la Bolsa de Valores de Nicaragua, definidos a través de normas de carácter administrativo, donde se especifica la documentación legal y financiera que deben presentar ante la entidad reguladora del mercado a fin de obtener la certificación de emisor de valores.

Panamá: No es fácil el acceso de las pequeñas y medianas empresas al mercado de valores panameño, como lo demuestra el reducido número de PYMES con valores registrados en la Comisión Nacional de Valores (CONAVAL), según la clasificación que de las empresas hace la Autoridad de la Micro, Pequeña y Mediana Empresa. En la actualidad, se encuentran noventa y cuatro emisores con valores registrados en la CONAVAL, de los cuales seis, por el total de ingresos reportados en los estados financieros interinos a diciembre de 2006, se encuentran dentro de la clasificación de pequeñas empresas, y nueve en la de medianas empresas. Entre las razones de tal reducida presencia podemos mencionar el alto costo de ingreso al mercado de valores tradicional, el no contar con las herramientas básicas de organización y administración de sus empresas, así como no contar con garantías suficientes para respaldar los valores a emitir. Un elemento que no podemos dejar de mencionar y que contribuye es el poco interés de los profesionales vinculados a las actividades propias del mercado de valores en ofrecer sus servicios a la incursión de este tipo de empresas en el mercado panameño. Los requisitos que deben cumplir las pequeñas y medianas empresas para registrar sus valores en la CONAVAL para su ofrecimiento al público están establecidos en el Acuerdo no. 6-2000, de 19 de mayo de 2000.

Perú: La participación de un emisor en el mercado de valores requiere la provisión de un conjunto mínimo de información a los potenciales inversionistas, usualmente establecido por las autoridades competentes, como un mecanismo que busca dar seguridad para que los inversionistas tomen decisiones individuales adecuadamente informados. Desde ese punto de vista, los canales de intermediación directa imponen importantes exigencias informativas y de transparencia en función de reflejar de mejor manera el riesgo de los emisores. El ingreso de nuevos emisores en el mercado valores supone entonces la necesidad

de enfrentar un conjunto de barreras a la entrada, siendo algunas de ellas de naturaleza legal, de naturaleza económica financiera y otras de carácter institucional. En algunos casos, estas barreras pueden ser vistas como limitantes para la oferta potencial en la medida que un emisor requiere satisfacer un conjunto mínimo de requisitos por la autoridad. En otros, pueden existir regulaciones específicas a los diferentes demandantes que, atendiendo a razones de prudencia regulatoria o esquemas de incentivos, restrinjan la demanda por instrumentos de emisores nuevos y de menor tamaño relativo.

Actualmente, existen diversas barreras que restringen el acceso al mercado de valores de las pequeñas y medianas empresas en el Perú para obtener financiamiento. Sin embargo, no son exclusivas del mercado de valores peruano pues tienden a reproducir características observadas en otras realidades. En tal sentido, cabe diferenciar los siguientes tipos de barreras:

- a) Barreras Legales o regulatorias. El Decreto Supremo No. 093-2002-EF, Texto Único Ordenado de la Ley del Mercado de Valores y sus normas complementarias, establecen una serie de requisitos para el ingreso de nuevos emisores al Mercado de Valores que involucran entre otros, la elaboración del prospecto informativo y los materiales de promoción de las emisiones o del programa de emisión; las clasificaciones de riesgo; la intervención de un intermediario bursátil autorizado para la adquisición de valores; el procedimiento de registro de valores y de los programas de emisión en el Registro Público del Mercado de Valores, así como los deberes de información al mercado. Además de las disposiciones establecidas por CONASEV, existen requisitos aplicables para la inscripción de papeles en la Bolsa de Valores de Lima y de ser el caso en una Institución de Compensación y Liquidación de Valores.
- b) Barreras Económicas: Los procesos de emisión de deuda vía el mercado de valores involucran una serie de costos de transacción que en la práctica pueden desalentar a las PYMES del mercado de valores en especial dado el posible tamaño de las emisiones vía oferta pública. Esta situación refleja también las características de la estructura empresarial en el Perú en el cual existe un amplio número de empresas de menor tamaño relativo. Estos procesos que involucran distintos

costos de transacción, pueden resultar complicados de cumplir para una empresa de menor tamaño y, adicionalmente, demandar recursos adicionales que generan costos mayores en términos efectivos poco competitivos con los canales de intermediación indirecta. Los costos de transacción, que redundan en los costos económicos involucrados, podrían llevar a las empresas medianas a optar por otro tipo de financiamiento de menor costo, pues los mismos elevarían la tasa efectiva de fondeo (que de por sí es alta para un emisor de menor tamaño) por cuestiones de escala (bajos montos de emisión). El cumplimiento de los requisitos y la preparación de un instrumento para su negociación requiere asumir determinados costos de transacción que afectan al costo efectivo de emisiones públicas.

- c) **Barreras Institucionales:** La gran masa de PYMES muestra un escaso ordenamiento legal y tributario, así como poca voluntad y capacidad de apertura de información. El cumplimiento de estas condiciones resulta indispensable para que cualquier emisor pueda captar fondos del mercado o financiamiento formal. De manera adicional, las prácticas de buen gobierno corporativo son escasas y limitan el interés de posibles inversionistas institucionales. Paralelamente, existen dudas sobre la calidad de los informes externos de auditoría sobre la marcha de las empresas de modo que los problemas de información asimétrica se pueden exacerbar. Los factores mencionados (transparencia, disposición, calidad de información y costos) son una serie de factores negativos que afrontan las empresas medianas al evaluar la decisión de salir al mercado de valores. En consecuencia, la masa de empresas con capacidad de financiarse en el mercado de valores, sea vía deuda o capital, es limitado. Por lo tanto, Debido a los requerimientos del mercado, las empresas candidatas a acceder a fondos del mercado de valores deben cumplir con una serie de estándares (financieros, patrimoniales y de información) que satisfagan el concepto de “empresa ordenada”.

República Dominicana: Los requisitos para todos los emisores son los mismos y están contenidos en la norma de inscripción de oferta pública CNV-2005-04-EV, dictada en fecha 28 de enero del 2005. Deben remitir conjuntamente con la solicitud de aprobación e inscripción en el Registro de Mercado de Valores

y Productos documentación legal y financiera, así como el prospecto de oferta pública correspondiente.

Una vez presentados estos elementos, evaluados y analizados por la Superintendencia de Valores se procede con la autorización de su inscripción en el Registro de Mercado de Valores y Productos de la emisión y del emisor. El trámite posterior se sigue ante el mecanismo de negociación que la empresa elija para la negociación de sus valores. Las PYMES pueden encontrarse con diferentes barreras para acceder al mercado de valores tales como: costo de la emisión y el costo de la remisión periódica de información para mantener actualizado el Registro, así como la falta de organización que presentan en la mayoría de los casos este tipo de empresas, lo que hace muy difícil el poder recopilar todos los documentos requeridos por las normativas dictadas por la Superintendencia de Valores.

Venezuela: Para acceder al mercado de valores, las empresas deben cumplir una serie de requisitos generales: acuerdo de la Asamblea de Accionistas; calificación de riesgo (dos para Papeles Comerciales y Obligaciones, y una para Títulos de Participación, o ninguna para otros tipos de valores); estados financieros auditados; contratación de un representante de los obligacionistas; contratación de un agente custodio; presentación de un prospecto de emisión; autorización de la Comisión Nacional de Valores y los demás requisitos establecidos en la Ley de Mercado de Capitales, publicada en la Gaceta Oficial Extraordinaria N° 36.565 de fecha 22 de octubre de 1.998 y en sus Normas.

3.2. Costes fijos y umbrales de rentabilidad

Síntesis: En los países iberoamericanos, el cumplimiento de los requisitos que se exigen tanto en el momento de formular una oferta pública de valores en el mercado como durante todo el tiempo en que estos valores emitidos permanezcan admitidos a negociación en los mercados secundarios de valores implica costes muy notables a las empresas tanto de carácter interno (p.ej. la necesidad de contar con un departamento financiero o contable suficientemente dotado de medios personales y materiales para producir la información exigida) como de tipo externo (p.ej. los pagos de los servicios de auditores, abogados, bancos de inversión, agencias de calificación de riesgos, etc.). Estos costes suelen tener un carácter parcialmente rígido porque su cuantía no depende enteramente del volumen de

la emisión de los valores, sino que conlleva un coste mínimo de tipo fijo con independencia de aquel volumen.

Estas características de los costes inherentes a la financiación de las empresas en el mercado de valores dificultan extraordinariamente el acceso directo de las PYMES a dicho mercado y recomienda buscar vías de acceso indirecto —como la titulización— que permitan disfrutar a las PYMES de las ventajas de la movilización de sus créditos sin tener que asumir individual y directamente los costes implícitos.

Argentina: Si bien no existe un volumen mínimo de negocios para que las empresas accedan al mercado de capitales, las PYMES suelen tener mayores obstáculos para dicho ingreso. Estas tienen menores ventas y deben enfrentarse con costos fijos elevados; todo esto origina barreras. Es por ello que la CNV, luego de conversaciones con la Subsecretaría de la Pequeña y Mediana Empresa y Desarrollo Regional dictó el 3 de mayo de 2007 la Resolución General N° 506 que realiza una definición especial de PYMES para la emisión de deuda o capital, en concreto duplica los montos de venta anuales, para los diferentes sectores económicos (con relación a la normativa anterior) para que las empresas sean consideradas PYMES, con el fin de estimular el ingreso de estas firmas al mercado de capitales y volviéndolas susceptibles de recibir las iniciativas de asistencia, tanto por parte de la Comisión Nacional de Valores, como de las Bolsas, y otros organismos que otorgan beneficios a estas compañías, permitiéndoles acceder a financiamiento a tasas de interés menores que cualquier otro contrato de préstamo que pueda ofrecerse en el mercado financiero. Toda esta normativa influye favorablemente en la rentabilidad de las PYMES que de esta manera encuentran menores dificultades para afrontar los costos de ingresar al mercado de valores. A pesar de ello, todavía son varias las barreras que tienen las PYMES para “salir” al mercado de capitales. Existen algunos factores que les impiden sentirse “cómodas” con la oferta pública de títulos. Para que una compañía ingrese al mercado de capitales, esta necesita contar con información financiera y contable preparada de manera confiable. Esto es importante ya que, cuando un inversor mira los instrumentos, se fija en información de la compañía, tal como los activos que tiene, su deuda y monto de ventas. Esta información debe estar auditada por una fuente confiable, que por lo general tiene un elevado costo. Por otro lado, la informalidad es un problema.

Las operaciones no declaradas no le sirven a una empresa, ya que no las puede publicar y de esta manera no puede generar credibilidad. A su vez, para poder operar, las empresas deben declarar que no hay personal contratado fuera del marco legal vigente, ni contingencias ni juicios sin estimar. También deben contar con un plan de negocios y un plan de crecimiento que permitan ofrecer repago al instrumento que se está ofreciendo. Esto es para que razonablemente los inversores evalúen, que van a recibir los intereses y el capital en el caso de obligaciones negociables, o los dividendos en el caso de las acciones.

En el caso de las PYMES se dificulta, muchas veces, el armado de una estrategia de negocios a largo plazo. A su vez existen ciertos volúmenes para que la emisión sea económicamente eficiente. Para las empresas que no tienen grandes ventas y que realizan una emisión pequeña, los costos de emisión son altos. Si el pago de la tasa de interés se encuentra entre el 10% y 12%, y a eso hay que sumar costos de abogados, aranceles de la entidad autorregulada, del agente colocador, etc., la empresa termina pagando una tasa del 18%. Se señala que el régimen de ON Pymes no permite emitir más de \$ 5 millones, límite que se encuentra en revisión para aumentarlo.

Bolivia: La emisión de valores implica para un emisor los siguientes costos: pago por el servicio de asesoramiento, estructuración, elaboración del prospecto y otros relacionados con la emisión a la Agencia de Bolsa; pagos periódicos por la calificación de riesgo de los valores a la entidad calificadora de riesgos, que deberá revisar la calificación trimestralmente durante la vigencia de los valores, cuando los valores a emitirse requieran de una calificación de riesgo (en el caso de Pagarés la calificación de Riesgo es voluntaria); impresión del prospecto y de los valores físicos, en el caso de valores desmaterializados, estarán sujetos a los pagos que deberán efectuar a la Entidad de Depósito de Valores de Bolivia S.A.; tasas de regulación a la Superintendencia de Pensiones, Valores y Seguros; inscripción y mantenimiento de la emisión a la BBV; pago mensual al representante común de los tenedores de bonos, quien durante la vigencia de la emisión velará por los intereses de aquellos que hayan adquirido estos valores, revisando periódicamente la situación de la empresa; comisión por la colocación de los valores, en caso el emisor se haya asegurado con la agencia de bolsa u otra institución la colocación total o parcial de la emisión.

Brasil: Hay algunos deberes y obligaciones que se traducen en gastos para la empresa cuando uno elige en la apertura de su capital con la intención de afiliarse al mercado de valores mobiliarios, entre ellos se destacan: mantenimiento de un Departamento de Relaciones con Inversionistas, que debe centralizar todas las informaciones internas suministradas del mercado; para la emisión de títulos es necesario la contratación de empresas especializadas, los servicios de *underwriting*, cuando de la distribución pública de valores mobiliarios; impuesto para la CVM que manda a los registros de compañía y de distribución; los emolumentos de las Bolsas y de los mercados organizados; empleo de servicios de auditores independientes; y extensión periódica y publicación sistemática de las informaciones obligatorias al mercado de las actividades de la empresa y de los valores presentados y puestos cerca del público de inversionista.

Chile: La inscripción en el Registro de Valores impone una serie de obligaciones a las entidades inscritas, que dan paso a costos fijos que deben ser soportados por estas. Como se mencionó, la sola inscripción en el Registro de Valores da origen a ciertas obligaciones, independientemente que dichas empresas cuenten con valores de oferta pública. De tal forma, toda sociedad inscrita en el Registro de Valores debe proveer trimestralmente sus estados financieros, adjuntando en el mes de junio una revisión interina de dicha información por parte de una empresa de auditoría externa y en el mes de diciembre, un informe completo de sus auditores externos. Por lo tanto, este requerimiento obliga a toda entidad a llevar un sistema contable formal y profesional de sus operaciones. Evidentemente, la remuneración a pagar a la entidad que realice la labor de auditoría externa estará directamente relacionada, entre otras, al tamaño y a la complejidad de la estructura societaria de la empresa a auditar. Asimismo, esta remuneración también dependerá del tamaño y del prestigio del auditor externo. Por lo tanto, es difícil aventurar la magnitud del desembolso anual que debería enfrentar una determinada empresa por concepto de auditoría externa. A modo de ejemplo, para el año 2006, las sociedades inscritas en el Registro de Valores informaron pagos a sus auditores externos por montos que van desde los US\$ 4.000 a los US\$ 275.000.

Adicionalmente, en caso de que una sociedad inscrita en el Registro de Valores pretendiera utilizar el mercado de valores para recaudar fondos para financiar sus operaciones, deberá enfrentar otros costos fijos que están relacionados a la

emisión de dicho valores. Al igual que la remuneración que se debe pagar a auditores externos, el pago anual que se debe pagar a una entidad clasificadora de riesgo variará dependiendo del tipo de instrumento (bonos o efectos de comercio), de la complejidad de los títulos a emitir, del tamaño del emisor, entre otros. Así por ejemplo, la contratación de una clasificadora de riesgo podría significar un desembolso anual que podría variar desde US\$3.000 a US\$10.000, en caso de efectos de comercio, y desde US\$3.500 a US\$38.000, en caso de bonos, según información correspondiente al año 2006. En cuanto a la remuneración por concepto de Representante de Tenedores de Bonos, ésta está conformada por lo general, y según práctica de mercado, por un pago fijo, que se devenga a la fecha de suscripción del contrato de emisión, por una remuneración anual, que deberá ser pagada mientras existan títulos vigentes, y por un pago eventual por cada oportunidad que haya necesidad que el representante cite a junta de tenedores de bonos. Asimismo, por lo general el monto del pago fijo inicial y del pago variable anual dependerá de la emisión, de tal forma se fijarán valores mayores mientras se requiera un mayor grado de compromiso del representante- asociado con emisiones que cuenten con garantías, con restricciones y obligaciones más complejas, etc.-. En términos de montos, durante el año 2006 se ha podido observar que el pago fijo único a pagar al representante se ha establecido en valores que van desde US\$1.700 a US\$17.000, el pago fijo anual ha oscilado entre US\$2.700 y US\$10.000 y el pago asociado a la citación a junta de tenedores de bonos por lo general se ha fijado en US\$1.700.

Las emisiones de bonos cuyos fondos vayan a ser destinados a la implementación de planes de inversión que se materialicen en un período superior a un año y que a su vez dicho monto represente más del 40% del activo del emisor, deberán contratar a un Administrador Extraordinario y a un Custodio. Esta obligación se mantendrá vigente mientras existan recursos provenientes de la emisión en cuestión. La obligación señalada precedentemente ha sido aplicable a una mínima proporción de las emisiones realizadas, es más, durante el año 2006 ninguna emisión se vio obligada a contratar administrador extraordinario y custodio, debiéndonos remontar al año 2005 para encontrar una emisión cuya estructura cuente con administrador y custodio, aún cuando en esa oportunidad fuera por decisión voluntaria del emisor. Adicionalmente a los costos antes descritos que deben hacer frente los emisores de títulos de deuda, éstos deberán realizar el pago del impuesto de timbres y estampillas, cuya tasa es del 0,125%

mensual, con un tope del 1,5%, teniendo como base el monto emitido. Cabe señalar que este gravamen es aplicable a toda operación de crédito.

Con respecto a la emisión de acciones, la Ley de Mercado de Valores no impone obligación adicional relacionada a la emisión de este título, en el sentido que imponga la contratación de clasificadoras de riesgo, la contratación de un representante, etc., No obstante, la oferta pública de acciones transforma inmediatamente a la entidad en una sociedad anónima abierta, por lo que ésta deberá cumplir con las obligaciones impuestas por la Ley N°18.046 a las sociedades anónimas abiertas, las que son más exigentes que las aplicadas a las sociedades anónimas cerradas. Esta mayor exigencia de las normas impuestas a las sociedades anónimas abiertas, generará otros costos, por ejemplo relacionado a asesores legales, financieros, etc., que son difíciles de cuantificar pero que son necesarios considerar. Si bien es cierto, la clasificación de riesgo no es un requerimiento obligatorio para la emisión de acciones, un gran número de emisores han optado por la contratación de clasificadoras de riesgo para clasificar sus acciones. Según información del año 2006, el monto por clasificación de riesgo de acciones podría variar desde US\$1.700 a US\$3.400. Por otra parte, las entidades que vayan a cotizar sus acciones en la sección destinada a las empresas emergentes de la Bolsa de Valores, deberá contratar un market maker para sus acciones y un sponsor que los ayude con la apertura a bolsa, según obligación establecida por la misma Bolsa de Valores. De acuerdo a información del año 2006, el costo de un sponsor sería aproximadamente de US\$3.500 por semestre, mientras que el costo de contratación de un market maker se acercaría a los US\$3.500 mensuales. Otro costo que deberá solventar los emisores de valores cuyos títulos sean cotizados en bolsa, corresponderá a una cuota semestral por derechos de transacción, la cual es fijada por la misma bolsa de valores. A modo de ejemplo, la Bolsa de Comercio de Santiago, la más importante del país, fija esta cuota en función del patrimonio de la entidad, estableciendo una cuota semestral mínima de US\$200 y una cuota semestral máxima de US\$4.000. Finalmente hay otros costos no mencionados anteriormente, relacionados con asesorías legales y financieras a propósito tanto de la inscripción de la sociedad en el Registro de Valores como el registro de los valores. En relación a dichos costos no se tiene información sobre el monto aproximado al que ascenderían.

Colombia: La participación de una entidad en el mercado de valores genera costos relacionados con la clase de proceso por medio del cual se vincula al

mercado. Los costos en los que se incurriría, además de los normales que generan las obligaciones que se adquieren con la clase de valores, son los siguientes:

1. La inscripción de valores en el Registro Nacional de Valores y Emisores, y su respectiva cuota de sostenimiento anual mientras se encuentre registrado.
2. Derechos ocasionados por la autorización para realizar oferta pública, en algunos casos no se generan.
3. Inscripción de los valores en la Bolsa y su respectiva cuota de sostenimiento, mientras permanezca inscrito, En algunos casos no es obligatoria la inscripción del valor en Bolsa.
4. Desmaterialización de la emisión.
5. Calificación de la emisión para algunos casos.
6. Elaboración de documentos informativos sobre el proceso (prospecto, aviso, etc.).

Así mismo, es necesario relacionar como costos, algunos que dependiendo de la entidad se pueden generar, a saber, asesoría en la estructuración del proceso y en la colocación, garantías o coberturas, y, el del establecimiento de un área en la entidad emisora, que se encargue del control y atención de las obligaciones que genera el participar en el mercado (lavado de activos, oficial de cumplimiento, etc.).

Costa Rica: Un emisor de valores debe asumir los siguientes costos: calificación de riesgo (pago inicial y periódicos-revisión semestral), contribución al financiamiento de la Superintendencia según lo dispuesto en los artículos 174 y 175 de la Ley Reguladora del Mercado de Valores, emisión del Código ISIN y admisión de cotización en la bolsa de valores, así como los correspondientes debido a la contratación de asesoramiento, estructuración, elaboración del prospecto, colocación (contratos de suscripción en firme, en garantía o mejor esfuerzo, comisiones de puestos de bolsa), auditores externos, entre otros.

El Salvador: Dado el poco desarrollo del mercado de valores, se tienen pocos estudios de carácter público sobre los potenciales costos y rentabilidades en el mercado bursátil. Sin embargo puede listarse una serie de costos, fijos y variables, y comisiones para una emisión, según se presenta a continuación: costos fijos (inscripción en Bolsa de un emisor, clasificación de riesgo) y variables (mantenimiento) y comisiones (comisión casa y estructuración).

España: Los costes de cotizar, por ejemplo, en la Bolsa de Madrid incluyen un canon de admisión a negociación y un canon de permanencia en la cotización. El primer canon incluye los siguientes derechos: Por el estudio, examen y tramitación del expediente un canon fijo de 1.160 euros; por derechos de admisión se aplicará el siguiente canon sobre el valor nominal total de los valores a admitir: de 0 a 230 millones de euros el 1 por mil; resto, a partir de 230 millones de euros el 0,1 por mil. El canon de permanencia en la cotización será la cantidad anual que resulte de aplicar el 0,045 por mil sobre su capitalización bursátil al cierre de la última sesión del ejercicio anterior. Los valores incluidos a cotización en el segundo mercado, satisfacen el canon de permanencia reducido en un 50 por ciento.

Panamá: En los artículos 17 y 18 del Decreto Ley No.1 de 8 de julio de 1999 se establecen las tarifas de registro y de supervisión que deben pagar los emisores a la Comisión Nacional de Valores, respectivamente. Adicionalmente a estos costos hay que considerar los que atañen a la estructuración financiera de la emisión; los honorarios de abogados; listado en la Bolsa de Valores de Panamá, S.A.; inscripción en la Central Latinoamericana de Valores, S.A.; la comisión del agente de pago, registro y transferencia; la comisión a pagar al(los) Puesto(s) de Bolsa que se encargarán de realizar la venta de los valores, gastos de imprenta del prospecto informativo, gastos de publicidad de la oferta pública; la tramitación de certificados de registro público, legalización de documentos de requerirse, entre otros. Estos gastos varían según los profesionales que se contraten.

Perú: Los costos efectivos de financiamiento en que incurren las empresas para efectuar la emisión de bonos corporativos en el mercado de valores se pueden exponer según las etapas en que se generen:

- a) Para efectuar la oferta pública primaria de estos valores en el mercado, el emisor debe en primer lugar contratar a una entidad bancaria o a una

sociedad agente de bolsa para que efectúe la estructuración de la emisión, siendo ésta última la que usualmente se encarga también de la colocación. Por tratarse de instrumentos representativos de deuda, el emisor debe contratar asimismo, los servicios de dos empresas clasificadoras de riesgo para que efectúe la clasificación periódica del valor, así como del representante de los obligacionistas. Adicionalmente, el emisor incurre en gastos varios de asesoría legal, gastos notariales, publicidad y prospecto.

- b) Una vez colocados los valores, el principal costo que tiene que asumir es el pago de los intereses que se generan por la deuda (cupones), que están en función directa a la tasa de interés pactada con los inversionistas que adquirieron los valores en el mercado. Estas cifras están hechas para una emisión mínima de US\$ 5 millones, que es el monto mínimo promedio que una empresa podría utilizar para poder equilibrar los costos de emisión sumados a la tasa de financiamiento del mercado de capitales que pudiera obtener, en lugar de la alternativa de recurrir a la intermediación bancaria tradicional. Como puede observarse, emisiones por debajo de estos montos podrían resultar en costos financieros altos (Costos de emisión + Tasas de interés de los bonos), por lo que eventualmente empresas con menor volumen de requerimiento de financiamiento usarán los canales tradicionales de financiamiento.

República Dominicana: La emisión de valores implica los siguientes costos para emisor: los pagos por el servicio de asesoramiento, estructuración, elaboración del prospecto y otros relacionados con la emisión a la intermediación de los valores; pagos periódicos por la calificación de riesgo de los valores; impresión del prospecto y del macro-título; los pagos que deberán efectuar a la entidad de custodia de los valores CEVALDOM Depósito Centralizado de Valores, S. A.; inscripción y mantenimiento de la emisión en el mecanismo de negociación elegido por el emisor; pago del representante de los tenedores de bonos; comisión por la colocación de los valores en los casos de que el emisor opte por no colocarlos él directamente y utilice un intermediario de valores para dicha colocación. Los costos fijos promedios para el acceso al Mercado de valores Dominicano oscilan entre un 1,5% del total de la emisión, que sumado al 13,03%, representan un 14,53% de financiamiento para las empresas a través del Mercado de Valores, muy inferior al promedio de 20,54% que representa el sector bancario.

Venezuela: Los costes de una emisión en Venezuela pudieran discriminarse de la siguiente forma (no exhaustiva): Estructurador / Coordinador (entre 0,5 y 3% del monto de la emisión), Calificación de Riesgo (entre 10 mil y 30 mil US\$ cada una), Representante común (entre 10 mil y 40 mil US\$), Agente de colocación/distribución (entre 0,5 y 1% del monto de la emisión) y Pago al Regulador (hasta 21.000 US\$ dependiendo del monto de la emisión). Por otra parte, la tasa promedio que pagan los emisores a los tenedores de es: 11,058% para Obligaciones, 7,087% para Papeles Comerciales y 11,407% para Títulos de Participación. Como referencia, a 28 de febrero de 2007, la tasa activa es de 15,50% y la pasiva es de 10,13%. La tasa para el crédito comercial y al consumo se ubica cerca al 28%.

3.3. Iniciativas adaptadas para el acceso de las PYMES a los mercados de valores

Síntesis: En los países iberoamericanos existen una serie de iniciativas dirigidas a facilitar el acceso de las PYMES a los mercados de valores que pueden clasificarse del siguiente modo: iniciativas directas (por ejemplo, las que pasan por aligerar las exigencias generales para que dicho acceso se produzca, bien eximiéndolas de la constitución de órganos de fiscalización interna o externa o bien exonerándolas de tasas públicas y comisiones privadas); e iniciativas indirectas (por ejemplo, las que consisten en potenciar el uso por las PYMES de mecanismos que faciliten aquel acceso, tales como el fideicomiso financiero).

Por otro lado, también cabe distinguir las iniciativas que pretenden facilitar el acceso de las PYMES al mercado primario de valores o mercado de emisiones de aquellas otras que buscan permitir que los valores emitidos por las PYMES cuenten con mercados secundarios de negociación que les den liquidez (por ejemplo, mediante la creación de segmentos del mercado bursátil destinados a negociar valores emitidos por PYMES que actúen en ámbitos de innovación tecnológica).

Argentina: A causa del elevado costo que el uso de herramientas de financiación del mercado de capitales tiene para las PYMES, existe un marco regulatorio diseñado para facilitarles el acceso al mismo cuando deseen colocar

acciones y títulos de deuda. En el caso de las emisoras de pequeña o mediana envergadura, los requisitos administrativos y de información propios del régimen de oferta pública, pueden llegar a contrarrestar el menor costo financiero de este tipo de financiamiento, por eso se flexibilizaron ciertas regulaciones para las PYMES, pudiéndose citar las iniciativas siguientes:

- a) El Decreto N° 1.087 del 24 de mayo de 1993 que estableció las pautas para que las PYMES organizadas como sociedades por acciones, cooperativas y asociaciones civiles constituidas en el país, así como las sucursales de sociedades por acciones constituidas en el extranjero, resulten automáticamente autorizadas para ofrecer públicamente títulos valores representativos de deuda emitidos por las mismas dentro de un régimen simplificado que, en lo esencial, requiere el registro de la solicitud ante la CNV y el desarrollo del grueso de la tramitación ante una entidad autorregulada. La CNV ha elevado al ministerio de Economía y Producción una propuesta de modificación al mencionado Decreto triplicando los montos que pueden emitirse dentro del mencionado régimen.
- b) La CNV reeditó el régimen de facilidades para PYMES mediante la adopción de la Resolución General N° 336, con fecha 13 de mayo de 1999, que lo extiende a la negociación de acciones representativas del capital social de sociedades anónimas que califiquen como pequeñas y medianas empresas.
- c) Por medio de la Resolución General 506 del 3 de mayo de 2007, la CNV amplió el marco de inclusión de PYMES al solo efecto de emitir deuda o capital en el régimen de oferta pública, duplicando los montos anuales de venta que, hasta ese momento, se consideraban para que una empresa calificara como PYME. Esta normativa especial exonera a las PYMES de exigencias organizativas (no necesitarán constituir un órgano colegiado de fiscalización ni tienen obligación de constituir un Comité de Auditoría) y costes generalmente asociados a la emisión de valores de renta fija o variable (exención del arancel de autorización que cobra la CNV y de la tasa de fiscalización por control societario). En contraprestación a estas ventajas, sus valores únicamente pueden ser adquiridos por los “inversores calificados”.

Junto a estas especialidades en cuanto a la emisión de valores de renta fija y variable, cabe citar el uso del fideicomiso financiero, conforme al cual las PYMES como fiduciantes —una de las dos partes esenciales del contrato— pueden transferir derechos y/o flujos de fondos futuros cuya titularidad les corresponda, a favor de un fiduciario financiero —la otra parte esencial— quien administrará dichos bienes a favor de los beneficiarios adquirentes de valores negociables fiduciarios emitidos en el marco del fideicomiso financiero. El importe neto de la colocación de los valores fiduciarios podrá entregarse a los fiduciantes como contraprestación por la transmisión por ellos efectuada; pudiendo obtener así la disponibilidad inmediata y en efectivo de sus recursos. La práctica enseña que, por la necesidad de contar con una masa crítica relativa que haga económicamente apreciable la operación, es común la intervención de varias PYMES como fiduciantes de un mismo contrato.

Resulta asimismo usual que, como mecanismo particular de mejora del crédito, se registre la intervención de una Sociedad de Garantía Recíproca de la cual las PYMES resulten socios partícipes, como garante o avalista. En otras ocasiones algunas PYMES han constituido programas globales de valores representativos de deuda de corto plazo, de acuerdo con un procedimiento simplificado. Las Bolsas de Comercio de Córdoba y Buenos Aires han incorporado en sus normas un régimen especial simplificado para PYMES.

Bolivia: Debido a que uno de los principales problemas con los que tropiezan las PYMES para acceder a financiamiento de fuentes tradicionales es el sistema de garantías, se ha planteado como una solución alternativa el financiamiento a través del mercado de valores, para lo cual se ha venido trabajando en instrumentos legales tales como la Ley de Sociedades de Garantía Recíproca y Fomento al Capital de Riesgo, que permitan el ingreso de las PYMES en mejores condiciones. No obstante, entre tanto se apruebe la mencionada Ley, y basados en la experiencia originada en la emisión de pagarés realizada por una PYME en el mercado de valores, cuya característica principal fue la utilización de sus contratos de exportación como fuente de repago de los valores emitidos, los cuales tuvieron buena aceptación en el mercado, la Bolsa Boliviana de Valores S.A. conjuntamente con la fundación para la Producción (FUNDA-PRO), la Fundación para la Promoción y Desarrollo de la Microempresa (PRODEM) y Banco de Desarrollo Productivo S.A.M (BDP S.A.M.), han desarrollado un proyecto piloto denominado “Fondo

de Aval Bursátil”, cuyo objetivo principal consiste en brindar al sector empresarial de las PYMES mejores condiciones de financiamiento para capital de operaciones, a través del mercado de valores, mediante el otorgamiento de avales de hasta el 50% del monto vigente de los valores de deuda emitidos y colocados por las PYMES pertenecientes al sector productivo. El Fondo de Aval Bursátil (FAB) está constituido con recursos en efectivo de FUNDA-PRO y PRODEM y es administrado por Banco de Desarrollo Productivo S.A.M. Los beneficiarios, serán exclusivamente PYMES que cumplan determinadas características. Para el acceso a la garantía otorgada por el FAB, los productos financieros que las PYMES podrán emitir son Pagarés en Mesa de Negociación y Pagarés Bursátiles.

El mecanismo de funcionamiento del FAB puede describirse en 4 fases: 1ª. La PYME que requiera financiamiento para capital de trabajo se contactará con una agencia de Bolsa que estructurará una emisión de pagarés a ser inscrita en la Bolsa Boliviana de Valores S.A. y elaborará un folleto (en caso de que los pagarés se vayan a negociar en Mesa de Negociación) y un prospecto (en el caso de que los pagarés se vayan a negociar en el ruedo) con la información institucional, financiera y legal de la PYME. 2ª. La agencia de bolsa presentará a Nafibo S.A.M. una solicitud de aval adjuntando el Folleto o Prospecto, según corresponda. Nafibo S.A.M. realizará en análisis de la operación y de sus riesgos; y elevará al Comité de Aprobación un informe de evaluación con recomendaciones sobre la factibilidad del aval. 3ª. Con base en las recomendaciones de Nafibo S.A.M. el Comité tomará la decisión de otorgar o no el aval, comunicando esta decisión al administrador para su cumplimiento. 4ª. La PYME emite los valores avalados, que se colocarán en la Bolsa Boliviana de Valores S.A., donde los inversionistas privados acuden a adquirir estos valores. Las PYMES deberán emplear los recursos obtenidos de la emisión de pagarés avalados por el FAB, principalmente para capital de operaciones, excluyendo determinados destinos.

Brasil: Pueden citarse las siguientes iniciativas específicas para PYMES:

- a) La revisión por la Comissão de Valores Mobiliários (CVM) de las regulaciones sobre el registro de compañías abiertas y de la distribución pública de valores mobiliarios y creación la creación, organización y funcionamiento de fondos de inversiones que podrían invertir en activos resultantes de las PYMES.

- b) Adaptación del programa de capital de riesgo a las MPME por el Serviço Brasileiro de Apoio às Micros e Pequenas Empresas (SEBRAE). Por otro lado, y dado que los requisitos principales de modo que las empresas pequeñas y medias participen del mercado de capitales guardan relación con la necesidad previa de conseguir el registro de compañía y del registro de distribución. La más apropiada sería, en caso de montar una operación de distribución pública, seguramente, las acciones, las obligaciones o los Contratos de Inversión Colectiva (CIC). El mercado de capital del riesgo es otro instrumento capaz de favorecer la entrada de PYMES en el mundo bursátil, ya que sus participaciones accionarias o las cuotas de su negocio pueden ser adquiridas por fondos de inversión en *private equity* (FIP) o *venture capital* (FMIEE). Otra forma de participar del mercado de capitales, en camino mucho menos caro, consiste en la anticipación y/o venta de sus recibíveis a la composición de las carteras de los Fondos de Inversión en Derechos Creditorios (FIDC y FIDC-PIPS).

Chile: En los últimos años, el Gobierno de Chile ha dictado una serie de medidas con el objetivo de disminuir los problemas a los que se ven enfrentadas las PYMES en su operación. De tal forma que dichas disposiciones han buscado, sobre todo, facilitar el acceso a financiamiento de las mismas, disminuir el costo de éste, establecer nuevas alternativas de financiamiento, disminuir la asimetría de información entre las PYMES y sus eventuales financistas, etc. De las medidas adoptadas, las siguientes son las que atañen al mercado de valores:

- a) Creación de los fondos de inversión privado y de sus administradores para brindar financiamiento a las medianas empresas con alto potencial de crecimiento.
- b) Creación de la denominada “Bolsa Emergente”, que fue diseñada como un mercado alternativo para la apertura en bolsa de las empresas de menor tamaño, en comparación de las empresas que tradicionalmente cotizan sus acciones en bolsa, y que a su vez estuvieran en una etapa de crecimiento o de formación con expectativas de rápido crecimiento futuro.
- c) Introducción de la figura de línea de efectos de comercio, que son títulos de deuda con un vencimiento no superior a 36 meses, por lo

cual constituyen el tipo de instrumento que una mediana empresa utiliza principalmente para financiar sus operaciones.

- d) Mérito ejecutivo de la factura y la oferta pública de estas. Se dictó la ley que regula la transferencia de las facturas y otorga mérito ejecutivo a estas, permitiendo a los contribuyentes contar con mayores y mejores herramientas para exigir su pago.
- e) Impuesto de Timbres y Estampillas. Como una forma de abaratar los créditos, se ha propuesto la disminución gradual del impuesto de timbres y estampillas que grava toda operación de crédito con una tasa del 0,125% mensual con un tope de 1,5% con respecto al monto del crédito. Esta medida se traducirá en que dicho impuesto pasará a un valor máximo de 1,2% del monto de la operación de crédito en el año 2009.

Colombia: Si bien no existe una normatividad dirigida exclusivamente al acceso de las PYMES al mercado, la regulación contempla dos figuras, no excluyentes, que pueden ser utilizadas por dichas entidades, a saber, la oferta pública en segundo mercado y las emisiones sindicadas de bonos.

Estas figuras facilitan el acceso al mercado a entidades con un menor requisito de información (segundo mercado-inversionistas calificados) y con montos de emisión inferiores a los legalmente permitidos y requeridos por el mercado como masa crítica para liquidez de la emisión, mediante la asociación de varias entidades en una misma emisión y oferta, con requisitos particulares.

Costa Rica: Con el propósito de acercarlos al mercado, en la reforma reglamentaria sobre oferta pública aprobada en mayo del 2006 se establecieron una serie de requisitos que distingue a las PYMES de otros emisores. Las empresas que se inscriban en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios con los requisitos establecidos para las PYMES, deberán colocar sus emisiones únicamente en oferta pública restringida (inversionistas institucionales o sofisticados). Estas emisiones se califican anualmente y no en forma semestral como las otras y el monto de emisión puede ser de ¢50.0 millones (US\$1=¢521), la mitad del mínimo requerido a los otros emisores. El prospecto de la oferta pública restringida en proceso de regulación, podría establecer requerimientos

distintos en materia de información con respecto al prospecto que se dirige al público en general.

El Salvador: Actualmente, El Salvador tiene preparados dos proyectos de ley para promover nuevas figuras de inversión en el mercado de valores, siendo estos el proyecto de Ley de Titularización de Activos y el proyecto de Ley de Fondos de Inversión, con las cuales se espera que al ser aprobadas las empresas pequeñas y medianas tengan un mayor acceso los mercados de valores.

España: En los últimos años, ha habido las siguientes iniciativas para conseguir el acceso de PYMES al mercado de capitales bursátil:

- a) El Nuevo Mercado, que es un segmento de negociación operado en la misma bolsa de valores con requisitos algo menos estrictos y que concentra empresas con base tecnológica, un menor volumen de capitalización y mayor volatilidad permitida en sus cotizaciones. Pese a ello, no puede hablarse por su volumen de que se trate de un segmento PYME.
- b) El Mercado Alternativo Bursátil (MAB) es un Sistema Organizado de Negociación que, con base en el art. 37.4 de la LMV, el Gobierno ha autorizado en diciembre de 2005. El objetivo de MAB, dentro del grupo BME, es el de ofrecer un sistema de contratación, liquidación, compensación y registro de operaciones efectuadas sobre acciones y valores de Instituciones de Inversión Colectiva pero también de valores e instrumentos emitidos o referidos a entidades de reducida capitalización (PYMES incluidas). Se prevé que a partir de Enero de 2008, las PYMES españolas o extranjeras podrán solicitar la incorporación de acciones que hayan sido previamente objeto de una oferta de venta o de suscripción, pública o no, al Mercado Alternativo Bursátil (MAB), así como acciones que no lo hayan sido. Si se solicita la incorporación al Mercado sin oferta previa, las acciones de las que sean titulares accionistas con porcentajes inferiores al 5% del capital social deberán representar en conjunto un valor estimado no inferior a dos millones de euros. Si las acciones son objeto de oferta ésta no podrá ser inferior a dos millones de euros.

En el supuesto de que la entidad emisora registre en la CNMV un folleto informativo de oferta de valores, deberá aportarse al Mercado el referido folleto, así como justificación de su registro.

En defecto de folleto informativo (en la actualidad no es preceptivo registrar un folleto informativo en la CNMV si la cantidad de la oferta es inferior a 2,5 millones de euros, la oferta se dirige exclusivamente a inversores cualificados, la oferta se dirige a menos de 100 inversores por estado miembro de la UE, sin incluir los cualificados o si se dirige a inversores que adquieran un mínimo de 50.000 euros cada uno) será necesario presentar un Documento Informativo de Incorporación al Mercado.

Estas PYMES contarán, asimismo con el apoyo de “Asesores Registrados”, personas jurídicas de acreditada experiencia e independencia que se encargarán, entre otras funciones, de:

- Asistir a la compañía en el cumplimiento de los requisitos de incorporación al mercado.
 - Revisar la información presentada por la compañía en el momento de su incorporación y posteriormente.
 - Estar disponibles ante el MAB para atender preguntas sobre el emisor, su actividad o el cumplimiento de sus obligaciones.
- c) Para facilitar a las empresas el acceso a los mercados de valores BME cuenta con un Servicio de Atención a Empresas, ideado para proporcionar un apoyo permanente a las compañías desde el momento en el que estudian su cotización en Bolsa hasta las posteriores operaciones que puedan desarrollar en el mercado.

La iniciativa incluye tanto reuniones informativas individuales como diversas actividades formativas, publicaciones o foros de debate orientados a obtener una mejor comprensión de los mecanismos que la Bolsa ofrece a los empresarios.

Además de estas actividades formativas y de divulgación, el equipo de atención a empresas pretende facilitar el acceso de las empresas al mercado mediante el ofrecimiento de diversos servicios, entre los que se pueden destacar:

- Servicio gratuito de asesoramiento legal y gestión de la admisión a cotización, que incluye la elaboración del folleto de admisión y la tramitación de los expedientes de admisión ante las diversas instituciones implicadas (CNMV, SCL y Registro Mercantil).
- Soporte informático necesario en la salida a Bolsa.
- Servicio de operaciones financieras, que ofrece las aplicaciones técnicas necesarias para coordinar y procesar operaciones como ampliaciones de capital, conversiones, etc.

Perú: Hasta el momento no se han concretado dichas iniciativas, sin embargo, existe una iniciativa indirecta para las PYMES a fin de dotarlas de un mayor flujo de recursos financieros mediante la promoción de la primera emisión de bonos titulizados de las Cajas Municipales de Ahorro y Crédito (CMAC) en el mercado público de valores, para la cual se estaría estructurando la titulización de los préstamos dirigidos a las Pymes de un grupo de CMAC. Este proyecto denominado “*Perú: Improving SME access to the capital markets*” (Peru: Mejorando el acceso de las medianas y pequeñas empresas al mercado de capitales) fue iniciado el año pasado, promovido por CONASEV y financiado por “The Financial Sector Reform and Strengthening” (FIRST). Este proyecto está diseñado en dos etapas: La primera etapa de preparación para la implementación, ya ha sido ejecutada e incluyó, entre otros, la validación del problema y discusión de las soluciones, evaluación y propuesta de modificaciones en el marco regulatorio y condiciones de mercado, y mejoramiento de la capacidad de instituciones relevantes. La segunda fase del proyecto de implementación, se encuentra en marcha e incluye un piloto de titulización de los préstamos de pequeñas y medianas empresas otorgadas por las CMAC, así como la elaboración de una prueba de concepto para evaluar la viabilidad de un fondo de inversión en (o titulización) cuentas por cobrar a PYMES de empresas corporativas en el mercado financiero peruano, cuyos resultados se espera difundir en el presente año.

República Dominicana: El Fondo de Inversión PYME tendría como objetivo principal invertir su cartera en instrumentos y títulos que logren una ampliación del crédito hacia las PYMES. El Fondo de Inversión PYME debe contar con una administración profesional, la cual asumirá la labor de evaluación y seguimiento de las diversas alternativas de inversión en el sector PYME en la economía dominicana. La administradora de fondos de inversión deberá obtener las calificaciones que correspondan, así como también el Fondo de Inversión PYME deberá obtener las calificaciones de Grado de Inversión (BBB). Para la calificación del Fondo de Inversión PYME se debe preservar la calificación de riesgo Grado de Inversión, para que sea alternativa de inversión para los fondos de pensiones. Además, se estaría distribuyendo el riesgo de inversión en las PYMES a través de todo el mercado de financiamiento de estas y por tanto ese riesgo sería efectivamente mitigado. La posibilidad de que dicho fondo invierta directamente en las PYMES de mayor tamaño, estaría abriendo un nuevo canal de financiamiento a largo plazo para estas empresas. Esta fuente de financiamiento contribuiría significativamente en el proceso de inversión y transformación que se amerita frente a la apertura de la economía nacional. Además, cabría aludir a la Norma de Titularización de Activos, de la Superintendencia de Valores y a la Norma que Establece Disposiciones para la Administración de Fondos de Capital de Riesgo.

Por otro lado, en el Anteproyecto de Ley de Fomento de la Micro, Pequeña y Mediana Empresa dominicana, se implementa un sistema de sociedades de garantía recíproca que tiene como propósito favorecer el acceso al financiamiento mediante la prestación de garantías financieras, avales/fianzas técnicas y servicios conexos de asesoramiento financiero.

Venezuela: En el mercado de valores no existe aún una vía concreta especial para PYMES. La normativa actual no establece diferencias en requisitos de autorización y cumplimiento entre Pymes y otras empresas. La Bolsa de Valores tampoco contempla diferencias en cuanto a la cotización de pequeñas, medianas o grandes empresas. Entre las iniciativas específicas que se están llevando adelante se debe mencionar principalmente al Fondo Nacional de Garantías Recíprocas para la Pequeña y Mediana Empresa (Fonpyme). Adicionalmente, se tiene bastante adelantado un esquema denominado “Fianza Bursátil para Pymes”, lo cual no es más que una Fianza que emitiría una Sociedad de Garantías Recíprocas” (SGR) para que la PYME acuda con mayor facilidad al Mercado.